



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

PRIMER SEMESTRE 2021





Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2021

Política Financiera del Banco Central de Chile (BCCh)

El BCCh tiene por objeto velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Para cumplir con este segundo objetivo, debe resguardar la estabilidad del sistema financiero dentro del perímetro de sus atribuciones legales, implementadas desde una perspectiva macro-financiera. Las decisiones y acciones derivadas de sus facultades forman parte de su marco de política financiera. En este contexto, se considera que existe estabilidad financiera cuando el sistema cumple sus funciones con normalidad o sin disrupciones relevantes, aun frente a situaciones temporales adversas. La identificación de potenciales eventos de riesgos, vulnerabilidades y mitigadores, junto con la evaluación del impacto sobre el sistema financiero, están en el centro del análisis de la política financiera del Banco Central de Chile.

Conducción e implementación de la Política Financiera

El BCCh conduce su política financiera procurando contribuir, desde su ámbito de competencia, a la estabilidad del sistema financiero. Este se ha ido profundizando y ganando estabilidad en las últimas décadas debido, en parte, al desarrollo de herramientas de política financiera y su adecuada aplicación. Esto a su vez ha contribuido a la eficacia de la política monetaria y a incrementar la resiliencia de la economía a eventos disruptivos.

El Banco implementa su política financiera a través de procesos rigurosos que permiten la toma de decisiones, en acciones conjuntas y coordinadas con el supervisor y regulador. En particular, el BCCh emite y administra regulación financiera, decide la activación y desactivación del requerimiento de capital contra-cíclico, elabora informes y emite opiniones sobre el impacto de potenciales cambios legales o regulatorios respecto de los cuales se le consulte. A estas medidas, se suma el eventual ejercicio del rol de prestamista de última instancia para las empresas bancarias y otras herramientas de gestión de liquidez.

Transparencia y divulgación de información

El Informe de Estabilidad Financiera (IEF) es el principal instrumento de política financiera y de comunicación del BCCh. En atención a su mandato, el IEF entrega la visión del Consejo respecto de los principales riesgos, vulnerabilidades y mitigadores para la estabilidad financiera.

El IEF se publica dos veces al año, en mayo y noviembre. En línea con las mejores prácticas internacionales, se elabora por profesionales especializados y es liderado por la División de Política Financiera. Sus contenidos son difundidos a través de diversos canales. De esta forma, el Banco Central comunica sus análisis e implementa su política financiera de una manera transparente y activa.



Alejandro Zurbuchen S. / Representante Legal

Gerencia de División Asuntos Institucionales

BANCO CENTRAL DE CHILE

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

ISSN: 0716-2219

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS Y EVENTOS EXTERNOS	7
II. USUARIOS DE CRÉDITO	22
III. OFERENTES DE CRÉDITO	43
IV. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	60
V. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA	78
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	97
RECUADROS	
Evolución de la liquidez en el contexto de pandemia	17
Evolución de la FCIC y calibración de su tercera etapa	39
Dinámica reciente y perspectivas para el crédito comercial	56
Red de interconexión IFNB-Bancos a través de activos de mercado	74
Nuevos desarrollos normativos en medios de pago de bajo valor	90
Transición de índices de referencia: fin de la LIBOR y desarrollo de tasas libres de riesgo	94

*/ El cierre estadístico del Informe de Estabilidad Financiera fue el 21 de abril de 2021, excepto en donde se indique lo contrario.



RESUMEN

Desde el IEF anterior, las condiciones financieras globales han permanecido favorables y la actividad mundial muestra señales de recuperación, al tiempo que se mantienen cuantiosas políticas de apoyo en muchas economías. A nivel local, la acción de distintas autoridades incluido el Banco Central de Chile (BCCCh), y la operación prudente del sector financiero, permitieron contener los riesgos para la estabilidad financiera, derivados del inusitado shock generado por la pandemia del Covid-19. De este modo, a diferencia de crisis anteriores, el costo de financiamiento se ha mantenido bajo, la morosidad sigue contenida y el crédito ha continuado fluyendo, aunque con una desaceleración reciente. En este contexto, la actividad muestra una significativa recuperación después de la profunda contracción del segundo trimestre del 2020, permitiendo que buena parte de las empresas, hogares y bancos cuenten con una mayor fortaleza para resistir escenarios de tensión que lo que se estimaba en el IEF anterior. No obstante, la situación sigue deteriorada respecto de dos años atrás, puesto que los usuarios de crédito —hogares, empresas no financieras y gobierno— han visto erosionada su situación patrimonial producto de un mayor apalancamiento o uso de ahorros especialmente en sectores cuya actividad ha sido más sensible a las restricciones de movilidad. Hacia adelante, persisten variados factores de riesgo debido a lo inusual del shock causado por la pandemia y a la incertidumbre respecto de su evolución. En este sentido, ajustes abruptos de tasas de largo plazo en economías desarrolladas, o el deterioro en economías emergentes, que no logren seguir el ritmo de recuperación internacional, pueden afectar las condiciones de financiamiento local. El principal desafío para economías como la chilena, donde el proceso de vacunación y de recuperación económica avanza, será lograr un adecuado balance entre políticas que apuntalen dicho crecimiento y la necesaria recomposición de las holguras financieras hacia el mediano plazo.

SITUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Desde el IEF anterior, las condiciones financieras externas han permanecido favorables, en un contexto de mantención de programas de apoyo y avances en la vacunación. Las medidas de política fiscal y monetaria se han mantenido en muchos países. En EE. UU. fue aprobado un tercer plan de estímulo, para aliviar los efectos de la crisis sanitaria y se ha iniciado la discusión de un cuantioso plan de inversiones en infraestructura y energías alternativas de mediano plazo. Este tipo de políticas han mejorado las perspectivas para la actividad, los precios de materias primas y han contribuido a mantener favorables condiciones financieras. No obstante, la magnitud de las medidas en EE. UU. ha generado un debate sobre potenciales impactos sobre la inflación y las tasas de interés de largo plazo.

En Chile, las condiciones financieras también permanecen holgadas, con alta liquidez y bajas tasas de interés. El sistema financiero ha resistido bien a un shock más fuerte que los utilizados en escenarios de estrés de ediciones anteriores de este Informe, lo que en parte se explica por las respuestas de política en distintos frentes. Un mejor panorama externo, los avances en vacunación y la capacidad de adaptación de distintos agentes, han contribuido a reducir los riesgos de estabilidad financiera en Chile respecto del IEF anterior. Hacia adelante estas condiciones financieras debiesen mantenerse, en la medida que la recuperación global siga su curso y que la economía chilena evolucione de acuerdo a lo previsto.



A nivel local, las medidas de apoyo para enfrentar la pandemia se han prolongado, respondiendo a la evolución de la emergencia sanitaria, adaptándose a las nuevas necesidades de financiamiento de los usuarios de crédito. En este contexto, el Gobierno amplió los beneficios y usos del Fondo de Garantía para Pequeños y Medianos Empresarios para potenciar la recuperación económica (FOGAPE-Reactiva). Acompañando a este programa, el Banco Central de Chile (BCCh) ha continuado con sus facilidades de crédito a la banca, readecuándolas a las necesidades propias de una economía que empieza a recuperarse y requiere reprogramar y adecuar su carga financiera. Así, la nueva fase de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC III), flexibiliza condiciones de acceso respecto a la etapa anterior y extiende su funcionamiento hasta agosto de este año (Recuadro II.1). En tanto, la CMF vuelve a implementar un cambio normativo transitorio para favorecer la reprogramación de créditos comerciales.

Las empresas han experimentado una recuperación en sus ventas y mantenido bajo y estable su impago, producto del amplio despliegue de políticas de mitigación, el mejor escenario externo e interno y la adaptación de los agentes al contexto actual. Desde el último Informe, la deuda de las empresas disminuyó alcanzando 125% del PIB a fines del 2020 por el menor dinamismo del crédito, principalmente por menor demanda, y la mejora en la actividad. Así, tras aumentar durante la emergencia sanitaria, el endeudamiento agregado retornó a su nivel del cierre del 2019. Las empresas grandes mejoraron su rentabilidad y posición de liquidez, y moderaron su endeudamiento en el margen. En tanto, las firmas de menor tamaño aumentaron su apalancamiento impulsado por los créditos FOGAPE, el que ha revertido parcialmente como producto de mayores ventas, manteniendo indicadores de impago bajos y estables. Lo último, en buena parte gracias a los programas de apoyo, liquidez y reprogramaciones voluntarias de la banca, y al mejor escenario de crecimiento. No obstante, algunos sectores permanecen deteriorados, como producto de las dificultades para recuperar su operación normal en un contexto donde la movilidad aún está restringida.

Asimismo, los hogares han amortiguado las caídas de ingresos producto de las restricciones de movilidad, de la mano de ayudas estatales, liquidando activos de largo plazo y prorrogando pasivos. El despliegue de medidas de apoyo ha descomprimido presiones sobre las finanzas de los hogares que se venían acumulando desde comienzos del año pasado. La mayor liquidez producto de los retiros de ahorros previsionales y transferencias fiscales, junto a una menor oferta y demanda de crédito, ha redundado en una moderación en el endeudamiento de los hogares, el cual se ubica en torno a 50% del PIB al primer trimestre de este año, y un aumento de activos más líquidos. En conjunto con lo anterior, las reprogramaciones voluntarias de los bancos han permitido disminuir los niveles de morosidad a mínimos históricos. No obstante, el mercado laboral se ha recuperado sólo parcialmente, evidenciando un rezago respecto de la actividad.

Los ejercicios de tensión dan cuenta de que la banca permanece resiliente y con una mejor posición de solvencia respecto de lo estimado en el IEF previo. Desde el Informe anterior, la solvencia del sistema bancario aumentó como producto de cambios de composición de riesgos de la cartera y aumentos de capital complementario. En tanto, la rentabilidad agregada mantuvo su tendencia decreciente en 2020 y se stabilizó a comienzos de este año, pese a la disminución del costo de fondeo, en un contexto de alza en provisiones y otros indicadores prospectivos de riesgo de crédito. Los ejercicios de tensión bancarios indican que la banca permanece solvente y con indicadores que mejoran respecto del ejercicio previo, incluso frente a escenarios severos de deterioro adicional en la evolución de la pandemia y las condiciones financieras. Estos resultados se deben en buena medida a que el conjunto de políticas ha apoyado la solvencia del sector productivo, la liquidez y buen funcionamiento de los mercados financieros. Esto se ha combinado con el comportamiento precautorio de la banca y la constitución de provisiones.



RIESGOS, VULNERABILIDADES Y MITIGADORES

Hacia adelante, se mantiene latente a nivel global el riesgo de ocurrencia de eventos que retrasen la recuperación económica y deterioren las condiciones financieras. Desde comienzos de año, el manejo de la pandemia y el proceso de vacunación, han mejorado el panorama agregado, aunque con distintos grados de avance entre los países. Hacia adelante, la posibilidad de nuevas oleadas de contagios y una eventual resistencia de ciertas variantes del virus a las vacunas administradas no se han disipado. Este escenario deteriorado implicaría un mayor confinamiento, y un empeoramiento de las perspectivas económicas. En este sentido, si bien la incertidumbre acerca de la evolución de la economía se ha ido moderando, esta se mantiene aún en niveles elevados.

Ajustes abruptos de las condiciones financieras en algunas de las mayores economías, podrían tener efectos negativos, especialmente en países más rezagados en su recuperación económica. Desde inicios de año, se han registrado aumentos de las tasas de interés de largo plazo en economías avanzadas, emergentes y en la economía local, lo que se percibe como una respuesta natural ante las mejores perspectivas sobre el manejo y evolución de la pandemia en distintas latitudes. Sin embargo, este proceso ocurre en un contexto de prolongada incertidumbre y de heterogeneidad en las velocidades de recuperación económica entre países. En un escenario de desequilibrios macroeconómicos o reversión súbita de la instancia de política monetaria en economías avanzadas, las condiciones financieras para emergentes podrían restringirse más allá de lo previsto. Ello tendría impactos sobre sectores más apalancados, incluyendo los gobiernos. Por otro lado, la fragilidad fiscal observada en algunas economías, junto con dificultades adicionales en el control de la emergencia sanitaria, y un mayor desfase respecto de sus contrapartes internacionales, podrían gatillar aumentos abruptos de sus premios por riesgo soberano.

La elevada liquidez global, si bien ha favorecido el repunte de la economía mundial, ha propiciado una mayor búsqueda y valoración de activos financieros más riesgosos, lo que se percibe como una vulnerabilidad que podría gatillar reversiones abruptas. Muchas de las políticas para contener el impacto inicial de la pandemia han sido claves para una recuperación de la actividad económica y estabilización de los mercados. No obstante, el mayor apetito por riesgo de los inversionistas, en un contexto de alta liquidez global, ha impulsado el incremento en los precios financieros y una mayor demanda por activos más riesgosos, lo que podría incrementar la probabilidad de reversiones y profundizar sus efectos adversos ante cambios abruptos en la percepción de riesgo.

El mercado financiero chileno contiene una alta participación de instituciones financieras no bancarias (IFNB), las que han contribuido a su desarrollo y profundidad, pero que involucran riesgos que requieren un marco regulatorio sólido para mitigarlos. Las alternativas domésticas de financiamiento hacen que nuestra economía sea menos sensible a fluctuaciones de mercados internacionales y propician un mayor acceso a este. Los inversionistas institucionales han sido relevantes para promover el ahorro de largo plazo y canalizar recursos hacia el resto de la economía. En tanto, los oferentes de crédito no bancario cubren segmentos de crédito menos atendidos por la banca, apoyando el acceso al financiamiento de hogares y empresas de menor tamaño. No obstante, las IFNB podrían incubar algunas vulnerabilidades. Si bien el grupo de inversionistas institucionales en general ha actuado como moderador del ciclo, si las entidades no cuentan con condiciones de liquidez o solvencia adecuadas, su estructura de interconexiones podría facilitar la propagación de shocks. En el caso de los oferentes de crédito no bancario, al aumentar su endeudamiento a través de créditos comerciales, de forma indirecta exponen a la banca a segmentos más sensibles al ciclo económico. El marco regulatorio robusto al cual se encuentran sujetas las principales instituciones financieras no bancarias, y sus desarrollos contribuyen a mitigar dichos elementos y aprovechar las ventajas que ellas ofrecen para el mercado. Dada la relevancia de este tema para la estabilidad financiera, en este IEF se incluye un capítulo temático que aborda el rol que cumplen estas entidades, así como los riesgos y vulnerabilidades asociados a ellas.



Las menores holguras de algunos usuarios de crédito reducen su capacidad para enfrentar escenarios de tensión futuros, aumentando su riesgo de impago. A pesar de que los niveles agregados morosidad han permanecido acotados, se han creado bolsones de riesgo en sectores más afectados por la emergencia sanitaria, que han visto más deteriorados sus ingresos y/o han enfrentado condiciones financieras menos favorables. De este modo, un nuevo deterioro de la situación económica encontraría a algunos hogares y empresas en una situación financiera más débil respecto de su ingreso a la pandemia, lo cual aumenta su probabilidad de impago futuro y dificultaría su acceso al crédito. Por otro lado, las instituciones bancarias han contado con condiciones de financiamiento excepcionalmente favorables que les han permitido mantener el flujo de crédito. El aumento de los riesgos ha reducido los márgenes de operación de los bancos, lo cual a su vez incrementa la sensibilidad de sus estándares de otorgamiento a la ocurrencia de escenarios de tensión o mayor riesgo de crédito.

Si bien la continuidad de las políticas de apoyo ha contribuido a mitigar los efectos de la crisis sanitaria, las holguras para enfrentar eventos disruptivos adicionales han disminuido y se requiere recomponerlas. En el caso del BCCh, éste aún cuenta con herramientas que serán utilizadas si la situación lo amerita. Entre ellas se cuentan el acceso a liquidez internacional y la Ley que faculta, de manera excepcional, la compra de instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, para hacer frente a riesgos para la estabilidad financiera. Esto se complementa con el proceso gradual de compra de reservas, que tiene por objetivo estar mejor preparados para futuras contingencias. Debe tenerse presente, sin embargo, que el uso de reservas, facilidades de liquidez externa y la facultad para intervenir en los mercados financieros, aún siendo eficaces para mitigar episodios temporales de volatilidad, no podrían contener cambios más estructurales de la economía. En cuanto a las holguras fiscales, la deuda soberana bruta se mantiene en niveles acotados, alcanzando 33% del PIB a fines de 2020. No obstante, un aumento sostenido del endeudamiento soberano, sin una convergencia fiscal o reconstitución de holguras, representa una vulnerabilidad ante una menor capacidad para hacer frente a nuevos eventos disruptivos, considerando que los riesgos subyacentes no han desaparecido.

Pese a la urgencia de la contención de los efectos de la pandemia, la agenda regulatoria estructural o de largo plazo de las autoridades financieras ha continuado avanzando, con importantes desarrollos. A nivel internacional, existe una activa discusión acerca del reemplazo de la tasa LIBOR y las implicancias de una transición hacia tasas de referencia seleccionadas (Recuadro I.1). Por su parte, el Banco Central de Chile sigue avanzando en la agenda regulatoria focalizada en la integración financiera, la internacionalización del peso chileno y fortalecer infraestructuras de pagos (Recuadro V.1). Junto con la CMF, también se ha continuado avanzando en la fase final de implementación de estándares de Basilea III. Por otra parte, la CMF emitió una norma de carácter general, en consulta hasta mayo de 2021, relacionada con la implementación del estándar contable IFRS17 para la constitución de reservas técnicas en la industria local de seguros. Finalmente, el Congreso aprobó una ley sobre agentes de mercado, que establece nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades en el sector.

Las holguras acumuladas a través de los años, junto con un mercado financiero profundo y la acción de las autoridades, han sido esenciales para enfrentar la amenaza más grande a la estabilidad financiera de las últimas décadas. La emergencia sanitaria ha sido un evento que ha excedido escenarios previos de riesgo, generando un deterioro relevante en las finanzas de hogares y empresas más vulnerables, pero sin gatillar eventos de riesgo sistémico. En este contexto, el sistema financiero no solo ha resistido, sino que ha contribuido a sortear el impacto de esta crisis, al otorgar un puente de financiamiento, de la mano de los apoyos de políticas fiscales, monetarias y regulatorias. Así, la reacción de nuestra economía ha evolucionado mejor de lo esperado hace un año atrás. No obstante, este despliegue ha implicado un uso relevante de recursos, lo que ha reducido la capacidad para enfrentar eventos disruptivos en el futuro, con riesgos que están aun lejos de desaparecer. Hacia adelante, el principal desafío para la economía chilena será lograr un adecuado balance entre políticas que apuntalen el crecimiento, apoyen a sectores más afectados y propicien la necesaria recomposición de las holguras financieras hacia el mediano plazo.



I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS Y EVENTOS EXTERNOS

A pesar de que la emergencia sanitaria sigue vigente en el mundo, la actividad económica ha mostrado señales de recuperación en economías avanzadas, debido al desarrollo en los procesos de vacunación y a los nuevos paquetes fiscales anunciados en los meses recientes. Estas señales de recuperación se han traducido en una mayor inflación esperada y alzas en las tasas soberanas de largo plazo, la cual se ha transmitido en forma moderada a las economías emergentes. Estas últimas han presentado una recuperación algo más lenta que en países avanzados, producto de una situación fiscal más estrecha y una crisis sanitaria que aún exhibe un elevado ritmo de contagios. En el ámbito local, el sistema financiero mantiene abundante liquidez y tasas de interés bajas y estables, que aumentan ligeramente en el margen. Lo anterior se debe, en buena parte, a las distintas medidas de apoyo implementadas por las autoridades para hacer frente a los efectos derivados de la emergencia sanitaria.

SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

Desde el último IEF, si bien ha habido retrocesos en confinamiento y movilidad de las personas, las perspectivas económicas en países avanzados han mejorado debido a la ejecución de los programas de vacunación y medidas de mitigación de política monetaria y fiscal que en algunas jurisdicciones se siguen expandiendo.

Pese a la gran magnitud del shock y el deterioro abrupto y generalizado de la economía global durante 2020, el crecimiento económico para países desarrollados ha repuntado desde el Informe anterior. Se destacan EE.UU. y Japón, que muestran cambios en su crecimiento esperado para el 2021 en más de 3 y 2pp, respectivamente (WEO, abril 2021). Las mayores expectativas de crecimiento coinciden con estímulos fiscales de grandes proporciones y un avance en el control de la pandemia. En este contexto, el paquete de estímulos recientemente aprobado en EE.UU. que asciende a US\$1.900 miles de millones (9% del PIB) ha elevado las expectativas de inflación de mediano y largo plazo implícitas en las tasas de mercado hasta por encima de 2% para 5 y 10 años plazo. En tanto, las políticas monetarias no convencionales de países desarrollados continúan en marcha, a través de la compra de activos financieros. No obstante, la velocidad de estas compras se ha reducido en el margen, aumentando sus balances en cerca de US\$2.000 miles de millones desde el IEF anterior, lo que contrasta con las compras durante el primer semestre del 2020 que totalizaron US\$6.000 miles de millones.

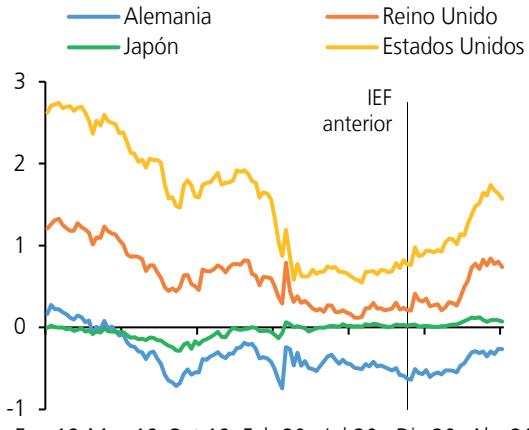
Las medidas de mitigación tienen como contrapartida un aumento de la hoja de balance de los bancos centrales y mayores niveles de endeudamiento soberano en el mundo desarrollado y emergente.

El despliegue de medidas de alivio cuantitativo en EE.UU., Reino Unido, Japón y Zona Euro ha sido de intensidad considerable, totalizando US\$8.967 miles de millones desde el inicio de la pandemia. En este contexto, el tamaño de la hoja de balance de los bancos centrales en dichas jurisdicciones se ha incrementado, alcanzando US\$25.392 miles de millones a marzo de este año. Por otro lado, los paquetes de estímulo fiscal han seguido aumentando la deuda soberana, tanto para países avanzados como emergentes, a una velocidad relevante. Así, el crecimiento anual de la deuda para países avanzados durante el 2020 es cercano a 20pp del PIB, mientras que en emergentes esta cifra es algo mayor que 10pp en el mismo periodo^{1/}.

^{1/} Cifras corresponden a promedios ponderados utilizando el PIB de cada economía.



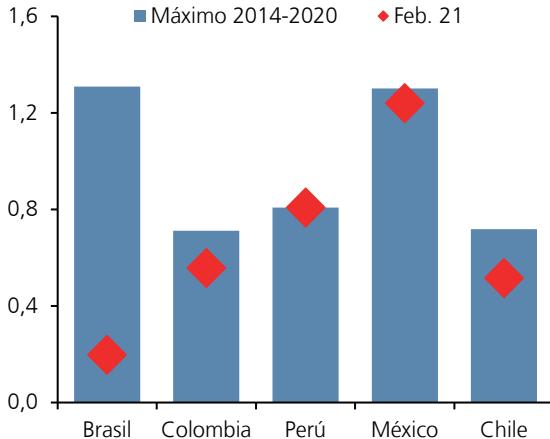
GRAFICO I.1 TASA DE INTERÉS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS - ECONOMIAS DESARROLLADAS (*) (porcentaje)



(*) Datos semanales, actualizado a abril 2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

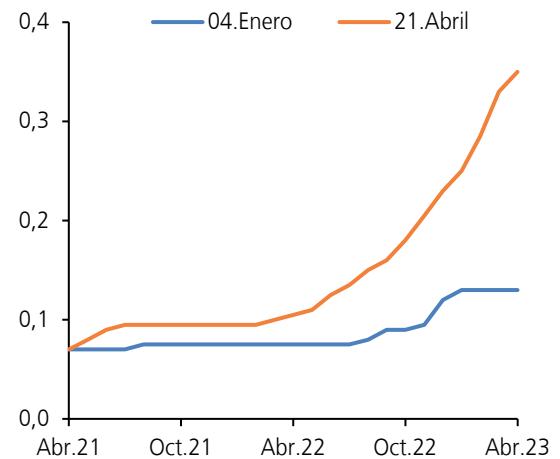
GRAFICO I.3 COEFICIENTE DE TRASPASO DE TNODE 10 A TASAS SOBERANAS EME (*) (coeficiente)



(*) Coeficiente de traspaso corresponde a la razón entre la respuesta acumulada de la tasa local ante un shock de su contraparte externa y la respuesta de la tasa de interés externa sobre sí misma, ambas evaluadas a 3 meses. Calculado en ventanas móviles de 60 meses. Modelo VAR(1) para las siguientes variables en niveles: rendimiento TNODE 10 años, depreciación esperada del tipo de cambio, EMBI, rendimiento bono soberano a 10 años. Estadísticas correspondientes al coeficiente de traspaso del período Enero 2014 a Febrero 2021.

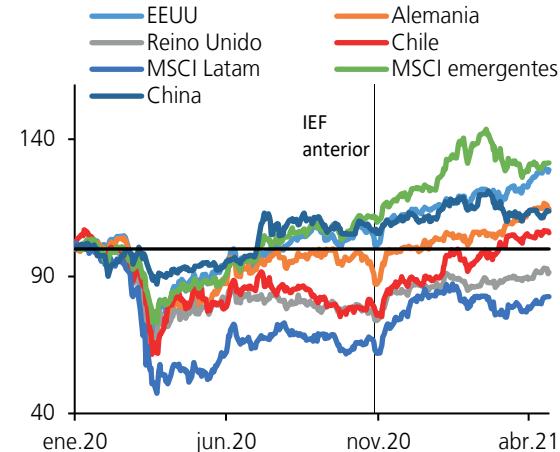
Fuente: Saavedra y Sagner (2021).

GRAFICO I.2 EXPECTATIVAS DE LA FED FUNDS RATE EN BASE A FUTUROS (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRAFICO I.4 INDICES BURSATILES (*) (índice, 01.Ene.2020=100)



(*) Los índices corresponden a EEUU: S&P 500; Alemania: DAX; Reino Unido: FTSE100; Chile: IPSA; China: Shanghai Composite.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.



Las mejores expectativas de recuperación económica global se han traducido en aumentos moderados en las tasas soberanas de países avanzados y latinoamericanos.

La normalización de las tasas soberanas en países desarrollados se ha visto acompañada por expectativas de incrementos de sus tasas de política monetaria. En efecto, en EE.UU. se observaron alzas algo por encima de 50pb durante febrero, llevando la tasa de 10 años a valores cercanos a 1,6%, nivel aún acotado desde una perspectiva histórica (gráfico I.1 e IPoM primer trimestre 2021). A pesar de que la naturaleza de los eventos es diferente, dicha trayectoria es similar a lo ocurrido durante el Taper Tantrum durante 2013 y se sincroniza con otros países avanzados, tal como sucedió en ese episodio. A su vez, las mejores perspectivas económicas en EE.UU. han provocado ajustes al alza en la inflación esperada y reacciones acerca de la política monetaria. Así, los futuros de la Federal Funds Rate (FFR) han aumentado en al menos 25 pb para un horizonte de dos años desde enero a la fecha (gráfico I.2).

Los países latinoamericanos también registran aumentos de sus tasas de interés de largo plazo que, de momento, han sido acotados. A excepción del caso de Brasil, donde en general los costos de financiamiento han reaccionado mayormente a factores idiosincráticos, el resto de países de la región ha incrementado sus tasas de interés en línea con la economía norteamericana y mantiene coeficientes de traspaso en la parte alta de sus registros históricos. En este sentido, destaca el caso de México, donde el traspaso ha sido algo mayor respecto a la variación de tasas internacionales. No obstante, en términos absolutos, Chile, Colombia y Perú muestran una sensibilidad moderada a estas alzas durante febrero de 2021, con coeficientes por debajo de 1 (gráfico I.3).

En tanto, los activos bursátiles han continuado aumentando de precio, de la mano de una mayor liquidez global y una aversión al riesgo que se mantiene acotada.

Los amplios estímulos de liquidez globales siguen manteniendo las condiciones financieras en niveles similares a los que se registraban antes de la pandemia. Esta abundancia de liquidez y las mejores perspectivas locales se habría traducido en una menor aversión al riesgo de los agentes, lo cual ha incentivado la búsqueda de mayores retornos, en particular en activos de renta variable y bonos high yield. En efecto, el VIX ha descendido desde el inicio de la emergencia sanitaria, donde llegó a más de 50 y se encuentra en valores bajo 20 en lo más reciente. Asimismo, las bolsas en EE.UU. y Asia emergente reflejan una situación similar, las cuales en la actualidad ya han sobrepasado sus niveles previos al inicio de la emergencia sanitaria (gráfico I.4).

SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

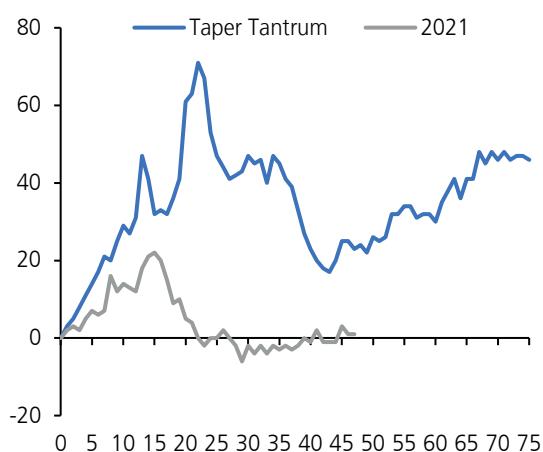
Las condiciones financieras domésticas se mantienen favorables, con una baja percepción de riesgos sobre la economía local. Además, permanece una alta liquidez en el mercado monetario producto de los programas de apoyo en operación.

El nivel de riesgo que perciben inversionistas internacionales sobre la economía local permanece acotado, e incluso ha disminuido desde principios de año, lo que se contrapone a períodos anteriores de alzas de tasas de largo plazo (gráfico I.5). En este contexto, los spreads corporativos y bancarios del mercado de renta fija local continúan con un ajuste a la baja desde mediados de 2020 (gráfico I.6). No obstante, se observa un menor ritmo de emisiones, de la mano de una menor demanda de financiamiento en la segunda mitad del 2020 (gráfico I.7 y Capítulo II). En cuanto a las tasas de depósitos del mercado secundario, ellas han reducido significativamente su dispersión y niveles respecto de un año atrás, lo cual estaría relacionado a la ventanilla de compra implementada por el BCCh en agosto pasado. En este sentido, la banca ha reducido sus emisiones de Depósitos a Plazo Fijo (DPF) ante fuentes de financiamiento alternativas, como la disponibilidad de la FCIC y los depósitos a la vista. Estos últimos se han incrementado producto de los retiros de ahorros previsionales y la mayor disponibilidad de liquidez de las firmas (Recuadro I.1 y Capítulos II y III).



En tanto, el BCCh ha implementado una serie de políticas masivas y sin precedentes para contener los efectos de la pandemia en los mercados que se deriven de ésta (Céspedes y de Gregorio, 2021). Se mantienen disponibles las medidas de liquidez en pesos tales como el programa de REPO y la recompra de deuda del BCCh, entre otros (García, 2021). Adicionalmente, desde comienzos de año se ha mantenido el stock vigente de bonos bancarios a través de la reinversión de los cupones, con una duración de 6 meses a partir de enero de 2021, pero puede ser revisado en caso que las condiciones de mercado varíen. Cabe mencionar que, si bien las facilidades de liquidez son eficaces para mitigar episodios temporales de volatilidad, ellas no podrían contener cambios más estructurales de la economía.

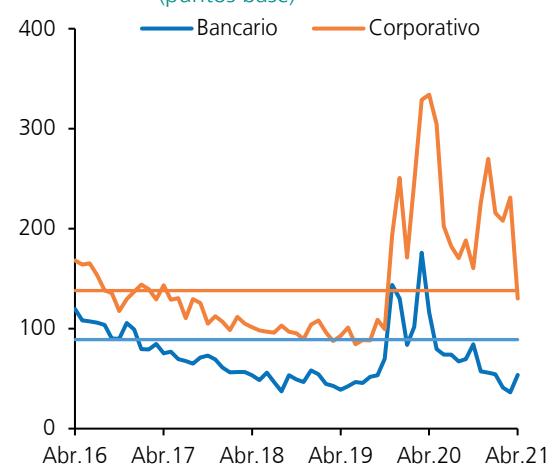
**GRAFICO I.5 CAMBIOS EN EMBI CHILE (*)
(puntos base)**



(*) Eje horizontal en días.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

**GRAFICO I.6 SPREADS DE BONOS BANCARIOS Y CORPORATIVOS (*)
(puntos base)**



(*) Líneas horizontales corresponden al promedio 2015-18 de la serie respectiva.

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

En esta misma línea, el BCCh ha reforzado su política de apoyo al otorgamiento de crédito bancario FCIC, adaptándola a las nuevas necesidades de financiamiento.

Durante 2020, se dispuso de dos programas de Facilidades de liquidez Condicionales al Incremento de Colocaciones (FCIC 1 y 2) para atender a los requerimientos de financiamiento y liquidez de hogares y empresas. Estas facilidades de crédito totalizaron un monto cercano a US\$31.231 millones, condicionando su acceso por parte de la banca a sus colocaciones hacia firmas de menor tamaño (FCIC1), al otorgamiento de créditos FOGAPE-Covid, y al crédito a Oferentes de Crédito no Bancario (FCIC2). En marzo del presente año se puso a disposición la tercera etapa de este programa (FCIC3) destinada a apoyar operaciones de refinanciamiento e inversión. Esta nueva facilidad complementa las anteriores etapas del programa, las cuales colaboraron en mantener el flujo de crédito a empresas. Así, el BCCh puso a disposición el monto remanente de lo presupuestado inicialmente, es decir US\$10.000 millones, con un tope de US\$2.000 millones por institución. La FCIC3 condiciona su otorgamiento directamente a las colocaciones por concepto del programa con garantía estatal FOGAPE-Reactiva y a las colocaciones comerciales destinadas a empresas de menor tamaño, que poseen ventas anuales iguales o menores a UF1 millón. A la fecha de publicación de este Informe, se han canalizado cerca de US\$6.289 millones por este concepto (Recuadro II.1).

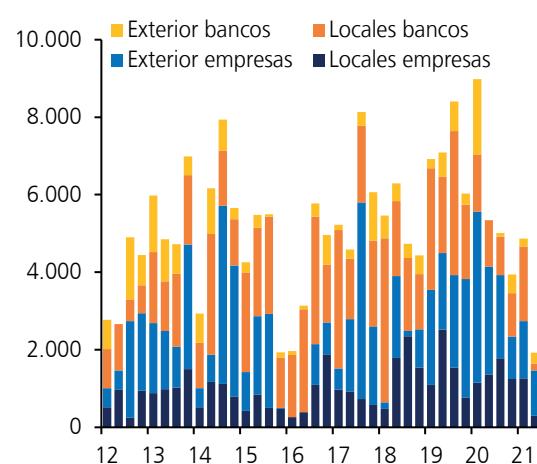


Desde el último Informe, se han observado ajustes relevantes en el tamaño y composición del portafolio de los fondos de pensiones, los cuales han tenido impactos acotados producto de la estrategia de liquidación adoptada por estos agentes y las políticas implementadas.

Desde el IEF anterior, el portafolio de los FP registró ventas netas por cerca de US\$2.850 millones en bonos privados, principalmente bancarios, y ventas netas por cerca de US\$3.850 millones en bonos estatales. Esto ocurre en un contexto donde, en diciembre pasado, el Congreso Nacional aprobó un segundo retiro de fondos previsionales que acumulan, junto con el anterior, pagos por cerca de US\$35.500 millones. Para hacer frente a esta contingencia, las AFP han financiado los retiros con ajustes relevantes de portafolio, los cuales han tenido un impacto acotado en precios e indicadores financieros locales debido a la existencia de las ventanillas del BCCCh y de la estrategia de liquidación de estos activos por parte de las AFP, que utilizó el mercado extranjero en una proporción relevante, cercana al 50%. Dada la reciente aprobación de un tercer retiro de fondos previsionales, se esperan liquidaciones por un monto de US\$19.642 millones, según estimaciones de la Superintendencia de Pensiones. El Banco Central de Chile, al igual que en oportunidades anteriores, implementará medidas para mitigar el impacto del retiro de fondos sobre el mercado financiero. Asimismo, el marco normativo que permite operaciones en el sector privado contribuirá a facilitar la liquidez necesaria para evitar disrupciones mayores en el mercado.

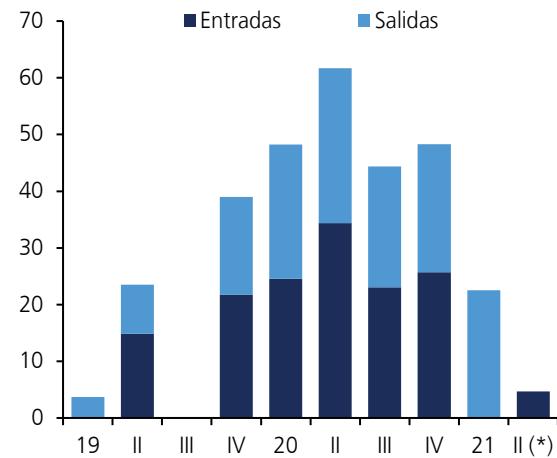
Además, cabe mencionar la aprobación en marzo de 2021 del proyecto de ley que regula y fiscaliza a los asesores previsionales privados que previamente se encontraban fuera del perímetro regulatorio. Ello ha venido acompañado de una reducción de la frecuencia de cambios de fondos previsionales y una menor intensidad de ajustes en el flujo de inversiones de estos agentes (gráficos I.8 y I.9). Esto habría contribuido a reducir la volatilidad de la tasa de interés soberana de largo plazo de la economía nacional, la cual disminuye su nivel respecto del año previo y se vuelve a ubicar en la parte baja de un amplio conjunto de economías comparables (gráfico I.10). De forma análoga, el tipo de cambio se aprecia 9,4% desde el IEF anterior y su volatilidad es menor respecto de otras monedas emergentes de referencia, aunque ella ha aumentado durante la primera parte del año y en marzo se volvió a ubicar en la parte baja de un conjunto de economías comparables. En tanto, en abril aumentó ligeramente, lo que coincidió con algunas recomendaciones adicionales. Por otra parte, el IPSA ha recuperado su nivel de comienzos de 2020, en línea con países emergentes de la región.

GRAFICO I.7 EMISIONES DE BONOS
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS y Bloomberg.

GRAFICO I.8 IMPACTO DE RECOMENDACIONES DE CAMBIOS ENTRE MULTIFONDOS (*)
(porcentaje del fondo E)



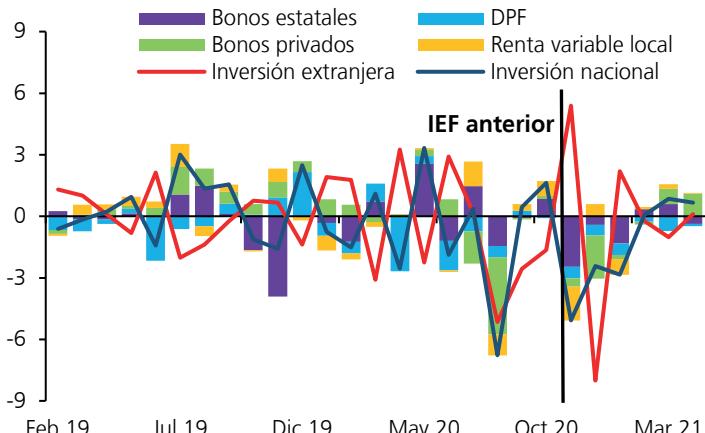
(*) Cambios acumulados después de 5 días del anuncio, como porcentaje de activos del fondo E del mes anterior. Información al 14 de abril del 2021.

Fuente: Banco Central en base a información de la Superintendencia de Pensiones.



GRAFICO I.9 FLUJOS DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES

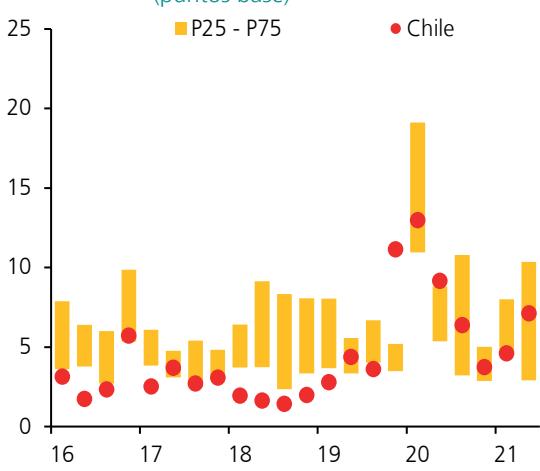
(*)
(miles de millones de dólares)



(*) Corresponde a los movimientos netos por instrumento. Incorpora compras, ventas, rescates, sorteos. No incluye vencimientos derivados, rebates, dividendos y cortes de cupón. Incluye bonos y ADR nacionales transados en el extranjero. Actualizado al 9 de abril de 2021.

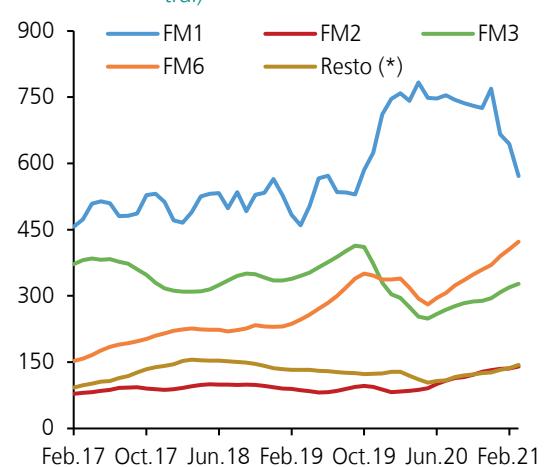
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SP.

GRAFICO I.10 VOLATILIDAD DE TASAS SOBERANAS EME (*) (puntos base)



(*) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRAFICO I.11 PATRIMONIO DE FONDOS MUTUOS (millones de UF, media móvil trimestral)



(*) Incluye Fondos Mutuos tipo 4, 5, 7 y 8.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Por otra parte, a pesar de las bajas tasas de interés, los Fondos Mutuos (FM) mantienen estable el patrimonio administrado, aumentan sus niveles de liquidez y los riesgos de revalorización se reducen en el margen.

Como se reportó en el Informe anterior, los altos niveles de liquidez y bajas tasas de interés se traducen en una menor rentabilidad y márgenes para los FM. A pesar de ello, su patrimonio administrado ha presentado cierta estabilidad. Así, si bien los fondos mutuos monetarios (FM1) muestran alguna reducción de su patrimonio, los fondos de renta fija (FM3 y FM6) presentan una recuperación (gráfico I.11). Sin perjuicio de lo anterior, en lo

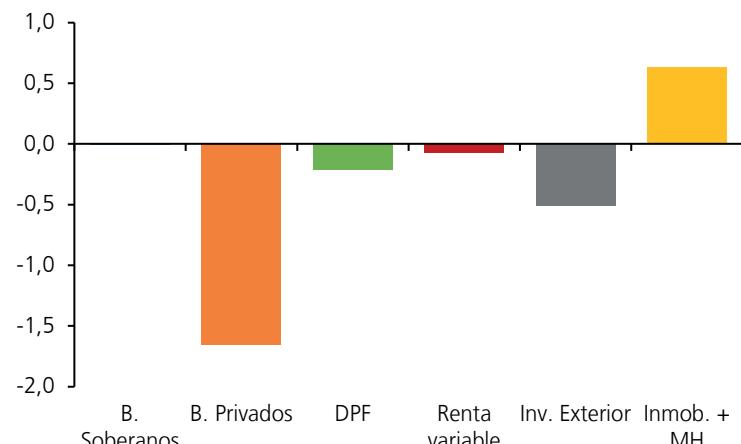


más reciente se han observado algunas salidas de fondos mutuos de renta fija, producto de alzas de tasas de mediano y largo plazo, ante un aumento de la volatilidad ligada al tercer retiro de fondos previsionales. Ello se estaría moderando de la mano de medidas de apoyo del BCCh que facilitan el proceso de liquidación de activos. Además, los FM3 continúan con la mejora en sus niveles de liquidez para hacer frente a potenciales retiros abruptos. En tanto, el riesgo de tasas de los FM1 se mantiene relativamente elevado. En efecto, con datos a marzo, se calcula que un aumento del spread en torno a 54 pb produciría una revalorización masiva de estos fondos^{2/}, lo cual se compara con 50 pb del IEF pasado, y es similar a la cifra estimada al inicio de las protestas sociales en octubre del 2019.

Finalmente, las Compañías de Seguros de Vida (CSV) han mejorado la suficiencia de sus activos para hacer frente al pago de las rentas vitalicias, aunque continúan con una baja rentabilidad y son vulnerables ante pagos anticipados.

Con datos a septiembre del 2020, las CSV aumentan su posición de solvencia, medida según los resultados del test de suficiencia de activos (TSA), lo cual ocurre en el contexto de un cambio normativo que suaviza el vector de precios aplicado a los flujos de ingresos y egresos. En tanto, la rentabilidad de las compañías aseguradoras permanece acotada producto de bajas tasas de interés y una menor venta de rentas vitalicias. En este escenario, las CSV han realizado ajustes en su portafolio hacia activos de mayor retorno, como los inmobiliarios, mientras que disminuyen sus posiciones en bonos privados e inversiones en el exterior (gráfico I.12). En este contexto, la recientemente aprobada reforma constitucional que adelanta flujos de rentas vitalicias requerirá la venta de instrumentos que, en general, tienen menor liquidez, lo cual podría impactar los precios de mercado. El Banco Central de Chile implementará medidas que complementen los canales privados, para hacer frente a las mayores necesidades de liquidez que se generen.

GRAFICO I.12 CAMBIO EN EL PORTAFOLIO DE CSV - DIFERENCIA ENTRE SEPTIEMBRE DEL 2020 Y DICIEMBRE DEL 2019 (puntos porcentuales)



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

AMENAZAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Escenarios de correcciones abruptas de expectativas de inflación en economías desarrolladas podrían generar aumentos repentinos de las tasas de interés de largo plazo.

Desde inicios de año, se observan aumentos de las tasas de interés de largo plazo en economías avanzadas, emergentes y en la economía local. En general, ello se percibe como un fenómeno natural ante una mejora de

^{2/} Esta estimación utiliza la cartera de FM1 correspondiente a enero del 2021.



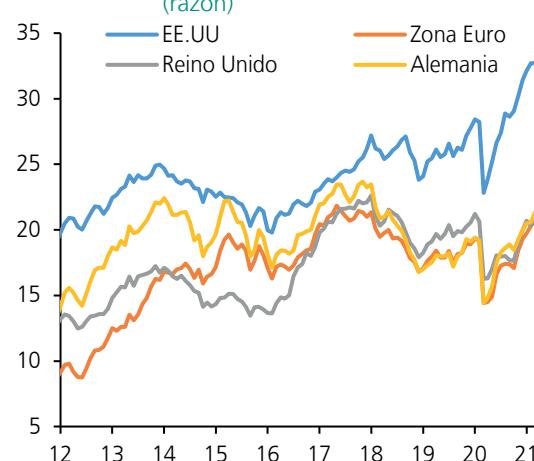
las perspectivas económicas. Sin embargo, este proceso ocurre en un contexto de incertidumbre que permanece. Así, en un escenario global de aceleración en la inflación, con una acción tardía de países avanzados, su control podría requerir aumentos de tasas más allá de lo que se pronostica actualmente y un retiro anticipado de políticas de estímulo para contrarrestar efectos adversos en precios. Ello incrementaría de forma significativa los costos de financiamiento de diversas economías y podría desencadenar escenarios de mayor volatilidad.

Estas correcciones podrían afectar a los mercados de renta variable de economías avanzadas y otras clases de activos, ocasionando así reveriones abruptas en el apetito por riesgo global.

El entorno de alivios cuantitativos ha ampliado la liquidez global y habría llevado a aumentos en el apetito por riesgo, según lo sugiere la reducción significativa del VIX, señalada anteriormente. Esto, combinado con bajos niveles de tasas de interés, habrían presionado los precios de activos financieros de países desarrollados, medida a través de la relación precio-ingresos cíclicamente ajustados o CAPE, por sus siglas en inglés (gráfico I.13).

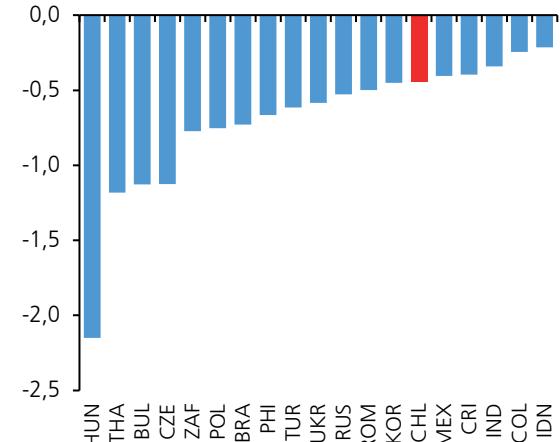
Sin embargo, cuando a la tasa de rendimiento implícita en el CAPE se le descuenta la tasa de interés real de largo plazo -lo que sería una aproximación al exceso de retorno de S&P500-, el nivel actual de retorno estaría en niveles cercanos a su promedio histórico. Esto sugiere que el elevado nivel de los índices accionarios actuales sería estrechamente dependiente de los niveles de liquidez actuales y podría revertirse de manera repentina ante incrementos inesperados de la tasa de interés de largo plazo, gatillando así correcciones abruptas del apetito por riesgo de inversionistas. Dicho fenómeno se podría extender a otras clases de activos (BIS Quarterly Review, marzo 2021).

GRAFICO I.13 PRECIO SOBRE INGRESOS CICLICAMENTE AJUSTADOS (razón)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg

GRAFICO I.14 VAR AL 95% DE FLUJOS DE PASIVOS EXTERNOS DE PORTAFOLIO (*) (porcentaje del PIB)



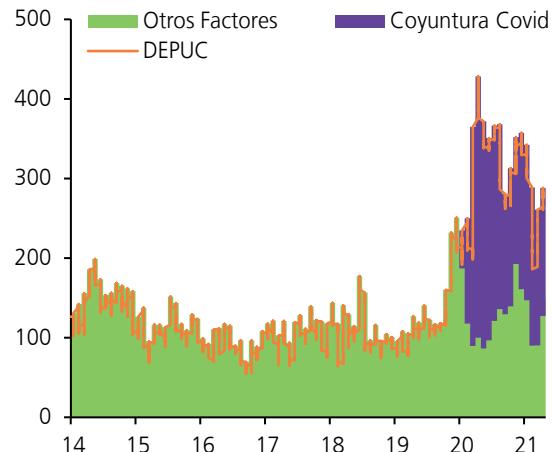
(*) Flujos trimestrales entre 2002-2020.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de FMI.

El manejo de la emergencia sanitaria ha implicado un esfuerzo fiscal relevante para contener mediante transferencias, acceso al crédito y postergación de obligaciones, la reducción de ingresos de los agentes producto de las restricciones de movilidad asociadas a la emergencia sanitaria. Si bien esto ha permitido construir un puente de financiamiento y seguramente ha mitigado las consecuencias económicas para hogares y empresas en diversas economías, ello ha provocado también aumentos relevantes en el ritmo y nivel de deuda soberana de economías avanzadas y emergentes, deteriorando así su situación fiscal. De este modo, si las economías más vulnerables mantienen esta tendencia observada, hacia adelante éstas se vuelven más sensibles y dependientes



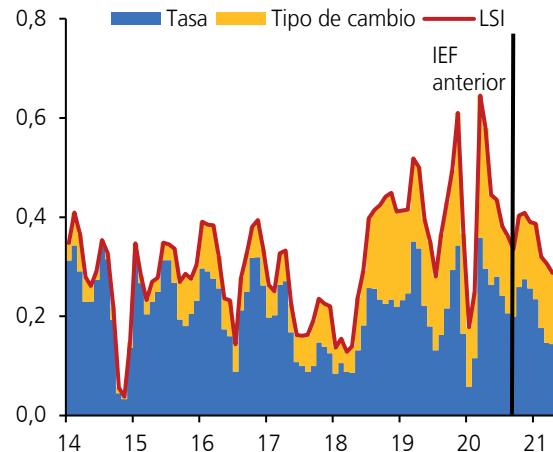
**GRAFICO I.15 INDICE DE PERCEPCION E INCERTIDUMBRE - DEPUC (*)
(índice)**



(*) Media móvil 30 días.

Fuente: Becerra y Sagner (2020) y Baker et. al. (2016).

**GRAFICO I.16 INDICE DE ESTRES LOCAL
(índice)**



Fuente: Banco Central de Chile en base a la metodología de Hollo et. al. (2012)

de las condiciones de financiamiento internacionales y eventos de correcciones abruptas asociados. A lo anterior se suma un contexto político desafiante, de crecientes demandas sociales y necesidades de gasto, especialmente en la región.

En economías emergentes, una recuperación más lenta respecto de sus contrapartes avanzadas podría incrementar la percepción de riesgos y aumentar los spreads de financiamiento, en un contexto de espacios fiscales mas estrechos.

Las economías emergentes se han visto más vulnerables frente al alza en los contagios y la aparición de nuevas cepas del virus SARS-CoV-2, lo que podría implicar una mayor intensidad de restricciones a la movilidad y medidas de distanciamiento, amenazando así la recuperación económica. Este entorno, junto con espacios fiscales más estrechos en algunas economías, podría generar una situación de asincronía entre el mundo avanzado y emergente, lo que produciría aumentos significativos en la percepción de riesgos de este último grupo de economías.

Aumentos abruptos en las tasas de interés de países desarrollados podrían incrementar los costos de financiamiento soberano en emergentes, y desencadenar situaciones de inestabilidad y salidas abruptas de flujos de emergentes y de la región.

Existe evidencia que movimientos repentinos en las tasas de interés externas pueden generar salidas abruptas de flujos de portafolio, además de aumentos en los spreads soberanos (Koepke, 2019). Esta situación podría afectar a países emergentes más vulnerables en su situación fiscal y con menor repunte de su economía. De este modo, economías como Brasil podrían enfrentar dificultades para la renovación de su deuda, lo que eventualmente podría arrastrar al resto de economías de la región, enfrentando a ellas a reversiones de flujos de no residentes. Experiencias pasadas, sin embargo, dan cuenta de la diferenciación positiva hacia Chile, lo que se plasma en el acceso continuo a financiamiento internacional en condiciones favorables. En efecto, en términos históricos, los flujos trimestrales de pasivos externos de portafolio han registrado salidas que en el extremo –percentil 95– superan el 1% del PIB en países como Hungría o Tailandia, mientras que para el caso de Chile ellas alcanzan un 0,4% del PIB, lo cual ubica a la economía local en la parte baja de la distribución de esta muestra de países emergentes (gráfico I.14). No obstante, la situación general de menores holguras en Chile podría generar una menor inmunidad de la economía local frente a este tipo de eventos.



Con todo, si bien se mantienen condiciones de financiamiento favorables ante perspectivas de recuperación de la economía, persiste la incertidumbre económica acerca de la evolución de la pandemia.

Desde el IEF anterior, la incertidumbre económica local se mantiene en niveles similares producto del importante aumento reciente de contagios (gráfico I.15). Si bien, desde comienzos de año se observó una disminución en el índice de incertidumbre económica local producto de mejores perspectivas relacionadas a la ejecución del plan de vacunación, en los últimos meses la incertidumbre económica ha presentado un repunte. En este contexto, las condiciones financieras locales se mantienen favorables (gráfico I.16), aunque el incremento de la volatilidad cambiaria da cuenta de una elevada sensibilidad de la moneda local a noticias y eventos externos.

Los retiros de fondos previsionales han tenido efectos sobre los inversionistas institucionales en el mercado financiero local, lo cual presenta desafíos para contener potenciales vulnerabilidades asociadas a su estructura de interconexiones.

En lo más reciente, la participación de los inversionistas institucionales en el mercado financiero local ha disminuido como producto de los retiros de fondos previsionales. Ello generó, en el corto plazo, fuertes tensiones para liquidar activos en los plazos establecidos, lo que se pudo superar gracias a un adecuado manejo de la liquidez por parte de las administradoras y las medidas extraordinarias adoptadas por las autoridades, incluida la provisión de liquidez del BCCh. En el largo plazo, la menor participación de estos inversionistas reduce la capacidad de intermediación de recursos en la economía, afectando su desarrollo de largo plazo. Asimismo, la extensión de dichas medidas hacia otros agentes, como las Compañías de Seguros de Vida, a través del adelanto de flujos por concepto de rentas vitalicias, podría afectar su liquidez y solvencia, y generar incertidumbre en el resto del mercado, debido a que sería una señal de incerteza jurídica por afectar contratos preestablecidos.

Con todo, el mayor desarrollo y oportunidades de intermediación conllevan desafíos para la contención de riesgos sistémicos. En este sentido, las interconexiones de los inversionistas institucionales con la banca local podría facilitar la propagación de shocks ocurridos a un sector o agente hacia sus contrapartes. Por ello, la regulación debe contribuir a asegurar la solvencia y liquidez de los inversionistas institucionales para prevenir que ellos generen movimientos abruptos en sus portafolios en escenarios de estrés (Capítulo IV).



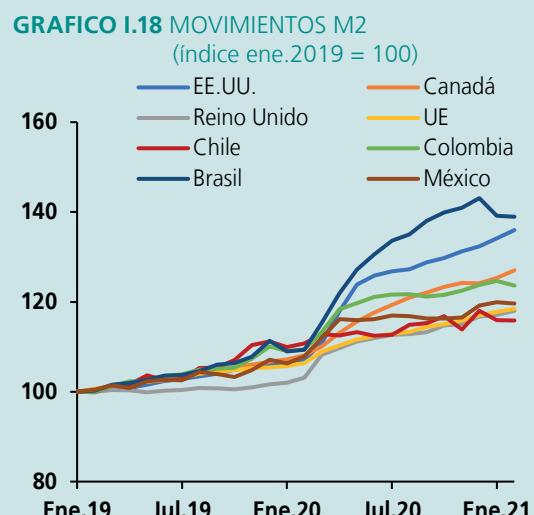
RECUADRO I.1:

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.



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.



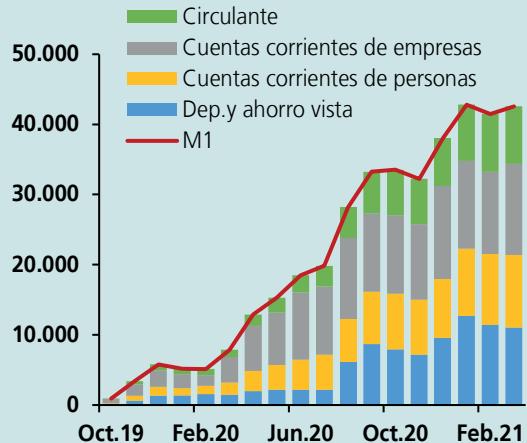
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg, Reserva Federal de St. Louis, Banco de la República de Colombia, Banco Central de Brasil y Banco de México.

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 vistos. 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).

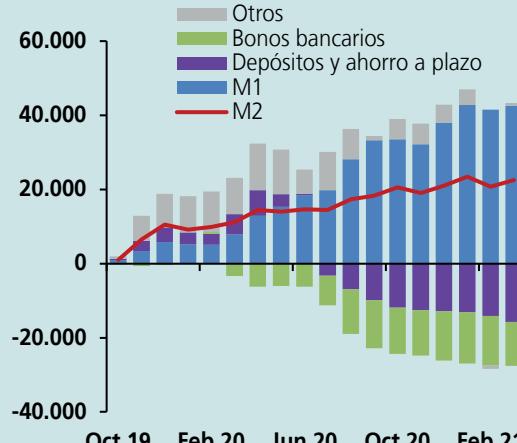


GRAFICO I.19 M1 Y SUS COMPONENTES
(saldo acumulado desde septiembre del 2019, millones de dólares)



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

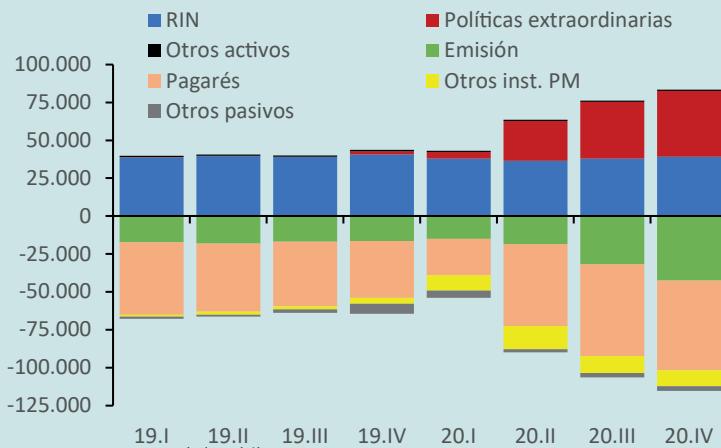
Detrás de estos movimientos en los agregados monetarios hay una serie de factores que han afectado tanto a la demanda como la oferta de dinero, así como de otros activos financieros de mayor liquidez.

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 salgo 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.

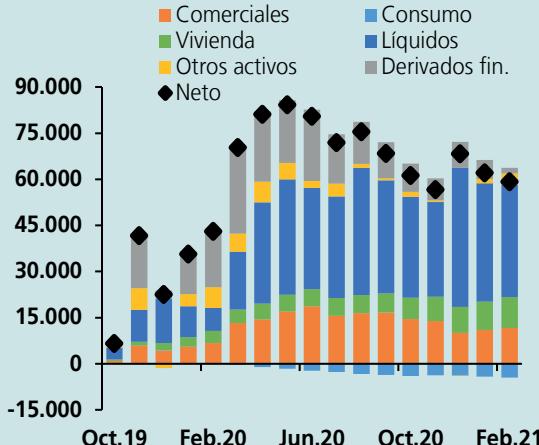
Hacia adelante, la naturaleza transitoria de las políticas y eventos citados sugiere que, en la medida que la FCIC se amortice y otras medidas implementadas vayan venciendo, va a aumentar las emisiones de financiamiento a través de instrumentos más largos, como es el caso de los depósitos a plazo. Asimismo,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

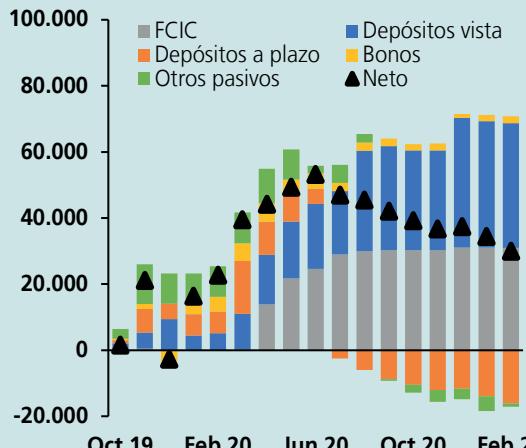
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

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.

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.



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.



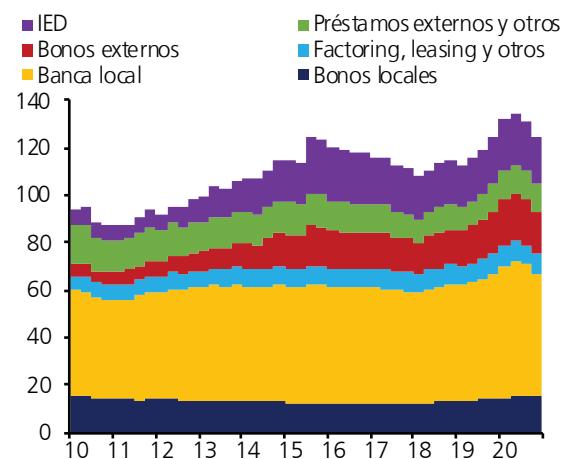
II. USUARIOS DE CRÉDITO

Desde el IEF anterior la economía ha transitado hacia una fase de recuperación, con medidas de apoyo que se han ido ampliando y/o adecuando. Pese a ellas, persiste una elevada incertidumbre, ligada especialmente a la evolución de la pandemia. Para las empresas, las ventas han repuntado desde mediados de 2020 lo que, unido al apoyo crediticio, ha permitido a muchas reanudar sus actividades. Las medidas para la provisión de crédito y diferimiento de pagos han sido ampliamente utilizadas, elevando el apalancamiento entre quienes más utilizaron estos mecanismos, lo cual se ha ido revirtiendo con la mayor actividad. Por su parte, los hogares fueron afectados por el fuerte deterioro del mercado laboral, lo que los llevó a postergar pagos y liquidar ahorros previsionales para compensar sus menores ingresos. Las transferencias fiscales, el uso de ahorros y la postergación de pagos han sido efectivas contrarrestando shock sin precedentes, pero también han incubado vulnerabilidades. El mercado inmobiliario, después de una importante caída en las ventas, que influyó marginalmente sobre los precios, se ha ido recuperando en los últimos meses. Por su parte, si bien el endeudamiento soberano no constituye una vulnerabilidad en el corto plazo, su acelerado ritmo de expansión requiere de una convergencia hacia niveles sostenibles. El tránsito por esta coyuntura ha mermado la posición patrimonial de los agentes para hacer frente a nuevos episodios disruptivos. Hacia adelante, la duración de la pandemia, y la velocidad de la recuperación económica en tandem con el retiro de restricciones sanitarias, condicionarán la materialización de riesgos para estos agentes.

EMPRESAS

Durante el último trimestre del 2020, la deuda total de las empresas chilenas se redujo como porcentaje del PIB respecto de lo observado en el Informe anterior. El endeudamiento alcanzó 125% del producto, equivalente a una disminución de 9pp respecto del segundo trimestre del año anterior (gráfico II.1). Esta desaceleración ubicó al endeudamiento en un nivel algo por encima de lo visto a fines del 2019, con algo menos de actividad, revalorización por inflación y tipo de cambio, y un leve aumento de la deuda externa (gráfico II.2 y anexo estadístico).

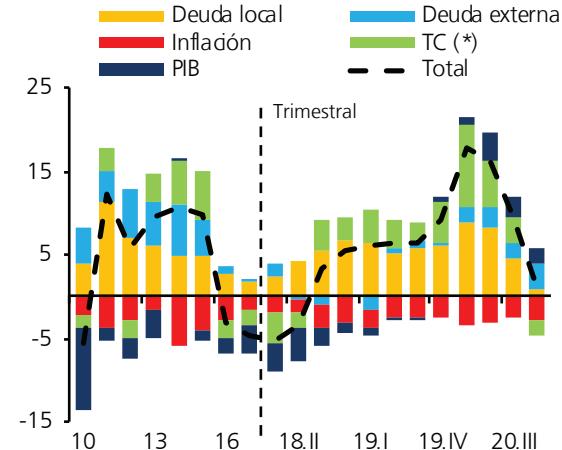
**GRAFICO II.1 ENDEUDAMIENTO DE EMPRESAS (*)
(porcentaje del PIB)**



(*) Basado en información a nivel de empresas con la excepción de factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Datos trimestrales. Para mayor detalle sobre series y metodología ver set de gráficos.

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

**GRAFICO II.2 ENDEUDAMIENTO DE EMPRESAS (*)
(variación anual, porcentaje)**



(*) La deuda externa corresponde a bonos externos, préstamos externos, créditos comerciales más IED. Incluye información anual hasta 2017, en adelante, datos trimestrales. Tipo de cambio corresponde al promedio del último mes.

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



EMPRESAS REPORTANTES A LA CMF

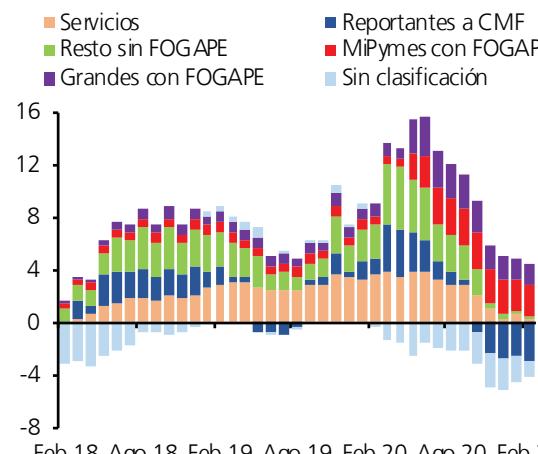
Luego de aumentar su apalancamiento a mediados del año anterior, en lo más reciente, las firmas reportantes redujeron su nivel de deuda por menores emisiones y créditos bancarios respecto del Informe anterior.

En términos de fuentes de financiamiento entre las empresas que reportan a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el crédito bancario y las emisiones aumentaron durante el segundo y tercer trimestre, en línea con las favorables condiciones de financiamiento existentes (Capítulo I). Hacia el cierre del año, se redujo la intensidad de las emisiones y el uso de fondeo bancario por menores necesidades de inversión y una mayor tenencia de activos líquidos (gráfico II.3). Por su parte, la deuda externa mostró un leve aumento en su crecimiento anual, explicado mayormente por los préstamos externos.

Los indicadores financieros mostraron una incipiente recuperación a fines de 2020, luego de los deterioros en meses anteriores. No obstante, la cobertura de intereses sigue debilitada.

La rentabilidad sobre activos de las empresas CMF alcanzó 4,1%^{1/}, mientras que la cobertura de intereses se ubicó en 2,1 veces al cierre de 2020^{2/}, cifras inferiores a 5,6% y 3,2 veces del año anterior, respectivamente (gráfico II.4). Este deterioro es reflejo de los resultados del tercer trimestre de 2020. No obstante, los resultados entre septiembre y diciembre de 2020 mostraron una leve mejoría debido a las menores restricciones de movilidad vistas hacia el cierre de año y el consiguiente repunte de la actividad económica.

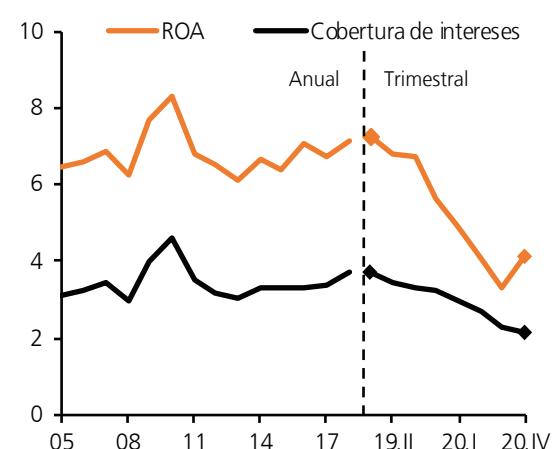
GRAFICO II.3 DEUDA BANCARIA LOCAL (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) No considera personas. Se identifican firmas no CMF que han recibido créditos FOGAPE entre mayo y agosto del 2020 y se calcula su contribución al crecimiento antes y después de mayo del 2020. Para mayor detalle ver set de gráficos.

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

GRAFICO II.4 EVOLUCION DE INDICADORES (*)
(veces, porcentaje)



(*) Roa: Utilidad anual acumulada, antes de gastos financieros, más impuestos sobre activos totales. Cobertura: Utilidad antes de impuestos y gastos financieros, sobre los gastos financieros anuales. Datos consolidados. No considera empresas estatales ni aquellas clasificadas en los sectores servicios financieros y minería. No incluye a Latam.

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

^{1/} Sin incluir a Latam.

^{2/} Con la muestra completa el ROA desciende a 2,2% y la cobertura de intereses a 1 respecto de los gastos financieros anuales.



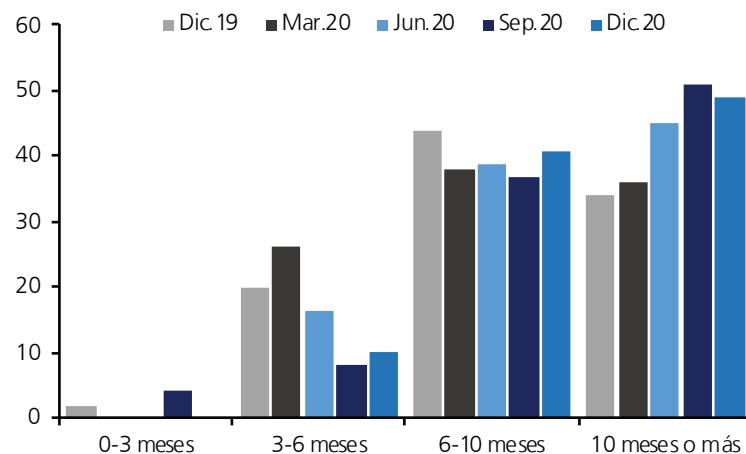
Por su parte, se registra una contención de costos que limita la caída de la cobertura de intereses, pero aún permanece en niveles históricamente bajos, no observados desde la crisis asiática. Así, utilizando información histórica de balances individuales informados a la CMF^{3/}, se aprecia que empresas equivalentes a 43% de los activos del sector corporativo no logran cubrir dos veces sus gastos^{4/}.

Al mismo tiempo, sin embargo, las empresas registran una importante acumulación de liquidez, por mayor acceso a financiamiento en el primer, segundo y tercer trimestre de 2020, mayores ventas, y menores gastos hacia fines de año.

Las empresas de mayor tamaño (que reportan a la CMF) no se financiaron con créditos FOGAPE-Covid. En cambio, dicho grupo aumentó su endeudamiento vía emisión de bonos, seguido de créditos bancarios locales durante el primer semestre del 2020. Esto se tradujo en mayor flujo de caja para enfrentar la crisis, sumado a las medidas de contención de gastos e inversión. Esto se vio reflejado en un mejoramiento de sus indicadores de liquidez. En lo que va de 2021, las empresas CMF evidencian una caída en el uso de créditos bancarios debido al pago y menor uso de este tipo de deuda.

Así, la mejor posición de liquidez desde el IEF anterior, aumentó la proporción de empresas que podrían solventar sus gastos sin contar con ingresos. Esta evolución está asociada a la mayor proporción de efectivo que mantienen las firmas reportantes, así como al mayor flujo de caja impulsado por un mejor resultado operacional en la segunda mitad del 2020. En este contexto, se considera un ejercicio en donde las empresas dejarían de percibir ingresos, y se contabiliza el número de meses durante los cuales ellas podrían solventar sus gastos. Los resultados indican que al cierre del 2020 las empresas en general podrían solventar sus gastos por un mayor número de meses respecto de la situación que mostraban en el IEF anterior con información a junio del 2020 (gráfico II.5). Esta mejora se observa de manera generalizada en los distintos sectores, salvo en empresas puntuales que aún atraviesan dificultades financieras.

**GRAFICO II.5 MESES DE CAJA SIN CONSIDERAR INGRESOS
(porcentaje del total de empresas reportantes)**



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

^{3/} Este ejercicio se realiza con datos históricos para el periodo comprendido entre 1991 y septiembre de 2020.

^{4/} Esta información incluye a firmas de gran tamaño con activos por sobre el billón de pesos, que han reducido utilidades en comparación al año 2019.



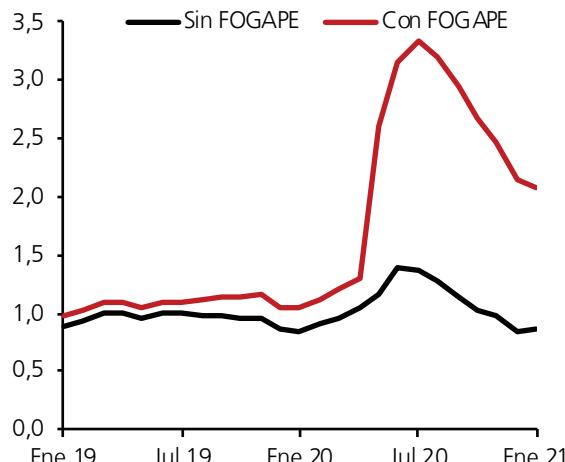
EMPRESAS CON FINANCIAMIENTO BANCARIO LOCAL

Este grupo de firmas ha mantenido contenidos sus niveles de impago y ha moderado su apalancamiento desde mediados del 2020, de la mano de una recuperación de las ventas y medidas de apoyo que continúan operando.

Respecto de las empresas que se financian con la banca local, las de tamaño pequeño y mediano aportaron positivamente al crecimiento de las colocaciones comerciales, aunque con un menor flujo respecto del segundo trimestre del 2020 cuando se entregó gran parte de los créditos FOGAPE-Covid. En general, este grupo de firmas encontró respuesta a sus necesidades de financiamiento en este mecanismo, alcanzando colocaciones por \$14.000 millones de dólares, lo cual lo posiciona como la principal fuente de financiamiento de empresas de menor tamaño (gráfico II.3 y Capítulo III).

La implementación del programa de créditos FOGAPE-Covid, en operación conjunta con la FCIC, ha canalizado un monto significativo de financiamiento. Así, la empresa mediana que se financió mediante este tipo de crédito triplicó su apalancamiento entre enero y junio del año pasado, la recuperación en las ventas vista desde el segundo semestre ha revertido la mitad de este aumento (gráfico II.6). Este grupo de firmas se caracteriza, en general, por mantener un menor número y monto promedio de créditos, además de exhibir un buen historial crediticio, esto último es condición necesaria para acceder al mecanismo. Por su parte, las políticas de apoyo a la liquidez y reprogramaciones permitieron mantener contenido el riesgo de crédito. Es así como el Índice de Cuota Impaga (ICI), calculado para la muestra de créditos entregados entre mayo y diciembre del 2020, ha mostrado estabilidad a nivel agregado. Con un incipiente aumento en el incumplimiento de las empresas que no accedieron a créditos FOGAPE-Covid (gráfico II.7).

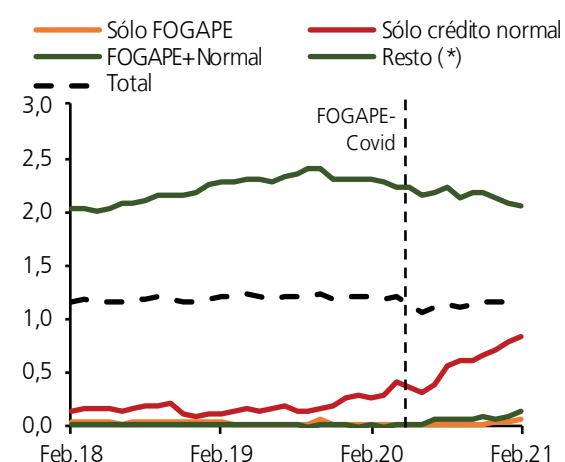
GRAFICO II.6 APALANCAMIENTO MEDIANO (*)
(deuda sobre ventas, veces)



(*) Calculado como la mediana por grupo de las razones a nivel de firma de deuda bancaria sobre promedio móvil trimestral de ventas IVA.

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

GRAFICO II.7 INDICE DE CUOTA IMPAGA (*)
(porcentaje de las colocaciones)



(*) Empresas de cada grupo corresponden al cohorte que tomó un crédito en cuotas entre mayo y diciembre del 2020. Se excluyen empresas sobre UF 1 millón en ventas, excepto en el total.

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

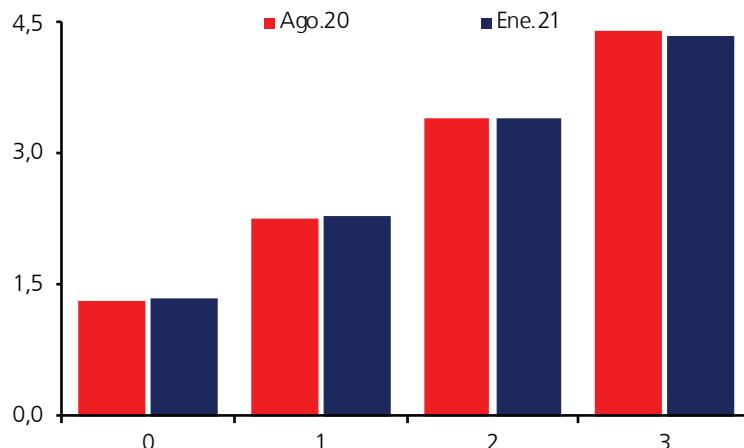


EJERCICIOS DE TENSION PARA EMPRESAS

Las firmas de mayor tamaño relativo, evaluadas individualmente por la banca, utilizaron créditos comerciales tradicionales para sobrellevar la situación de emergencia y han estabilizado su nivel de riesgo de crédito.

El ejercicio de tensión para las empresas en la cartera comercial de evaluación individual, indica que la deuda en riesgo en este segmento es similar a lo reportado en el Informe anterior. En específico, las firmas de menor clasificación crediticia y que no accedieron a las facilidades de crédito, solicitaron financiamiento bancario tradicional para sobrellevar la crisis sanitaria. Esto se vio reflejado en un aumento de nuevos créditos otorgados durante la pandemia a empresas con calificaciones de riesgo menor a A4^{5/}. Así, debido a este cambio de composición, a enero de 2021 se registró una ligera alza de 0,13pp de la deuda comercial individual en riesgo^{6/} de firmas en la cartera comercial evaluada individualmente. En un escenario de tensión, la deuda comercial individual en riesgo llegaría a 3,4% del PIB a enero del 2021, si todas las firmas evaluadas individualmente aumentaran sus probabilidades de impago en una proporción consistente con una rebaja de dos categorías de riesgo de las clasificaciones de agencias externas. Esto equivale a 2pb adicionales respecto de lo visto en el ejercicio del IEF anterior (gráfico II.8).

GRAFICO II.8 DEUDA COMERCIAL INDIVIDUAL EN RIESGO (*)
(porcentaje del PIB por número de rebajas de rating)



(*) Corresponde al valor de las colocaciones comerciales clasificadas en las categorías A1-B4 ponderadas por las probabilidades de impago equivalentes de las distintas clasificaciones de riesgo.

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

Con todo, la favorable evolución de las ventas ha mitigado presiones sobre el impago de las empresas. Sin embargo, se observan algunos bolsones de riesgo en grupos que permanecen deteriorados.

La recuperación de las ventas vista desde mediados del año pasado (Recuadro V.1 del IPoM de marzo del 2021) ha permitido una recuperación de la capacidad de pago de las firmas, disminuyendo la proporción de empresas con una alta carga financiera respecto de sus ingresos. No obstante, prevalecen los riesgos en las más afectadas por la pandemia y que debieron apalancarse en mayor cuantía para hacerle frente.

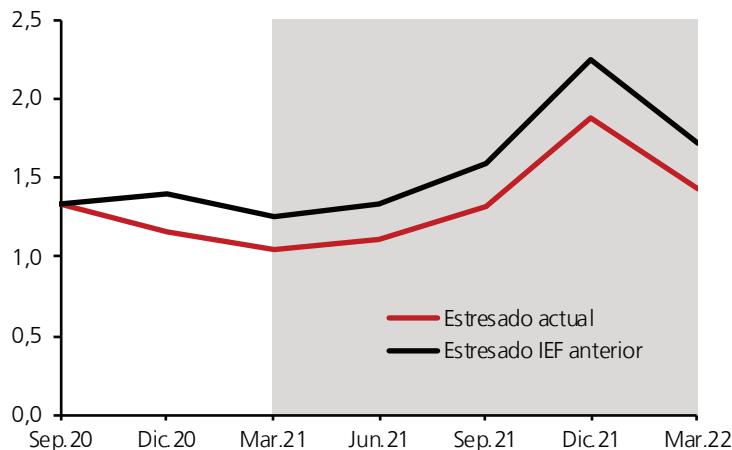
^{5/} En la cartera individual de los bancos, aquellas clasificadas entre las categorías A1 a B4 se encuentran dentro de las empresas con la mejor calificación de riesgo.

^{6/} Esta información incluye a firmas de gran tamaño con activos sobre un billón de pesos, las que han reducido utilidades en comparación al año 2019.



En un ejercicio de tensión basado en microdatos, y que propone como escenario estresado una segunda caída de las ventas de igual magnitud a la experimentada en la primera mitad del 2020, se obtiene un alza importante en la probabilidad de impago hacia fines de este año. Esto se traduciría en un aumento de la deuda comercial en riesgo desde 1 a 2% del PIB entre el primer y último trimestre del presente año. Este resultado tiene menor deuda en riesgo respecto del ejercicio en el IEF anterior, esto se debe al mejor punto de partida producto de la recuperación en las ventas. Los resultados también contienen alta heterogeneidad, donde destaca la mayor vulnerabilidad relativa de las empresas que no accedieron a FOGAPE-Covid y que pertenecen a los sectores más afectados por la pandemia (gráfico II.9 y Recuadro II.1).

**GRAFICO II.9 DEUDA COMERCIAL EN RIESGO (*)
(porcentaje del PIB)**



(*) Corresponde al monto adeudado por cada firma ponderado por su probabilidad individual de entrar en impago dentro del próximo trimestre. Área gris corresponde a una simulación bajo los escenarios estresados.

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

En síntesis, las firmas han mostrado resiliencia ante un shock que se ha convertido en la mayor amenaza a la estabilidad financiera sufrida por la economía chilena en las últimas décadas. La capacidad de adaptación que han mostrado, junto con el amplio despliegue de políticas ha permitido contener los impagos. No obstante, el tránsito por esta crisis ha dejado más endeudadas y vulnerables a empresas en sectores más afectados, lo cual reduce su capacidad de maniobra ante nuevos eventos disruptivos. Hacia adelante, a medida que se afiance la recuperación económica, se espera que las firmas continúen afianzando su posición financiera. Sin embargo, persiste incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia y el ritmo de la actividad económica. Dificultades en la generación de ingresos, en conjunto con las menores holguras de las empresas producto de su mayor apalancamiento y carga financiera, configuran el principal riesgo para el sector. En particular, corresponde monitorear el desempeño de aquellas empresas en segmentos que permanecen debilitados, para evitar que los hasta ahora bolsones de riesgo se conviertan en disrupciones de carácter sistémico.



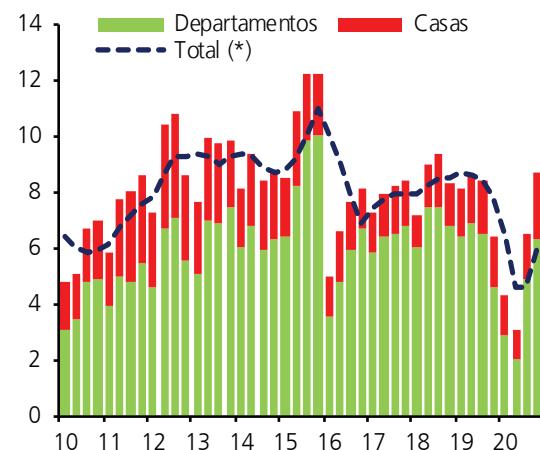
SECTOR INMOBILIARIO

Desde el informe anterior, el sector inmobiliario residencial mostró una recuperación, con una mayor demanda y estabilidad de la oferta.

La demanda por viviendas, después de presentar una contracción entre 2019:IV y 2020:II, presentó una recuperación, la que se ha mantenido en 2021. Así, la venta de viviendas nuevas en RM, luego de crecer 35% en el cuarto trimestre de 2020, se habría expandido en torno a 60% el primer trimestre de este año. Esta recuperación se observó tanto en el segmento de casas como en el de departamentos (gráfico II.10). De esta forma, los niveles observados actualmente se ubican en torno a lo registrado previo a octubre de 2019.

El nivel de la oferta disponible en etapas finales de construcción se mantiene acotado, mitigando necesidades de liquidación de stock por parte de empresas del sector. La oferta total de viviendas nuevas en RM se mantiene por sobre sus promedios históricos, estabilizándose sobre las 50 mil unidades, en tanto, la proporción de viviendas para entrega inmediata permanece baja en perspectiva histórica (gráfico II.11). Adicionalmente, el menor ritmo de construcción, producto de las medidas sanitarias y de la escasez, tanto de materiales de construcción como de mano de obra, sugiere que la oferta se mantendría contenida en los próximos meses.

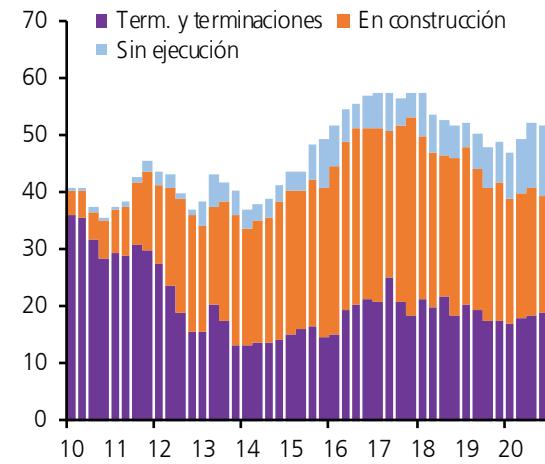
**GRAFICO II.10 VENTA DE VIVIENDAS NUEVAS EN SANTIAGO (*)
(miles de unidades)**



(*) Promedio móvil anual.

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

**GRAFICO II.11 OFERTA DISPONIBLE DE VIVIENDAS NUEVAS EN SANTIAGO
(miles de unidades)**



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

En este contexto, los precios de viviendas han mantenido su tendencia al alza. Al cuarto trimestre del año 2020, la mayoría de las macrozonas del país presentaba tasas de crecimiento superiores a 4% real anual (gráfico II.12). En particular, en la Región Metropolitana (RM) se mantenía una moderación en las tasas de crecimiento. No obstante, datos preliminares de precios listados sugieren una recuperación en los precios de venta de RM en lo más reciente.



El mercado de arriendos presentó una leve recuperación a comienzos de 2021, lo que disminuye la presión sobre los inversionistas minoristas.

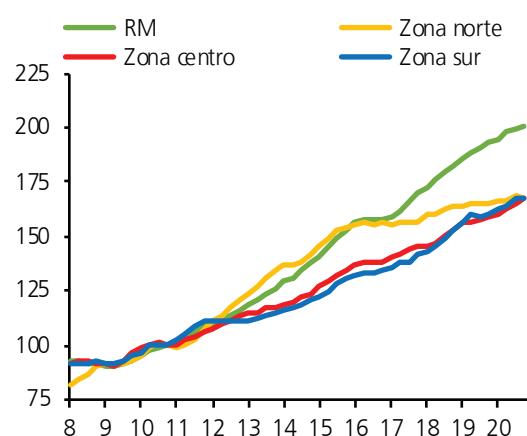
En términos agregados, el mercado de arriendo presenta una leve recuperación, tanto en precios como en holguras^{7/}, respecto de lo reportado en el Informe anterior (gráfico II.13). Los precios de arriendo de casas presentan una reversión al alza, en un contexto de menores tasas de avisaje, lo cual se ha manifestado de forma transversal en las comunas. Esta reversión podría estar impulsada por la búsqueda de mayores espacios producto de la pandemia. Por su parte, el mercado de arriendo de departamentos se ha estabilizado tanto en precios como en holguras, generando una menor presión sobre inversionistas minoristas apalancados. Cabe destacar, que la rentabilidad bruta de la estrategia de comprar para arrendar se ha mantenido por debajo del 5% real anual, principalmente debido a la caída de precios de arriendo observada durante la primera mitad del año 2020. Esta rentabilidad, alcanzó los menores niveles desde el 2012 y la disminución en los últimos años coincide con un periodo de caídas en las tasas de colocación y una reducción generalizada en la rentabilidad de distintas clases de activos.

Es importante señalar que los distintos mitigadores implementados, como el programa de protección al empleo, la flexibilización de la normativa para reprogramar créditos en cuotas, y la postergación de pagos, han contribuido a contener el impago y aliviar presiones sobre aquellos deudores que dependen del arriendo para servir su deuda. No obstante, el término gradual de parte de estas políticas y una lenta recuperación del mercado del arriendo reduciría la capacidad de pago de estos deudores.

Las condiciones de financiamiento continúan favorables, con menores restricciones al otorgamiento de crédito hipotecario y tasas de interés que se acercan a los niveles de septiembre 2019.

Al primer trimestre del 2021, la deuda hipotecaria continuó desacelerando su crecimiento, con una tasa real anual por debajo del 6% (gráfico II.19 y Capítulo III). Esto estaría en línea con el menor volumen de ventas observado en la primera mitad del año 2020 y con el menor nivel de escrituraciones producto de dificultades para hacer entrega de viviendas. Por su parte, las tasas de interés para créditos hipotecarios continúan a la baja, acercándose a los niveles observados a mediados de 2019.

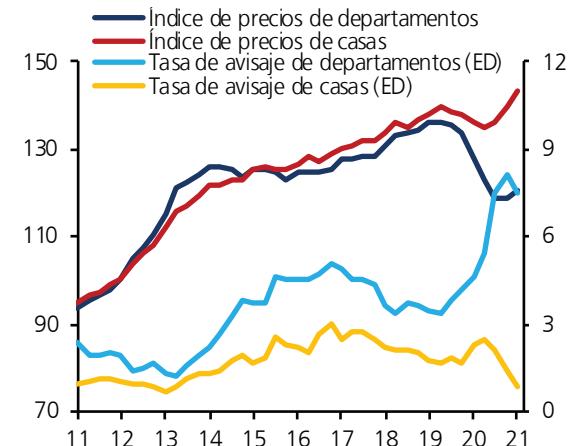
**GRAFICO II.12 PRECIOS DE VIVIENDAS POR MACROZONAS (*)
(índice 2010=100)**



(*) Medias móviles anuales

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRAFICO II.13 PRECIOS DE ARRIENDO Y TASA DE AVISAJE
(índice base 2012:T1=100, porcentaje)**



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Mercado Libre (PortalInmobiliario).

^{7/} Medido por la tasa de avisaje, indicador que cuantifica la disponibilidad de viviendas para arriendo, de acuerdo con el número y la duración de avisos publicados en Mercado Libre.

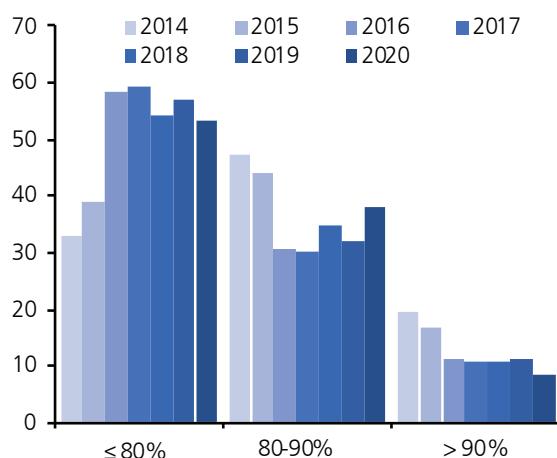


Las condiciones de otorgamiento de crédito continúan favorables. La información al cierre del 2020, indica que se produjo un aumento en la proporción de créditos financiados con LTV (relación deuda a garantía) entre 80 y 90%, en desmedro de aquellos bajo 80% (gráfico II.14 y anexo estadístico). Por su parte, según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de 2021, los bancos reportaron condiciones de otorgamiento de crédito menos restrictivas que para el trimestre anterior, mientras que la demanda por créditos hipotecarios se mantuvo.

La participación de los deudores con más de un crédito hipotecario se ha mantenido en los últimos años, ubicándose cercana a 30% del stock de deuda hipotecaria bancaria al primer trimestre de 2021 (gráfico II.15). De similar manera, los deudores con más de una vivienda en la misma región, ambas financiadas con crédito, continuaban representando cerca del 20% del stock total de deuda hipotecaria a fines de 2020.

Las empresas inmobiliarias que reportan a la CMF presentaron mayor flujo de caja y una leve disminución de los desistimientos durante el cuarto trimestre de 2020. Por su parte, empresas inmobiliarias y constructoras que no reportan a la CMF, y que en su mayoría se financian con banca local, presentaron menores niveles de impago que lo reportado en el Informe anterior. Esto se ha dado en un contexto de diversos programas de ayuda a empresas, como la Ley de Protección del Empleo y los créditos FOGAPE.

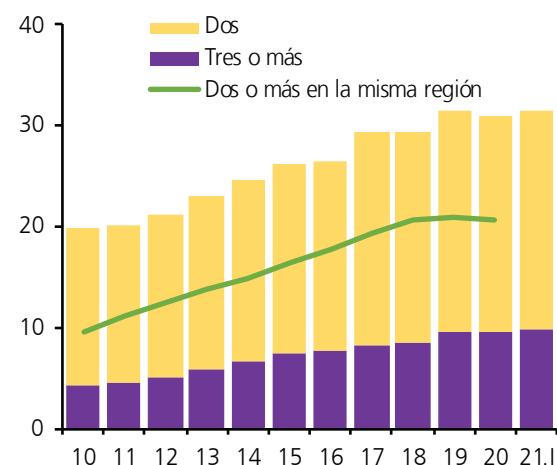
GRAFICO II.14 RAZON DEUDA A GARANTIA (*)
(porcentaje de las escrituraciones)



(*) Datos a diciembre de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

GRAFICO II.15 DEUDA SEGUN NUMERO DE CREDITOS Y TRANSACCIONES HIPOTECARIAS POR DEUDOR (*)
(porcentaje del total)



(*) Barras corresponden a información de número de créditos hipotecarios bancarios ponderados por deuda (CMF). Líneas corresponden a información de número de transacciones hipotecarias en la misma región ponderados por deuda (SII).

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

Por su parte, el sector no residencial ha reflejado con rezago los efectos de la emergencia sanitaria. Hacia adelante, es necesario monitorear su adaptación a cambios que serían más estructurales.

El sector inmobiliario no residencial está compuesto por diversos segmentos, la pandemia los ha afectado de distinta forma, así, mientras la demanda por oficinas se ha reducido, aquella por bodegas se ha intensificado (gráfico II.16). Estos efectos se comenzaron a reflejar a fines de 2020 y se seguirán reflejando en los trimestres venideros, dado el rezago asociado a la duración de los contratos de arriendo. Por su parte, tanto la magnitud del deterioro, como la posterior recuperación, dependerán de los cambios estructurales que se adopten una vez superada la emergencia sanitaria. Entre los posibles cambios se encuentran el mayor uso de teletrabajo, así como la masividad en el uso de compras en línea y data centers.



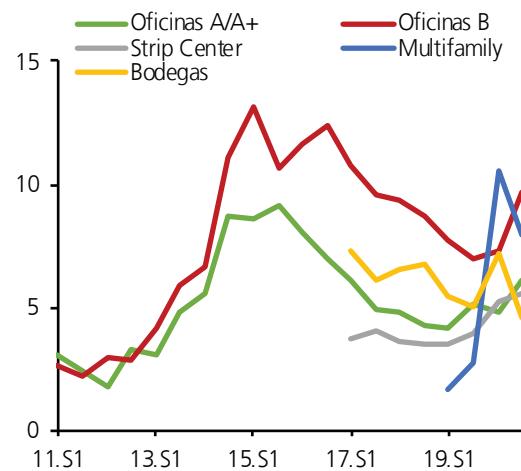
En el mercado de oficinas, el bajo nivel de vacancia previo a la pandemia, dada la reducida entrada de nuevos proyectos en los últimos años, ha mitigado los efectos de la menor demanda sobre los precios. Así, mientras las tasas de vacancia aumentaron en todos los segmentos a fines de 2020, los precios se mantuvieron estables para la clase B y presentaron una leve disminución en clase A/A+. Estas mayores holguras se explican, principalmente, por la liberación de metros cuadrados, lo que se puede atribuir a factores que van desde un aumento en el trabajo a distancia, hasta la reducción de equipos de trabajo o al cierre de empresas. Este ajuste en el mercado de oficinas podría continuar durante el presente año, en la medida que las empresas continúen adaptándose a sistemas mixtos de trabajo y renueven sus contratos de arriendo.

Los principales riesgos para el sector inmobiliario residencial se asocian a una prolongación del deterioro del mercado laboral.

El sector inmobiliario residencial ha retomado dinamismo desde el Informe anterior, alcanzando los niveles de ventas observados previo al estallido social. No obstante, la evolución del mercado laboral y el término paulatino de la postergación del pago de créditos hipotecarios podrían ejercer presiones adicionales sobre este mercado. Esta reciente mejora, en particular en el mercado de arriendos, disminuye la presión sobre los inversionistas minoristas apalancados, quienes además se han beneficiado de la postergación y reprogramación de pagos hipotecarios (gráfico II.17). Sin embargo, éstos continúan siendo una fuente de vulnerabilidad, debido a que un nuevo deterioro del mercado del trabajo pudiera afectar no sólo a quienes pierden su fuente laboral de forma directa, sino también, a aquellos que dependen del pago de arriendo para hacer frente a sus obligaciones financieras hipotecarias.

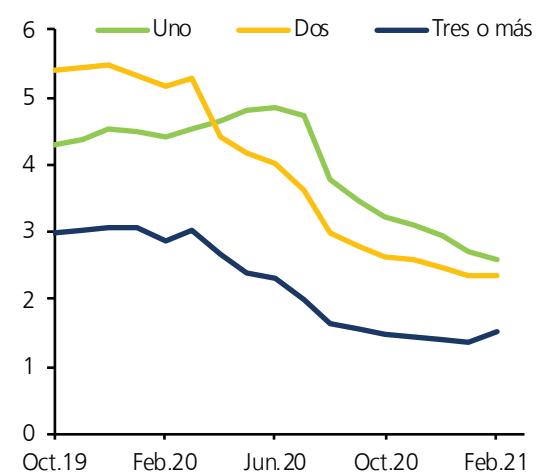
Por su parte, el sector inmobiliario no residencial ha comenzado a reflejar los efectos de la pandemia y se espera que se continúe ajustando al menos durante el presente año. Si bien, cambios estructurales podrían afectar de forma más profunda a este sector, la posición cíclica del mercado previo a la pandemia, con bajas vacancias y pocos proyectos en construcción, podría mitigar el efecto sobre los precios de una menor demanda por oficinas. No obstante, la baja liquidez de este mercado podría representar una vulnerabilidad para aquellos agentes que se encuentran expuestos a esta clase de activos.

GRAFICO II.16 TASA DE VACANCIA EN MERCADO INMOBILIARIO (porcentaje del total)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CBRE y GPS.

GRAFICO II.17 IMPAGO HIPOTECARIO SEGUN NUMERO DE CREDITOS (porcentaje de deudores por categoría)



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



HOGARES

Desde el IEF anterior los hogares han mostrado una mejora en liquidez y suficiencia de ingresos, producto de los retiros de ahorros previsionales y la mayor cobertura de los programas de apoyo, aunque con un deterioro de su posición financiera.

Las restricciones a la movilidad implementadas debido a la pandemia del Covid-19 han limitado la capacidad de los hogares para generar ingresos y debilitado el mercado laboral. Esto ha llevado a un ajuste de sus hojas de balance para amortiguar el shock, principalmente mediante postergación de pasivos y liquidación de activos de largo plazo. Estos elementos han conllevado una menor demanda de crédito por mayor liquidez y menor consumo por motivo precautorio, mientras la posición cíclica de la economía y la incertidumbre sobre la velocidad de recuperación han ajustado la oferta. Así, la deuda de los hogares ha profundizado el menor dinamismo que mostraba en el Informe previo, cayendo 2,3% real anual en el primer trimestre de 2021. Esto ha llevado a una estabilización del endeudamiento en torno a 50% del PIB en el último año (tabla II.1).

TABLA II.1 DEUDA DE LOS HOGARES
(variación real anual, porcentaje del PIB)

	2010 IV	2011 IV	2012 IV	2013 IV	2014 IV	2015 IV	2016 IV	2017 IV	2018 IV	2019 IV	2020 IV	2021 I(*)	Cont. al crec.	Part.
Crecimiento real anual														
Hipotecaria	6,8	7,3	7,6	8,9	9,9	9,6	6,7	8,1	6,5	8,1	5,0	4,9	2,9	62,6
Bancaria	9,1	8,2	8,3	9,1	10,5	10,6	6,6	8,3	6,4	8,3	5,3	5,2	2,8	57,3
No bancaria	-7,2	0,9	2,5	6,9	4,7	1,1	7,9	6,4	7,8	5,7	1,9	1,8	0,1	5,3
No Hipotecaria (*)	8,7	10,7	6,9	8,4	3,5	5,7	6,8	6,9	7,3	4,5	-11,3	-12,5	-4,7	37,4
Total	7,6	8,8	7,3	8,7	7,1	7,9	6,7	7,6	6,8	6,6	-0,9	-2,3	-1,8	100
En relación al PIB														
Hipotecaria	20	20	21	22	24	25	26	27	28	30	32	32		
No Hipotecaria (*)	16	16	17	18	18	18	19	19	20	21	19	19		
Total	36	37	38	40	42	43	45	46	48	50	51	50		

(*) Incluye deuda de consumo bancaria, en casas comerciales, cajas de compensación y asignación familiar, cooperativas de ahorro y crédito, deuda universitaria (CAE en bancos y Fisco, con recursos propios de bancos y CORFO), compañías de leasing y seguro, automotoras, y gobierno central (FONASA y otros). A partir del 2015.II los datos de Censosud son estimados usando estados financieros de Scotiabank. Datos preliminares para el 2021.I.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF, DIPRES y SUSESOS.

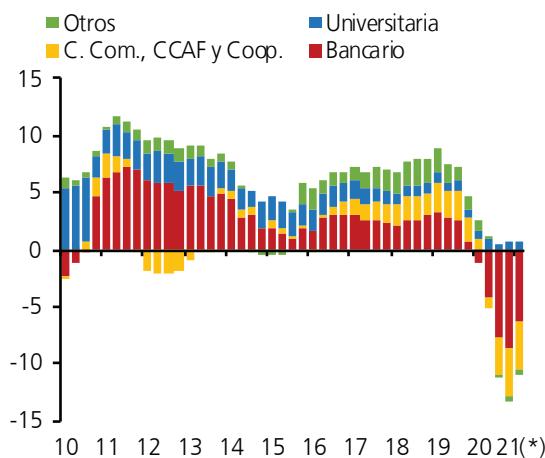
Tanto el componente hipotecario como no hipotecario de la deuda se han desacelerado con respecto al IEF anterior, siendo el segundo el que presentó la mayor contracción.

En línea con una menor demanda por crédito, la deuda no hipotecaria tuvo una disminución superior a 12% real anual al cierre del primer trimestre. Destacaron las caídas en la deuda no hipotecaria bancaria y en las obligaciones con casas comerciales, cajas de compensación y cooperativas de ahorro y crédito (gráfico II.18). Pese al deterioro de la posición financiera de las personas, producto de la pérdida de empleos, no se han materializado aumentos de impago (Capítulo III). Esto se relaciona con las postergaciones voluntarias de créditos, los retiros de fondos previsionales y otras políticas de apoyo a los ingresos y el empleo.



Por su parte, la deuda hipotecaria bancaria ha seguido mostrando expansiones positivas, aunque con un menor ritmo respecto del periodo previo a la pandemia, esta evolución ha estado influida mayormente por menores aumentos en el monto promedio de los créditos (gráfico II.19), lo cual es coherente con el menor crecimiento de los precios de vivienda durante el año pasado y menor LTV en la originación (gráfico II.14). Además, la menor contribución por número de deudores hipotecarios se relaciona con las mayores restricciones a este tipo de crédito desde los oferentes y la menor disposición por parte de las personas a contraer obligaciones de largo plazo en la actual posición cíclica de la economía y la incertidumbre remanente producto de la pandemia (gráfico I.8). No obstante, en el margen se ha visto un incipiente repunte de este flujo de crédito (Capítulo III).

GRAFICO II.18 DEUDA NO HIPOTECARIA (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) Otros incluye compañías de leasing y seguros, automotoras y gobierno central (FONASA y otros). Para mayor detalle ver set de gráficos.

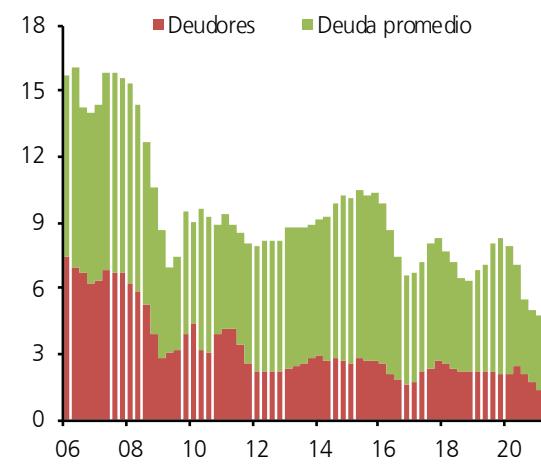
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF, SUSESO y SP.

Durante la pandemia entre 50 y 60% de los hogares han visto reducidos sus ingresos, con mayor magnitud en los primeros quintiles.

El inusitado tamaño del shock ha llevado a un amplio despliegue de políticas de apoyo en tres frentes; utilización de ahorros, postergación de pagos, y subsidios o transferencias directas. La diversidad de medidas responde, entre otros factores, a que la alta heterogeneidad del ajuste de ingresos. De acuerdo a la VII Encuesta de Protección Social, en el tercer trimestre de 2020 un 54% de los hogares declaraba tener menos ingresos que antes de la pandemia. En tanto, según el Ministerio de Desarrollo Social (MDS), con información al cuarto trimestre, más de un 55% de los hogares en los primeros dos quintiles vieron reducido su ingreso respecto del periodo previo a la pandemia, dicho número se reduce a 37% en el quintil más alto. Así, desde el inicio de la emergencia sanitaria se han agregado programas de apoyo y otros se han extendido, de acuerdo con el MDS, al cierre de 2020 más de la mitad de los hogares en Chile se encontraba recibiendo algún tipo de beneficio y un 31% declaraba no tener suficiente ingreso para cubrir sus gastos. La insuficiencia de ingresos sube hasta 48% de las familias en el primer quintil y llega a 16% en el de mayor ingreso. Con todo, la evolución muestra una mejora respecto del 49% de insuficiencia medido en julio del año pasado, pero aun por sobre el 17% previo a la pandemia (gráfico II.20 e IPoM de marzo de 2021).

Esta dinámica coincide con las señales de recuperación del mercado del trabajo, el que desde agosto de 2020 ha recuperado más de la mitad de los 1,8 millones de empleos destruidos en comparación con julio de 2019. La fuerza laboral se redujo en el mismo lapso en algo más que 700 mil personas. Esto plantea desafíos hacia adelante en la etapa de recuperación, toda vez que las holguras se han reducido y por tanto es menor el espacio para enfrentar nuevos shocks o una reactivación más lenta que lo esperado.

GRAFICO II.19 DEUDA HIPOTECARIA BANCARIA
(variación real anual, porcentaje)



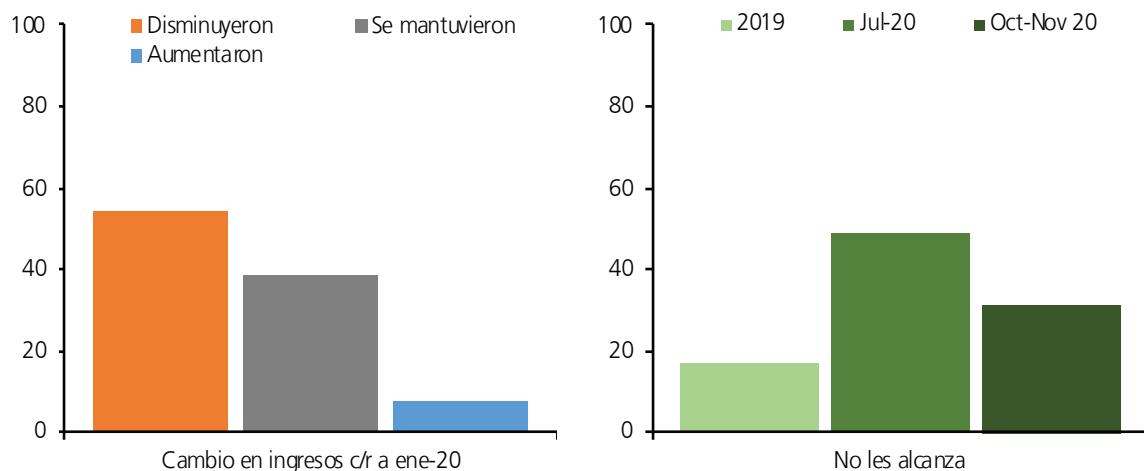
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



El escenario enfrentado durante la crisis elevó los indicadores habituales de apalancamiento y servicio de deuda sobre ingreso de los hogares, principalmente por la caída de este último. En particular, para deudores bancarios asalariados, la mayor deuda sobre ingresos se debió a la reducción de los segundos y el efecto de menor amortización de obligaciones entre quienes han reprogramado. Así, para el deudor bancario mediano esta razón aumentó desde 5,5 a 6 veces el ingreso entre enero y junio del año pasado, revirtiendo dicho aumento desde el IEF anterior para ubicarse en lo más reciente algo por debajo del nivel previo a la pandemia.

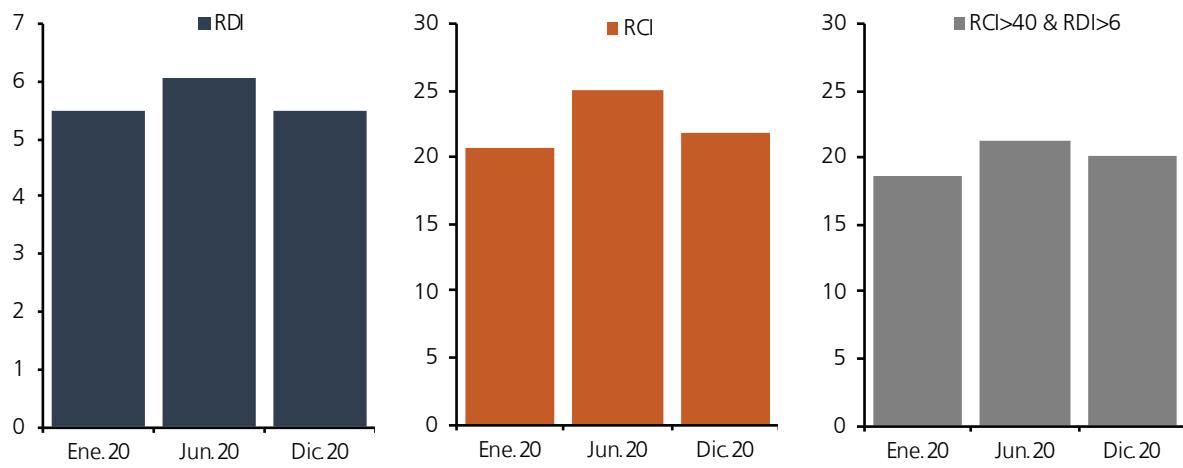
En tanto, la postergación de cuotas contuvo el aumento del servicio de deuda durante abril y mayo, meses en que los deudores fueron más activos diferiendo pagos. Para luego continuar aumentando en tandem con menores ingresos, alcanzando un máximo de 25% del ingreso mensual hacia mediados de 2020. Desde junio esta tendencia se revirtió, a medida que la economía comenzó a recuperar los empleos destruidos. Llevando este indicador a cerca de 20% al cierre del 2020. De manera similar, se revirtió el aumento del porcentaje de deudores bancarios con alta carga financiera y apalancamiento, combinación que implica mayor riesgo relativo de impago futuro (gráfico II.21).

GRAFICO II.20 CAMBIO EN INGRESOS Y SUFICIENCIA PARA CUBRIR GASTOS
(antes y durante la pandemia, porcentaje)



Fuentes: VII Encuesta de Protección Social y Encuesta Social Covid del Ministerio de Desarrollo Social.

GRAFICO II.21 INDICADORES PARA DEUDORES BANCARIOS ASALARIADOS
(RDI es veces el ingreso mensual; RCI es porcentaje del ingreso mensual;
combinación es porcentaje de deudores)



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



Los diversos programas de apoyo implementados han sido ampliamente utilizados por los hogares y son instrumentales en amortiguar el shock negativo y contener potenciales episodios de impago (gráfico II.22).

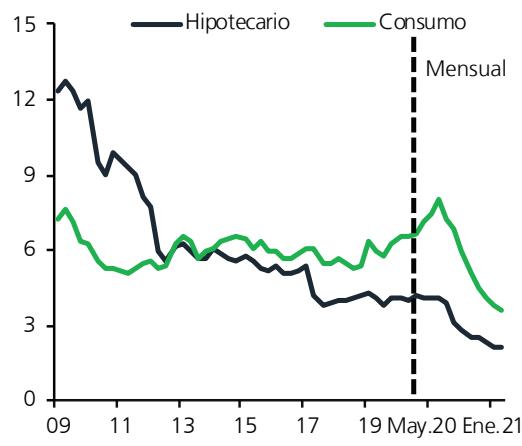
Además de limitar la ocurrencia de impago, las políticas han disminuido la tasa de incumplimiento a mínimos históricos. Desde abril del año pasado, cuando se iniciaron las reprogramaciones bancarias, se comenzó a verificar una tendencia decreciente entre deudores hipotecarios con más de un crédito (gráfico II.17), la cual fue reforzada por el aumento de liquidez proveniente de los retiros de ahorros previsionales. Así, el accionar conjunto de las políticas de apoyo llevaron la tasa de impago de consumo desde 6,6 a 3,6% de los deudores entre enero del 2020 y el mismo mes de este año.

En la cartera hipotecaria, de similar manera, la tasa de deudores morosos pasó desde 4 a 2% en el mismo lapso. El actual nivel de impago contrasta con lo visto durante la Crisis Financiera Global, episodio en el cual más de 12% de los deudores hipotecarios se encontraba en mora.

Estos movimientos en impago han sido transversales entre mujeres y hombres bancarizados. De manera similar a lo reportado en otras jurisdicciones, históricamente las mujeres han mostrado menor ocurrencia de impago bancario en Chile, tanto en deudas de consumo como hipotecarias (Goodman et al., 2016). En promedio, las primeras han mostrado una ocurrencia de impago 1pp menor en ambas carteras en la última década. Durante la pandemia, la brecha de impago entre géneros se ha estrechado por una mayor reducción del incumplimiento entre hombres (gráfico II.23). Por otra parte, la participación por número de deudores en créditos de consumo es balanceada entre géneros, mientras en deuda hipotecaria por cada tres hombres hay dos mujeres deudoras en promedio.

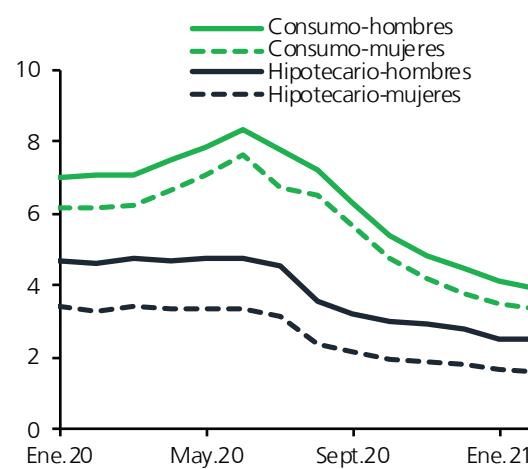
Respecto de las reprogramaciones vistas mayormente durante la primera mitad del año pasado, cabe destacar que parte de los retrocesos en la morosidad registrados tras reprogramar pudiesen revertirse en los próximos meses. Es así como, en casos anteriores de reprogramaciones de créditos se ha verificado un rebote de los impagos habiendo transcurrido entre un año y un año y medio desde la operación. Esto se produce por la acumulación de cuotas postergadas cuyo pago se activa e ingresos que no crecen a la misma velocidad (Bergant y Kockerols, 2020 y Córdova y Toledo, 2020).

GRAFICO II.22 TASA DE INCUMPLIMIENTO BANCARIO POR CARTERA (porcentaje de los deudores)



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

GRAFICO II.23 TASA DE INCUMPLIMIENTO BANCARIO POR GRUPOS (porcentaje de los deudores)



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



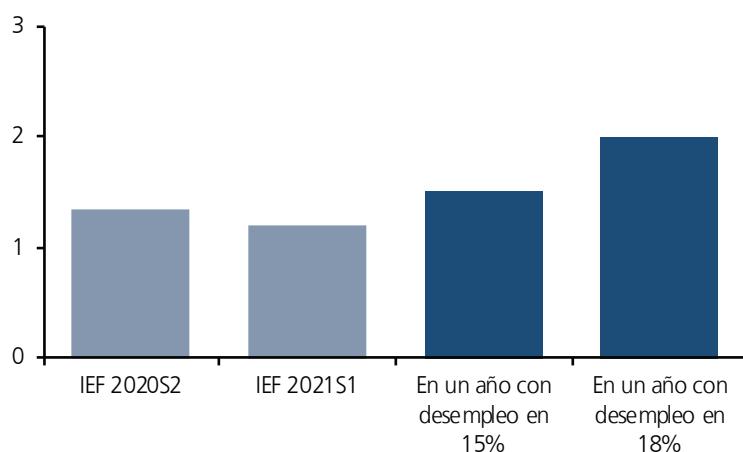
EJERCICIO DE TENSION PARA HOGARES

Con el fin de evaluar la estabilidad de la situación financiera de los hogares se plantean dos escenarios de tensión^{8/}. En el primero, la tasa de desempleo nacional aumenta en un año hasta 15%. En el segundo escenario, la tasa de desempleo se eleva hasta 18% en un año. En ambos ejercicios la destrucción de empleos se concentra en los sectores de construcción, comercio y otros servicios. Estos escenarios no corresponden a proyecciones del rumbo futuro del mercado laboral, sino que permiten ilustrar la relevancia del canal de la pérdida de ingreso en las finanzas de los hogares y en los efectos para la banca. Se consideran ingresos laborales y también las transferencias provenientes de los programas de apoyo. El ejercicio reproduce, a partir del segundo trimestre del 2021, una evolución del mercado laboral que repetiría el patrón visto durante la crisis asiática, desde el primer trimestre de 1998.

A las medidas de apoyo consideradas en el IEF anterior se suman las extensiones de la Ley de Protección del Empleo (LPE) y del Ingreso Familiar de Emergencia, y el segundo retiro de fondos previsionales. Bajo el escenario de menor creación neta de empleo, los mitigadores vinculados a la LPE, retiro de fondos previsionales, y a las transferencias directas tienen mayor impacto relativo.

Los resultados muestran que, desde el IEF anterior, se produjo una leve disminución de la deuda bancaria en riesgo mantenida por los hogares, pasando desde 1,3 a 1,2% del PIB (gráfico II.24). La implementación de nuevos mitigadores desde entonces y la creación de empleo hace que los escenarios de tensión entreguen resultados con menor deuda en riesgo que lo visto en el Informe previo.

GRAFICO II.24 DEUDA BANCARIA EN RIESGO DE LOS HOGARES
(porcentaje del PIB 2019)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF, SP y SUSESOS.

Bajo el escenario de mayor desempleo —de 18%— se produciría un aumento sustancial de la proporción de individuos vulnerables (carga financiera superior a 40% de su ingreso). Esto se traduciría en mayor impago bancario, el cual medido como deuda en riesgo pasaría desde 1 a 2% del PIB en el transcurso de un año, ubicándose en nivel similar a lo visto durante la Crisis Financiera Global. En tanto, con una menor tasa de desempleo —de 15%—, los efectos en riesgo de crédito serían sustancialmente menores. En específico, la deuda en riesgo llegaría a 1,5% del PIB, medio punto porcentual debajo del escenario con más desempleo. La menor pérdida de empleo tiene mayor efectividad reduciendo el riesgo de crédito de la cartera hipotecaria, mientras la deuda de consumo en riesgo es la que más aumenta proporcionalmente.

^{8/} El modelo subyacente contempla dos etapas. En la primera, se relaciona la probabilidad de destrucción de empleo individual con características del trabajador y de su empleo. En la segunda etapa se relaciona el impago de la deuda correspondiente con la probabilidad de pérdida del empleo, ingreso y otros controles. Para mayor detalle ver Córdova y Valencia, (2020).



En resumen, los hogares —al igual que el resto de la economía— siguen enfrentados a un entorno macrofinanciero incierto producto de la pandemia, el cual ha mostrado ciertas señales de mejoría desde el Informe anterior. Ante la inusitada magnitud y persistencia de la pérdida de ingresos, los hogares han debido ajustar sus hojas de balance, transformando activos de largo plazo en liquidez y reprogramando pasivos. La amplia reacción de política implementada de manera transversal ha mantenido contenido al impago. Sin embargo, medidas de mitigación como las reprogramaciones incuban vulnerabilidades hacia adelante, mientras que los retiros de ahorros previsionales los dejan con una situación patrimonial debilitada en el largo plazo.

En el actual escenario, el principal riesgo para el sector lo constituye una prolongación de la emergencia sanitaria y el consiguiente retraso en la recuperación económica y del mercado del trabajo.

En el transcurso de esta crisis se han reducido las holguras tanto de los hogares como de quienes implementan las políticas de apoyo, considerando que los riesgos subyacentes no han desaparecido, las vulnerabilidades de estos agentes podrían materializarse en un escenario adverso respecto de la evolución de la pandemia.

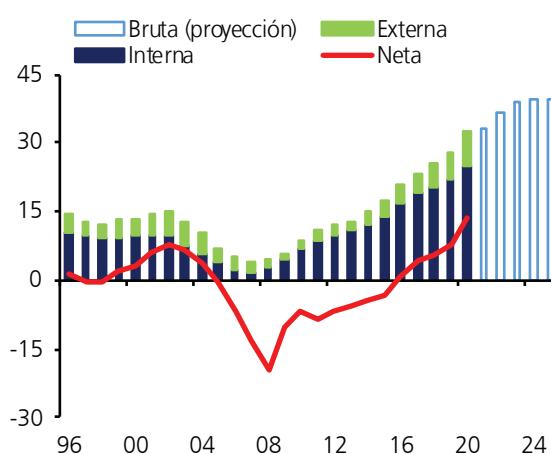
GOBIERNO CENTRAL

El manejo de la pandemia ha provocado un aumento del endeudamiento soberano a un ritmo relevante, lo que requerirá recomponer holguras para poder enfrentar futuros eventos de disrupción.

Las medidas de apoyo, para enfrentar la emergencia sanitaria, han requerido un esfuerzo fiscal que ha provocado un aumento significativo del endeudamiento soberano. Al cierre del año 2020 la deuda soberana bruta alcanzó 32,5% del PIB, un incremento de 5pp respecto del año anterior. Este aumento se explica tanto por su componente interno (+3pp) como externo (+2pp) (gráfico II.25). Por su parte, la deuda neta alcanzó 13,4% del PIB, un aumento de 5.5pp por sobre el año 2019. De acuerdo con información de la Dirección de Presupuestos, esta tendencia al alza de la deuda bruta se mantendría en los próximos años, alcanzando niveles cercanos a 40% del PIB para el año 2025.

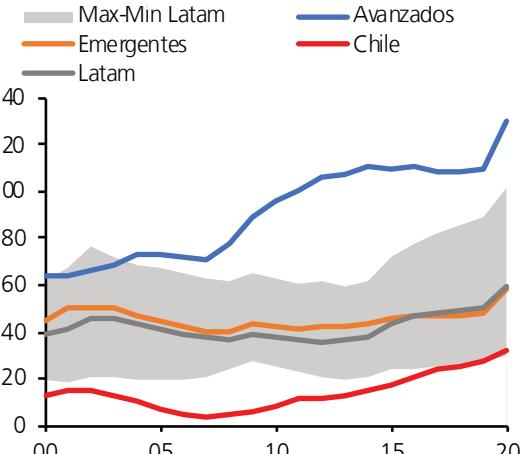
A nivel internacional la aplicación de diversos paquetes de ayuda fiscal, en apoyo a las consecuencias de la crisis sanitaria en hogares y empresas, implicó un aumento transversal de la deuda soberana durante 2020 (gráfico II.26). Este mayor endeudamiento soberano representa una vulnerabilidad principalmente para aquellas economías que ya se encontraban en posición fiscal deteriorada previo a la pandemia (Capítulo I).

GRAFICO II.25 DEUDA DEL GOBIERNO CENTRAL
(porcentaje del PIB)



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

GRAFICO II.26 DEUDA SOBERANA
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la DIPRES e IIF.



El nivel de la deuda soberana local no representa una vulnerabilidad en el corto plazo. Sin embargo, el acelerado ritmo de expansión de los últimos años, requiere de una convergencia hacia niveles sostenibles.

En este sentido, el establecimiento de un ancla fiscal, en la línea de las recomendaciones del Informe del Consejo Fiscal Autónomo (CFA, abril 2021), permitiría reducir la incertidumbre frente a eventos como los enfrentados en el último año. Dicha ancla debiera considerar los pasivos contingentes en un sentido amplio y bajo escenarios más estresados. De esta forma, frente a eventos disruptivos, la institucionalidad debería ser capaz de mitigar los efectos sobre la percepción de riesgo de los inversionistas y, con ello, el potencial impacto sobre las condiciones de financiamiento local.



RECUADRO II.1:

Evolución de la FCIC y calibración de su tercera etapa

Políticas de crédito en el contexto del Covid

A nivel global, la pandemia asociada al Covid-19 ha llevado a la implementación de medidas de confinamiento que dificultan la generación de ingresos a firmas y hogares. Ante la inusitada magnitud y profundidad del shock económico, distintas instituciones en diversas jurisdicciones han implementado políticas para favorecer la continuidad del crédito y así mitigar la pérdida de liquidez e ingresos.

En general, la incertidumbre acerca de la magnitud y extensión de períodos de crisis hace más probable la ocurrencia de escasez o racionamiento de crédito. Ello, ante una evaluación crediticia que se hace más compleja por la dificultad de evaluar la viabilidad de las firmas durante la turbulencia (Stiglitz y Weiss, 1981). Una reducción abrupta del crédito exacerbía la magnitud del shock inicial, dado que provocaría que firmas solventes, con problemas de liquidez, caigan en impago o reorganización.

Así, una respuesta de política que emerge en este contexto es la distribución de riesgos, entre la banca y el Estado, a través de la implementación de programas de garantía estatal que cubren por ejemplo los créditos comerciales. Tal mecanismo permite que se mantenga el proceso de evaluación crediticia, al tiempo que evita una reducción abrupta del flujo de colocaciones y mitiga el impacto del shock real. Como complemento a lo anterior se suman líneas especiales de liquidez provistas por autoridades monetarias a la banca, que aseguran un financiamiento a tasas bajas por un largo período de tiempo y que permiten cubrir altas necesidades de financiamiento por un tiempo breve (Baudino, 2020).

Implementación de la FCIC

Tal como ocurre en otras economías durante la pandemia, en Chile se han implementado diversas facilidades para apoyar el flujo de crédito. Estas medidas han sido coordinadas entre el Ministerio de Hacienda, la CMF y el BCCh (García, 2021; Capítulos I y V). En el caso particular del BCCh, en marzo de 2020 se implementó la FCIC, que se coordina con el crédito FOGAPE, en sus fases Covid y Reactiva^{1/}.

A diferencia de la medida implementada durante la Crisis Financiera Global (CFG) —facilidad de liquidez a plazo (FLAP)— la FCIC fue concebida como una facilidad que condiciona el acceso de la banca al volumen de crédito que esta otorgue, tanto para acceder al programa, como para determinar los montos autorizados a ser girados. Así, la FCIC (i) tiene un plazo de cuatro años, por el cual se fija una tasa equivalente a la mínima TPM del período^{2/}; (ii) requiere de la entrega de colaterales en una operación similar a un REPO, pero incluye colocaciones comerciales extendiendo su tamaño y tipo de colateral, dada la magnitud de su uso; y (iii) contiene reglas de acceso y los montos autorizados a cada banco por parte del BCCh en función de cuánto crédito otorgaron.

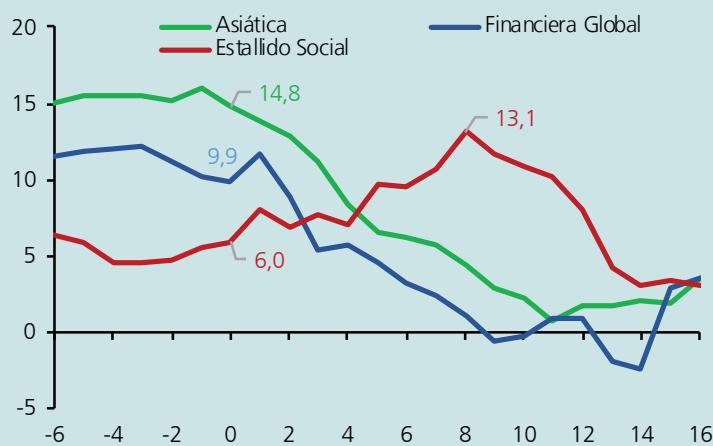
^{1/} El programa especial de créditos FOGAPE considera una capitalización del fondo de garantías junto con definiciones sobre la tasa de interés y deducibles a considerar en cada etapa. Estas se orientan a financiar créditos a mayores plazos que las colocaciones comerciales tradicionales de la banca (Presentación Comisión Hacienda del H. Senado, 6 de enero del 2021, Solange Berstein).

^{2/} Corresponde al mínimo técnico de 0,5% nominal.



Los elementos distintivos de la FCIC y su combinación con el programa FOGAPE han contribuido a un crecimiento contra-cíclico de las colocaciones comerciales. Por una parte, la evidencia sugiere que aquellos bancos que accedieron a la FLAP aumentaron sus colocaciones de corto plazo durante la CFG (Céspedes et al. 2013). No obstante, el comportamiento agregado de las colocaciones fue pro-cíclico, a diferencia de lo ocurrido con la FCIC y el actual despliegue de política (gráfico II.27 e IPoM de diciembre de 2020).

GRAFICO II.27 COMPARACION DE LA CARTERA COMERCIAL (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) El periodo 0 corresponde a jul.98 para la Crisis asiática, sep.09 para la Crisis Financiera Global y oct.19 para el Estallido Social.

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

En su primera fase, iniciada el 30 de marzo del 2020, la FCIC tuvo como objetivo mantener la liquidez y el crédito hacia las firmas y personas^{3/}. Esta medida, que puso a disposición US\$24 mil millones, tuvo una amplia demanda por parte de los bancos, llegando a entregar recursos equivalentes a 10% del PIB. Así, durante el primer mes, el crédito comercial llegó a crecer más de dos dígitos, enfocado en grandes empresas, que acumularon liquidez mediante este mecanismo. Luego, en paralelo al comienzo del programa especial de crédito FOGAPE-Covid, a partir de mayo se ampliaron los colaterales admisibles en la FCIC, incorporando la cartera de colocaciones comerciales de evaluación individual de mejor calidad (categorías A1 a A4), con el fin de fomentar el acceso a la facilidad.

La segunda fase de la FCIC se implementó a partir del 9 de julio del año pasado con el objetivo de impulsar el stock de crédito y hacer ajustes para vincularlo más directamente al flujo de créditos FOGAPE-Covid. A ello se sumó una regla adicional que solo permitía acceder a la facilidad si se cumplía un determinado crecimiento del saldo de colocaciones de cada institución bancaria —denominado stock sombra— y que se calculaba como función del saldo prestado por cada oferente elegible a mayo del 2020. Para esta etapa se dispuso un monto de US\$16 mil millones. Se registró un uso por debajo del total disponible, alcanzando 33% hasta febrero del 2021, de la mano de una desaceleración reciente del crédito por una disminución de la demanda (Capítulo III).

^{3/} La primera etapa consideró un monto base de 3% del saldo de colocaciones comerciales, más las de consumo. Además, los montos variables asignados dependen del incremento anual del saldo de la cartera comercial y de consumo, aparte del énfasis especial en colocaciones a empresas de menor tamaño. En tanto, en la segunda etapa se consideró el flujo de crédito a oferentes de crédito no bancario, los que a su vez son una fuente relevante de crédito a los hogares.



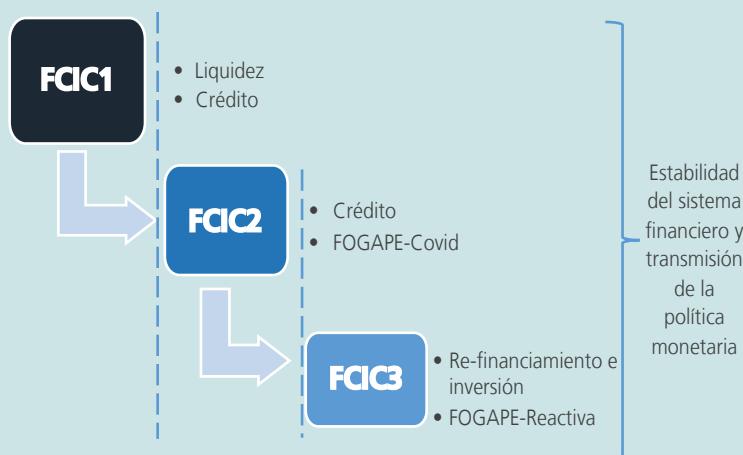
En enero de este año se anunció la tercera fase de la FCIC, la cual comenzó a operar en marzo. Esta fase tiene como foco facilitar el refinaciamiento de créditos que se encuentren al día, y también de aquellos que ya habían sido garantizados por programas como FOGAPE-Covid. Además, amplía los colaterales admisibles a créditos de una menor clasificación (categorías A5 y A6) con garantía estatal (Capítulos II y III). A continuación, se abordan algunos de los elementos considerados en el diseño de esta tercera fase (figura II.1).

FCIC 3 y necesidades de refinaciamiento de las empresas

A diferencia del inicio de la pandemia, la situación reciente da cuenta de nuevas necesidades de refinaciamiento, que se suman a las de capital de trabajo, predominantes en el inicio de la emergencia sanitaria. Así, el requerimiento en esta etapa de recuperación es que empresas solventes puedan reordenar sus balances para poder retomar sus actividades de producción e inversión.

Así, en el diseño de la tercera fase de la facilidad fue necesario calibrar su tamaño respecto de la nueva combinación de necesidades a cubrir. Para abordar esta dimensión, se realizó un ejercicio de tensión con el objetivo de explotar la heterogeneidad de las empresas que eventualmente serían usuarias de este crédito. Esto consistió en relacionar las ventas, carga financiera y otras características individuales de las empresas, con su probabilidad de impago en un panel de firmas que se financian con la banca en Chile. De este modo, se obtiene la carga financiera en exceso que es necesario refinanciar para evitar el impago de firmas sostenibles^{4/}.

FIGURA II.1 EVOLUCION DE LA FCIC



Fuente: Banco Central de Chile.

^{4/} La implementación de este filtro en tres etapas requiere la estimación de una probabilidad de impago para cada empresa. La estimación se realiza mediante un modelo probit en panel con una muestra de 152 mil empresas que se financian con la banca local (Córdoba et al., 2021). Con lo anterior es posible identificar todos los clientes elegibles para reprogramación y refinaciamiento de deuda previa. A partir de este grupo, se computa la carga financiera en exceso, la cual se define como el desembolso mensual por pago de deuda que excede la capacidad de pago de las empresas bajo un cierto escenario de ventas futuras. De no ser refinaciado ese exceso de carga financiera, la empresa incurría en impago.



Los resultados del ejercicio sugieren que el exceso de carga financiera que sería necesario prorrogar para evitar un aumento del impago comercial—sobre su promedio histórico—por los próximos dos años es de magnitud considerable, equivale a 9% del stock de la cartera comercial (tabla II.2). Esto se reduciría a 3% si sólo se refinancia al 75% de las empresas con menor apalancamiento en cada sector. Así, el rango de necesidades de refinaciamiento oscilaría en torno a US\$6.000 y 10.000 millones. La cota superior de dicho rango coincide con el saldo remanente de la FCIC II, el cual fue reasignado a la tercera etapa de la facilidad de crédito.

TABLA II.2 MONTOS DE REFINACIAMIENTO BAJO DISTINTOS ESCENARIOS
(porcentaje del stock de deuda comercial)

	Refinancia todo (impago en 8%)	Refinancia 90% menos apalancado	Refinancia 75% menos apalancado	Refinancia 90% menos apalancado y margen positivo
Acum. 1 año	2,9%	1,5%	1,1%	1,2%
Acum. 2 año	9,1%	4,7%	3,3%	3,8%

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

Reflexiones finales

El conjunto de medidas para facilitar el crédito ha logrado generar un movimiento contra-cíclico de las colocaciones, quebrando así la relación histórica con la actividad económica. Una de las claves para lograr dicho objetivo fue vincular la FCIC al programa de garantías estatales y a la evolución del crédito, lo cual permite adaptarla a las necesidades de las empresas^{5/}. En la etapa más reciente, se requirió de una detallada evaluación mediante el uso de micro-datos financieros y de ventas para calibrar su tamaño.

Finalmente, de ejecutarse en su totalidad las tres fases de la FCIC, el BCCh habrá aportado por esta vía recursos a la banca equivalentes a 15% del PIB. Ello ha permitido que los oferentes cuenten con recursos para otorgar crédito en una crisis de particular intensidad y duración, contribuyendo así no solo al cumplimiento de los objetivos del BCCh, sino que también a moderar impacto económico de la pandemia sobre los sectores más vulnerables.

^{5/} En la tercera etapa de la FCIC se considera directamente el flujo de colocaciones a empresas de menor tamaño, incluyendo aquellos créditos con garantía estatal y los convencionales. En lo más reciente no se incluyen los préstamos a hogares, los que han mostrado una menor demanda.



III. OFERENTES DE CRÉDITO

Desde el Informe anterior, pese a la inusitada magnitud del shock asociado a la pandemia, los riesgos de la banca han permanecido acotados y la provisión de crédito ha continuado fluyendo, aunque a un menor ritmo en lo más reciente. A ello contribuyó un manejo prudente de la asignación y administración del riesgo de crédito, la mejora del entorno económico, facilidades que se mantienen activas, y condiciones de financiamiento que continúan favorables. En tanto, los OCNB mantienen un menor crecimiento de sus colocaciones, con indicadores de morosidad que mejoran en lo más reciente. En este contexto, los ejercicios de tensión sugieren impactos significativos de escenarios deteriorados; sin embargo, el aumento reciente de la solvencia da cuenta de alguna mejora respecto del ejercicio previo. Hacia adelante, el aumento de los riesgos reduce la capacidad para recomponer holguras de capital. Ello se intensificaría si se materializa un escenario de mayor deterioro económico. Estos elementos presentan desafíos respecto de la dinámica de crédito futuro, por lo cual la presencia de medidas extraordinarias como las vigentes resultan fundamentales. Lo anterior, vuelve a hacer relevante la convergencia a los estándares de Basilea III, contenidos en la nueva Ley General de Bancos, que deberán comenzar a aplicarse a fines de este año.

SECTOR BANCARIO

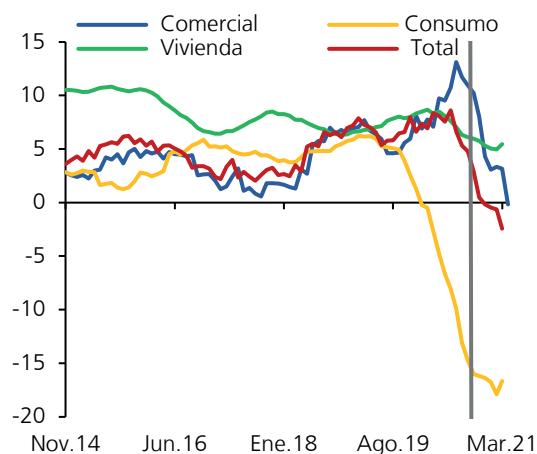
El crédito bancario ha presentado una desaceleración, que ha sido más pronunciada en hogares. Así, se observó una marcada contracción en la cartera de consumo y una desaceleración en vivienda. Mientras, el crecimiento de la cartera comercial se redujo luego de haber aumentado de manera significativa de la mano de medidas de apoyo (gráfico III.1).

Desde el Informe anterior, la cartera comercial presentó una desaceleración que se estabilizó en los primeros meses de este año, convergiendo a su relación histórica con la actividad económica (anexo estadístico). Si bien el financiamiento a través del programa FOGAPE-Covid, que de acuerdo a información del Ministerio de Hacienda alcanzó cerca de US\$14.000 millones, permitió que las colocaciones comerciales continuaran creciendo durante 2020, los créditos comerciales no relacionados con este programa han continuado contrayéndose. Esta dinámica se acentúa en marzo, por efecto de base del mismo mes en el año previo, donde el crédito a este segmento creció en forma extraordinaria, por acopio de liquidez de empresas reportantes (gráfico III.2 e IEF segundo semestre de 2020). Este menor dinamismo está en línea con la reciente prolongación de las restricciones sanitarias. Además, cabe señalar que el menor crecimiento anual observado en marzo de 2021 está influenciado por la reversión de los créditos solicitados, con motivos precautorios, por empresas de mayor tamaño al inicio de las cuarentenas en marzo del año pasado.

La dinámica de la cartera comercial se explica tanto por factores de oferta como de demanda. En este sentido, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de este año reporta una demanda más dinámica, debido a mayores necesidades de financiamiento de capital de trabajo (gráficos III.3 y III.4). En tanto, la oferta se mantiene algo restrictiva en el segmento de grandes empresas, debido al entorno económico. La reciente implementación de un segundo programa de financiamiento con garantía estatal (FOGAPE-Reactiva), que amplía la cobertura y el uso de los fondos para inversión, se percibe como uno de los factores que incrementan la oferta de créditos a empresas de menor tamaño (gráficos III.4, Recuadro III.1). Al cierre de este informe, los créditos financiados a través de este programa alcanzan los US\$3.300 millones.



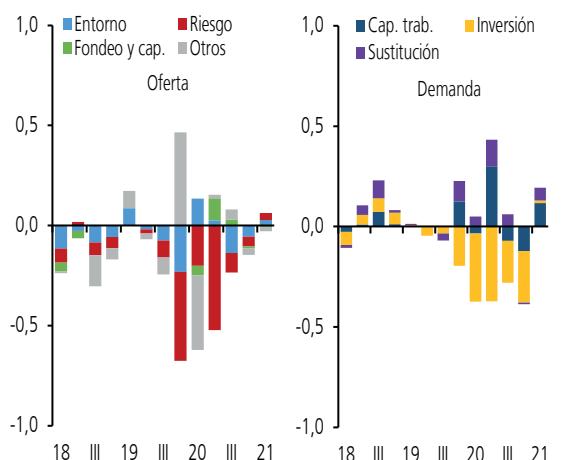
GRÁFICO III.1 CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) Basado en estados financieros individuales. Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior. Cifras de marzo de 2021 son preliminares.

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

GRÁFICO III.3 FACTORES DE LAS CONDICIONES DE CRÉDITO DE EMPRESAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS (*)
(índice)

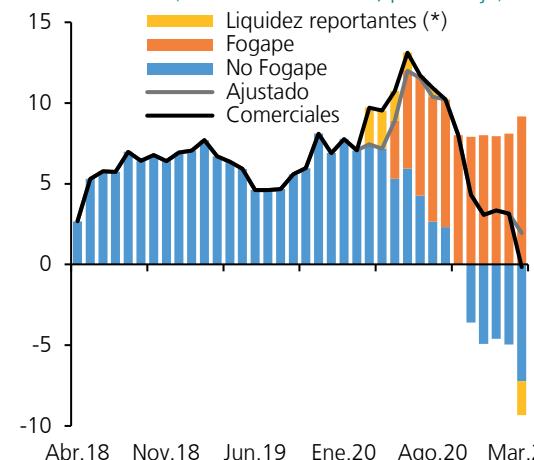


(*) El indicador corresponde al valor neto de las respuestas ponderadas por participación del banco en la cartera comercial.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por su parte, las colocaciones de consumo del sistema bancario han continuado profundizando su caída, la cual es más acentuada con respecto a períodos anteriores de fragilidad financiera. La variación anual de esta cartera pasó de una caída de 15% en el tercer trimestre de 2020 a una disminución de 17% en marzo de este año. Esta dinámica es consistente con una menor oferta y demanda de créditos, en un contexto de contracción de la actividad económica y un mercado laboral que permanece débil. Sin embargo, los resultados de la ECB del último trimestre dan cuenta de una notoria recuperación en ambos componentes, lo que anticiparía un repunte en este segmento en los próximos meses.

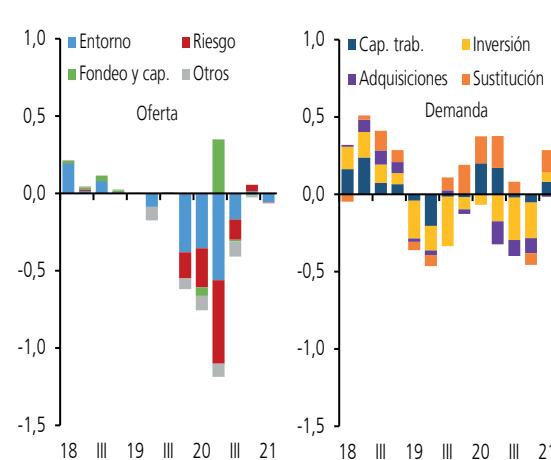
GRÁFICO III.2 CRECIMIENTO DE LAS COLOCACIONES COMERCIALES
(variación real anual, porcentaje)



(*) Aumento del stock de créditos de empresas reportantes CMF que tomaron créditos en marzo 2020 y se corrigen en la línea "Ajustado". Cifras de marzo de 2021 son preliminares.

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

GRÁFICO III.4 FACTORES DE LAS CONDICIONES DE CRÉDITO DE GRANDES EMPRESAS (*)
(índice)

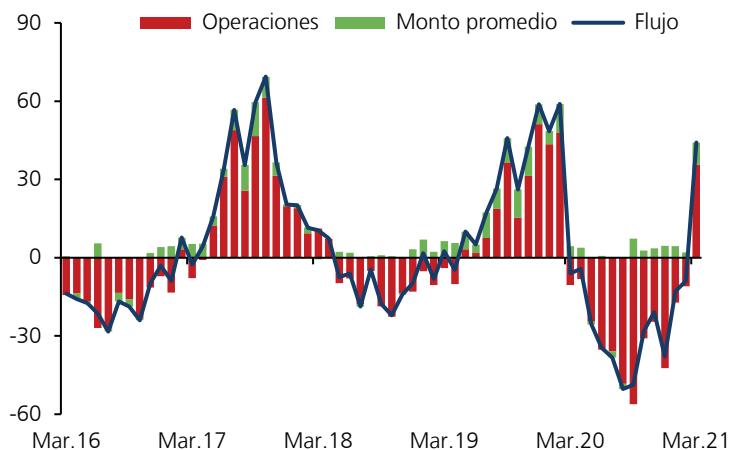


(*) El indicador corresponde al valor neto de las respuestas ponderadas por participación del banco en la cartera comercial.

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO III.5 CRECIMIENTO DEL FLUJO DE COLOCACIONES DE VIVIENDA
(variación real anual, porcentaje)



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

En tanto, desde el último Informe, las colocaciones hipotecarias disminuyeron su dinamismo, con una expansión cercana a 5,5% anual en marzo de este año. Esto se debió a la contracción persistente del número de operaciones, aunque dicha tendencia ha tendido a revertirse en lo reciente. Lo anterior, sumado al incremento reciente del monto promedio de los créditos otorgados, indicarían un repunte de los créditos para la vivienda en los próximos meses (gráfico III.5)^{1/}.

Pese a enfrentar un shock negativo de actividad sin precedentes en las últimas décadas, la morosidad de las carteras de empresas y hogares ha continuado contenida por las políticas de apoyo.

Si bien no se ha materializado un mayor incumplimiento, el incremento sostenido de las provisiones de estos segmentos da cuenta de un aumento en las expectativas de riesgo por parte de la banca. La morosidad de la cartera comercial se ha mantenido baja y estable en una perspectiva histórica. No obstante, indicadores alternativos de riesgo de crédito que consideran, además del historial de pago, evaluaciones prospectivas de la capacidad de pago de las empresas, registran deterioros. Así, destaca la mayor participación de la cartera subestándar y en incumplimiento, ambas de evaluación individual, que pasaron de 7,1% en septiembre del año pasado a 8% de la cartera comercial en febrero de 2021. Desde el último Informe, la migración hacia colocaciones de mayor riesgo impulsó un aumento de la pérdida esperada y, como consecuencia, un alza de las provisiones específicas que llegan a 3,2% a febrero del presente año (tabla III.1). Además, las entidades bancarias han elevado el stock de provisiones adicionales en más de US\$ 450 mil millones en igual período, como resguardo para enfrentar un entorno económico que se percibe aún incierto.

Por otro lado, en el caso de la cartera de los hogares, diversos programas de apoyo han contribuido en la disminución de los indicadores de morosidad. En este contexto, el uso de los recursos obtenidos por aquellos deudores que solicitaron el retiro parcial de sus ahorros previsionales y las reprogramaciones de créditos durante el año 2020 contribuyeron a atenuar la materialización de impagos (Capítulo II). Además, la reciente Ley 21.299 (correspondiente al programa FOGAPE-Postergación) que permite el aplazamiento de hasta seis cuotas de los créditos hipotecarios, y que cuenta con garantía estatal, debiese contribuir a seguir manteniendo acotados los niveles de morosidad.

^{1/} Esta recuperación está en línea con el mayor dinamismo observado en las ventas de viviendas nuevas a contar del tercer trimestre del 2020 (Capítulo 2).



TABLA III.1 INDICADORES DE RIESGO DE CRÉDITO TRADICIONALES (1)
(porcentaje de las colocaciones respectivas)

Indicadores	2016	2017	2018	2019	2020	Feb.21	Prom.
Mora							
Comercial	1,5	1,7	1,7	1,9	1,7	1,6	1,7
Consumo	2,0	2,1	1,9	2,3	1,3	1,3	2,0
Vivienda	2,7	2,4	2,4	2,4	1,5	1,4	2,4
Stock Provisiones Específicas							
Comercial	2,6	2,6	2,5	2,7	3,2	3,2	2,7
Consumo	6,3	6,4	6,4	7,1	7,0	6,7	6,5
Adicionales							
Comercial	0,5	0,5	0,5	0,4	0,7	0,8	0,5
Consumo	0,2	0,2	0,4	0,4	1,3	1,4	0,4
Castigos (2)							
Comercial	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Consumo	5,3	5,7	5,6	5,7	6,9	6,4	5,8

(1) Base individual, por lo que excluye filiales y sociedades de apoyo al giro. Datos a diciembre de cada año, promedio entre febrero del 2015 y febrero del 2021.

(2) Razón de castigos anualizados.

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

Las condiciones de financiamiento de la banca se han mantenido favorables por la presencia de facilidades que se mantienen y el aumento de la liquidez proveniente de hogares y empresas.

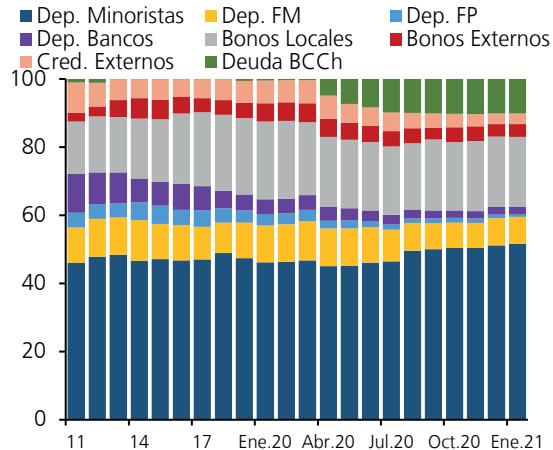
Los depósitos minoristas de personas naturales han aumentado su participación en la estructura de pasivos, mientras la menor dependencia a depósitos institucionales y el aumento de la participación del Banco Central en el financiamiento bancario ha favorecido la posición de liquidez de la banca. Entre julio del año pasado y enero del presente, los depósitos totales (plazo y vista) de personas naturales elevaron su incidencia en el total de pasivos desde 19,4% a 24,7%, mientras los depósitos a plazo en poder de FM y FP disminuyeron su participación relativa (gráfico III.6). Parte de esta menor participación de los FP fue consecuencia de la venta de instrumentos necesarios para financiar las solicitudes de retiro anticipado de una parte de los ahorros previsionales (Capítulo I). Así, la mayor participación de financiamiento minorista continúa presentando importantes holguras respecto a sus mínimos exigidos, tanto respecto a la razón de cobertura de liquidez, como los descalces de plazos residuales a 30 y 90 (gráfico III.7 y Recuadro I.1)^{2/}.

En tanto, el programa de apoyo FCIC generó liquidez que contribuyó a sostener la provisión del crédito durante el periodo de mayor contracción de la actividad económica, lo que aumentó la participación del Banco Central en el total de pasivos de la banca. Estos compromisos se estabilizaron en torno a 10% de los pasivos de la banca en los primeros meses de este año, producto de un uso más acotado de la segunda línea FCIC. Sin embargo, el repunte reciente de créditos asociados al programa FOGAPE-Reactiva ha impulsado un aumento del financiamiento del BCCh a través del uso de la línea FCIC 3. Este programa considera un máximo de hasta US\$10 mil millones y amplía la admisibilidad de colaterales, al cierre de este informe se había entregado algo más del 60% (Capítulo I).

^{2/} Con todo, en este año fueron renovadas las flexibilizaciones transitorias de los mínimos exigidos para la razón de cobertura de liquidez y descalce de plazos (Capítulo V).



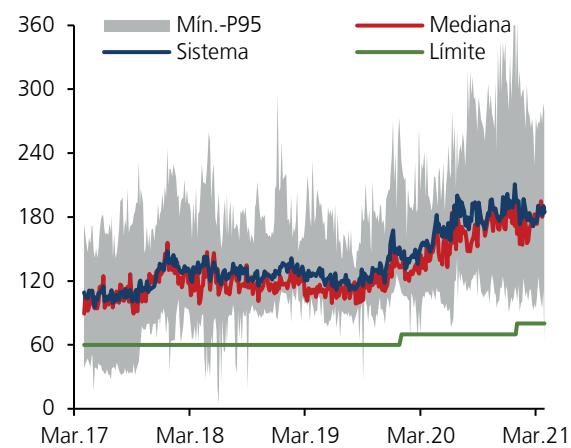
GRÁFICO III.6 COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LA BANCA (*)
(porcentaje de los pasivos)



(*) Excluye bonos subordinados.

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

GRÁFICO III.7 RAZÓN DE COBERTURA DE LIQUIDEZ (*)
(porcentaje de los egresos netos en 30 días)



(*) Calculado con información a nivel individual.

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

Los indicadores de rentabilidad de la banca mantuvieron una tendencia decreciente hasta fines de 2020 y se stabilizaron en los primeros meses de este año.

La rentabilidad anualizada del sistema bancario ha acentuado su caída desde el IEF anterior, pero se estabiliza en lo más reciente. A febrero de este año, la rentabilidad del capital (ROE) alcanzó a 6,0%, mientras que la de los activos (ROA) se ubicó en 0,44%. La caída de los indicadores de rentabilidad se explica más recientemente por la constitución de mayores provisiones por riesgo de crédito y la tendencia decreciente en el margen de intereses y reajustes –una medida del retorno asociado a la actividad crediticia–, pese a la reducción del costo de fondeo.

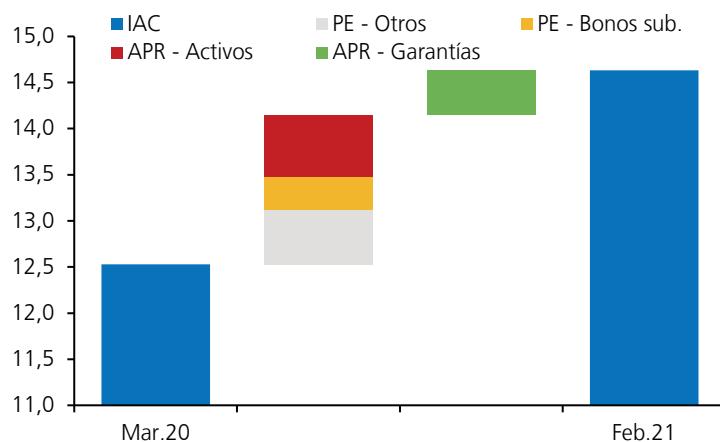
La suficiencia de las provisiones adicionales, producto de un entorno de mayor riesgo, dependerá en gran medida de la evolución de la situación sanitaria y su efecto en la normalización de la actividad económica durante este año. De esta manera, la posibilidad de liberar una parte de estas provisiones o asignarlas parcialmente a provisiones específicas, como consecuencia de un entorno económico más favorable, contribuiría a revertir la dinámica de la rentabilidad bancaria.

Las holguras de capital del sistema bancario han aumentado, principalmente debido a un cambio de composición de la cartera crediticia, emisión de bonos subordinados y cambios regulatorios.

La solvencia ha aumentado de manera significativa. Así, el índice de adecuación de capital (IAC) del sistema ha mantenido su tendencia al alza en los últimos meses, alcanzando un 14,6% en febrero de 2021. Una parte importante de este incremento se explica por la disminución de los APR en alrededor de 7,9% entre marzo del 2020 y febrero de este año, como consecuencia de la menor actividad crediticia de la cartera de hogares, y del cambio regulatorio que redujo el ponderador de riesgo de crédito para aquella fracción de la cartera de colocaciones amparada por garantías estatales (gráfico III.8). Si bien el aumento de las holguras de capital contribuye a la capacidad de la banca para soportar el crecimiento durante la etapa de recuperación de la economía, la materialización de escenarios de estrés más severos, donde la recuperación de la economía fuera mucho más lenta que lo esperado, generaría impactos relevantes en la rentabilidad y adecuación de capital de algunas entidades (ver Sección de Resultados de Pruebas de Tensión).



**GRÁFICO III.8 VARIACIÓN DE LOS COMPONENTES DEL IAC (*)
(puntos porcentuales)**



(*) Entre marzo 2020 y febrero 2021. PE: Patrimonio Efectivo y APR: Activos Ponderados por Riesgo. Otros incluye principalmente capital básico.

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

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS ^{3/}.

Los ejercicios de tensión bancarios muestran que la banca mantiene una posición de solvencia suficiente para enfrentar escenarios de tensión macro-financieros.

En la confección de los ejercicios actuales se plantea una dinámica de riesgo de crédito coherente con un escenario donde las restricciones de movilidad continuarían limitando la capacidad de pago de los agentes. Además, se incorpora el incremento de provisiones adicionales –tratándolas como específicas– y se revierten los ajustes por los créditos con garantía estatal, considerándolos como cartera comercial tradicional, en términos de sus provisiones y su incidencia en los APR. Con todo, comparado con el ejercicio previo, la banca aumenta sus holguras de capital para enfrentar un escenario de tensión, aunque éstas continúan siendo menores a las del período pre-pandemia.

Los ejercicios de tensión evalúan el impacto de los riesgos de crédito y mercado en escenarios de estrés extremos, pero plausibles. Estos se basan en la información macro-financiera y datos contables del sistema bancario a diciembre del 2020. Cabe señalar que las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras del sistema en un determinado momento del tiempo^{4/}. Dada su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos de los escenarios aplicados, de las respuestas de políticas ante eventos de crisis o de la administración de riesgo de los bancos. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección.

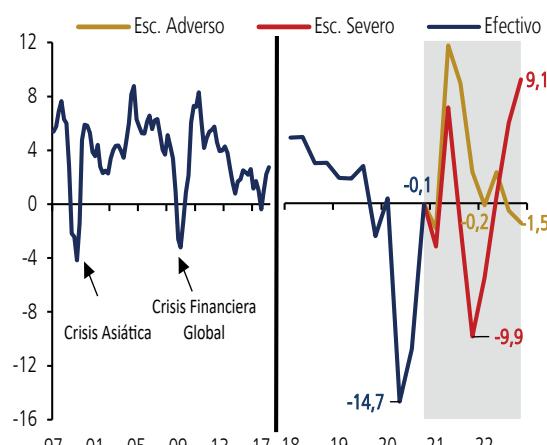
El ejercicio considera un escenario tensionado coherente con una evolución desfavorable de la pandemia donde se observaría un nuevo deterioro de la actividad.

^{3/} Basado en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre de 2013 y en Martínez et al. (2017). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la CMF.

^{4/} Esta herramienta estima el riesgo de crédito mediante un modelo que relaciona el gasto en provisiones de las colocaciones, las que reflejan el costo por el incumplimiento de pagos, con factores macro-financieros, tales como la actividad económica y las tasas de interés. En tanto, el cálculo del riesgo de mercado considera dos tipos de exposición: moneda y tasas de interés (separados en valoración y repricing).



**GRÁFICO III.9a CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB (*)
(datos trimestrales, porcentaje)**



(*) Datos desestacionalizados. El área sombreada señala la ventana del ejercicio.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.9b PIB REAL (*)
(datos trimestrales, índice 100 = Q3.2019)**



(*) Datos desestacionalizados. El área sombreada señala la ventana del ejercicio.

Fuente: Banco Central de Chile.

El diseño de los escenarios de tensión ha significado un desafío para sus últimas versiones, debido a la manifestación de eventos inesperados, con efectos extremadamente negativos en la actividad, y al potencial efecto de medidas de apoyo que mitigan las consecuencias de la menor actividad en el crédito e impago. Esto motiva a preparar escenarios alternativos a los de fragilidad previos. Por tanto, los shocks y resultados anteriores no son necesariamente comparables con los escenarios de este ejercicio, pero dan cuenta de una medición apropiada sobre la solvencia del sistema en el contexto actual. Sin perjuicio de lo anterior, el escenario severo, al igual que su definición usual, se caracteriza por una fuerte contracción en los próximos trimestres y una tasa de crecimiento que converge en los próximos tres años (gráfico III.9a). Así, el producto retrocedería a niveles similares al punto más bajo observado durante el año 2020 y tendría una recuperación algo más lenta (gráfico III.9b). En tanto, el escenario adverso, correspondiente al percentil 5 de las proyecciones del IPoM de marzo del 2021, da cuenta de una contracción acotada pero persistente. Además, para ambos escenarios, se considera una depreciación del tipo de cambio y un desplazamiento de las curvas de rendimiento spot y forward con un aumento de 300pb para la tasa de interés de corto plazo, y de 100pb para la de largo plazo. Adicionalmente, el riesgo de moneda considera una variación del tipo de cambio de 16% en un plazo de dos semanas^{5/}.

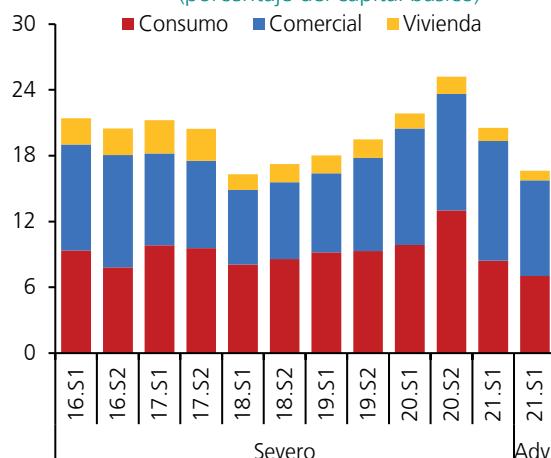
Los resultados muestran que el riesgo de crédito disminuye respecto del ejercicio anterior. Mientras, los riesgos de mercado se incrementan marginalmente.

Se revierte la tendencia creciente del impacto estimado en los ejercicios de los últimos Informes. Pese a que el riesgo de crédito en la cartera comercial se mantiene elevado, la contracción del crédito de consumo y la mejora de su calidad de cartera han disminuido el riesgo de este segmento para los bancos (gráfico III.10). Para efectos de este ejercicio, se considera una materialización del riesgo esperado. Así, el ejercicio estima una pérdida potencial de las colocaciones totales bajo un escenario severo correspondiente a 20,5% del capital del sistema, lo cual representa una disminución de 4,7pp en relación con el ejercicio anterior (tabla III.2). En tanto, el riesgo de crédito en el escenario adverso alcanzaría 16,6% del capital, cifra algo mayor al 14,7% del ejercicio previo, debido a una mayor persistencia del deterioro presente en esta configuración. Esto señalaría una mayor vulnerabilidad del sistema a una prolongación de los bajos niveles de actividad.

^{5/} Se utiliza un VaR estresado de variaciones en 15 días del tipo de cambio al 99% de confianza. Si bien esta metodología no se incluye en ejercicios previos al 19.I, para efectos comparativos se incluye como parte del riesgo total en resultados anteriores.

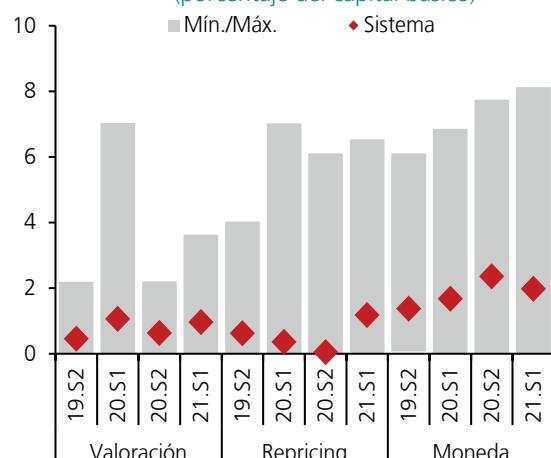


GRÁFICO III.10 RIESGO DE CRÉDITO DEL SISTEMA
(porcentaje del capital básico)



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

GRÁFICO III.11 RIESGOS DE MERCADO
(porcentaje del capital básico)



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

Respecto del riesgo de mercado, el riesgo de moneda disminuye desde el ejercicio anterior debido al menor descalce en moneda extranjera^{6/}. No obstante, este riesgo podría tener un impacto sustancial para algunas instituciones (gráfico III.11). En tanto, el riesgo de tasas de interés se incrementa, tanto en su componente de repricing, como de valoración, aunque la banca mantiene recursos suficientes para hacer frente a sus mayores compromisos de corto plazo (gráfico III.7), reduciendo así los riesgos de liquidez. Con todo, si bien los riesgos de mercado son de menor magnitud respecto del riesgo de crédito, en su conjunto pueden llegar a representar alrededor del 4% del capital del sistema y más de un 8% para algunos bancos (gráfico III.11).

La rentabilidad del sistema bancario se reduce de manera significativa en los escenarios de tensión.

El ejercicio muestra que el sistema disminuiría su rentabilidad especialmente bajo un escenario adverso, y tendría un mayor nivel de pérdidas bajo el escenario de tensión severo. Así, el ROE del sistema en el escenario adverso se torna negativo y llegaría a -10,5%, mientras que en el escenario severo alcanzaría -16% del capital básico. Al interior del sistema, bancos que en conjunto representan cerca del 93% del capital básico total exhibirían rentabilidades negativas en el escenario de estrés severo (91% en el ejercicio del IEF anterior), mientras que en el escenario adverso este valor alcanzaría 91% del capital básico (gráfico III.12).

TABLA III.2 IMPACTO DE LAS PRUEBAS DE TENSIÓN SOBRE LA RENTABILIDAD (*)
(porcentaje del capital básico)

	17.S1	17.S2	18.S1	18.S2	19.S1	19.S2	20.S1	20.S2	21.S1	Adv.
ROE Inicial	11,3	14,1	12,2	13,8	11,7	13,4	11,9	10,0	9,1	9,1
Riesgo de Mercado	-0,8	-2,6	-3,0	-2,8	-2,5	-2,5	-3,1	-3,1	-4,1	-4,1
Riesgo de Crédito	-21,2	-20,5	-16,3	-17,2	-18,0	-19,5	-21,9	-25,2	-20,5	-16,6
Margen	2,1	2,3	2,8	3,9	3,3	2,5	1,8	0,0	-0,4	1,2
ROE Final	-8,7	-6,7	-4,3	-2,4	-5,6	-6,0	-11,3	-18,2	-16,0	-10,5

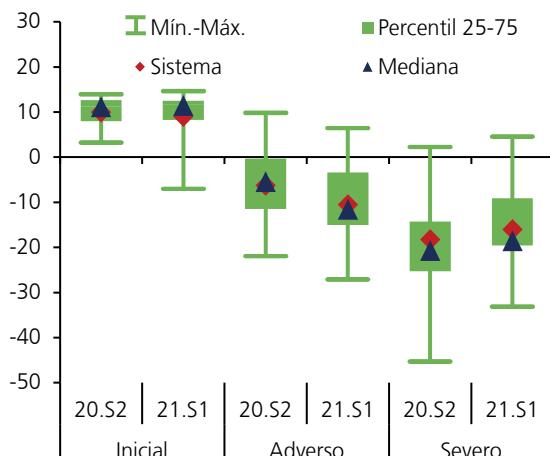
(*) Debido a los efectos de la pandemia del Covid-19, los escenarios de tensión severos no son comparables a partir del ejercicio del IEF del primer semestre del 2020.

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

^{6/} El descalce activo en moneda extranjera del balance está expuesto a una apreciación del tipo de cambio, mientras que el descalce pasivo, a una depreciación.



GRÁFICO III.12 IMPACTO SOBRE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL (*)
(utilidad sobre capital básico, porcentaje)



(*) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior, así como tampoco bancos de consumo que han salido del sistema.

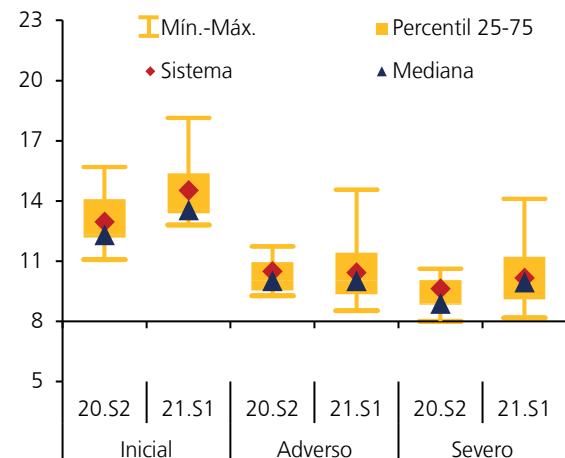
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

La solvencia inicial de los bancos es mayor que en el ejercicio previo, lo que reduce la vulnerabilidad del sistema en los escenarios de tensión.

Como se mencionó anteriormente, el IAC aumenta respecto del ejercicio previo, debido a una disminución de los activos ponderados por riesgo (gráfico III.8). No obstante, para mantener la severidad del ejercicio, se realizan algunos ajustes. Primero, se trata a los créditos comerciales con garantía estatal al igual que un crédito comercial regular, lo que significa una reversión de su deducción en los activos ponderados por riesgo. Adicionalmente, se supone una materialización de los riesgos de crédito subyacentes, lo que se refleja en que las provisiones adicionales se conviertan en específicas^{7/}. En conjunto, ambos efectos disminuirían el IAC en alrededor de 60pb.

En este contexto, la solvencia bajo el escenario severo aumenta respecto del ejercicio anterior y la dispersión en relación con su distribución inicial se incrementa (gráfico III.13). No obstante, el impacto del escenario severo sobre el capital aumenta de 3,3pp, en el ejercicio previo, a 4,4pp como consecuencia de una menor generación de márgenes, dada la menor dinámica de colocaciones. Asimismo, el resultado muestra una distribución del IAC bajo el escenario adverso menor que la inicial, aunque levemente superior al del escenario severo. Además, ningún banco presenta niveles de capital bajo el 8% en los escenarios de tensión. En tanto, el conjunto de instituciones que mantienen un IAC sobre 10% en el escenario severo representa cerca de 26% de los activos del sistema, similar a lo registrado en el ejercicio previo. Si bien las holguras se recuperan a niveles similares al periodo previo a la emergencia sanitaria, éstas permanecen bajas respecto de ejercicios de años anteriores (gráfico III.14).

GRÁFICO III.13 IMPACTO SOBRE EL ÍNDICE DE ADECUACIÓN DE CAPITAL (*)
(patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo, porcentaje)



(*) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior, así como tampoco bancos de consumo que han salido del sistema.

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

^{7/} Si bien la transformación de provisiones adicionales a específicas no tiene un efecto neto en el gasto, estas se deducen como parte del patrimonio efectivo de los bancos.



GRÁFICO III.14 HOLGURA DE CAPITAL BAJO ESCENARIO DE ESTRÉS SEVERO (*)
(porcentaje de activos ponderados por riesgo)



(*) Exceso de patrimonio efectivo sobre el mínimo regulatorio. Considera los límites particulares de cada banco.

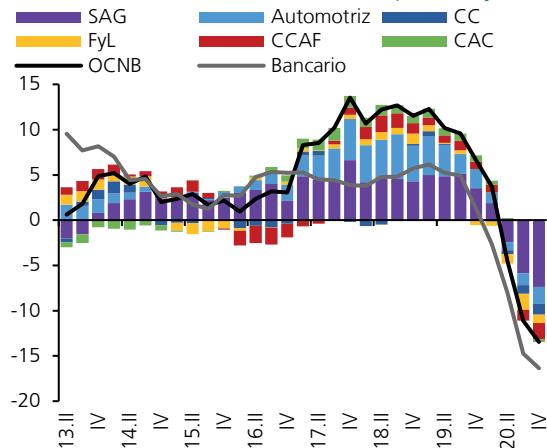
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

ENTIDADES NO BANCARIAS^{8/}.

Los OCNB han seguido reduciendo sus colocaciones en el segmento de consumo, aunque en menor magnitud que las colocaciones bancarias.

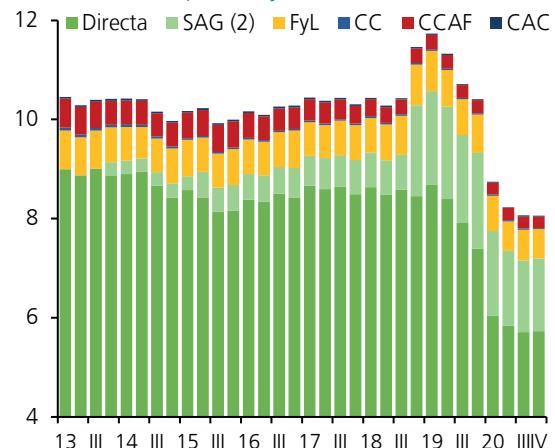
Los créditos de consumo de los OCNB han profundizado su caída, llegando al crecimiento más bajo de la década. Así, las colocaciones han mantenido un crecimiento negativo en el cuarto trimestre del año pasado, registrando una caída desde -4,6% en junio a -13,5% en diciembre. En este desarrollo, se observa una importante incidencia de las SAG (Sociedades de Apoyo al Giro) y las empresas que otorgan créditos automotrices. Las primeras registran una caída real anual de 19,1% en el cuarto trimestre de 2020, y las segundas, una contracción de 8,7% real anual en similar período (gráfico III.15)%.

GRÁFICO III.15 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE COLOCACIONES DE LOS OCNB
(variación real anual, porcentaje)



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

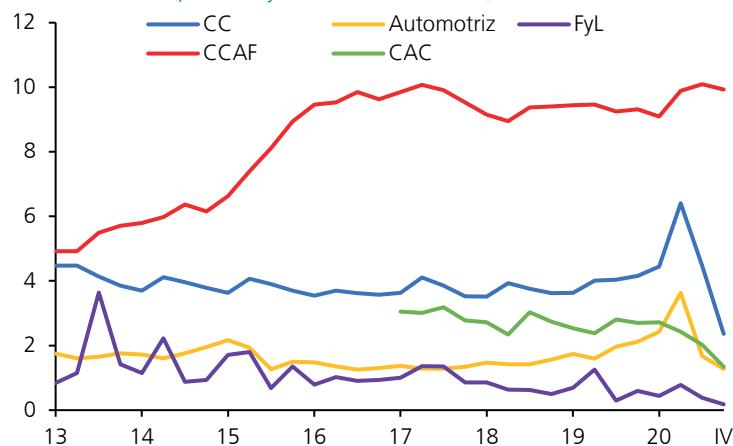
GRÁFICO III.16 EXPOSICIÓN DE LA BANCA A SEGMENTO DE CONSUMO (1)(2)
(porcentaje de los activos del sistema)



(1) Exposición directa incluye créditos de consumo de la matriz bancaria a hogares. Exposición indirecta considera créditos comerciales de la banca extendidos a CC, FyL, CCAF y CAC, donde FyL incluye segmento automotriz. (2) En diciembre de 2018, CMR se constituyó como SAG de Banco Falabella y Walmart Servicios Financieros de BCI. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SUSESO.



GRÁFICO III.17 ÍNDICE DE MORA (*)
(porcentaje de las colocaciones)



(*) Se considera mora de 90 a 180 días, excepto para las CCAF. Las casas comerciales (CC) incluye a las SAG. La mora de las SAG se obtuvo a partir de los estados financieros consolidados e individuales de las respectivas matrices.

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

La menor exposición de la banca a créditos de consumo se debe a la contracción de este segmento en los propios bancos, y a su menor exposición indirecta a través de créditos comerciales a OCNB. En particular, este último componente se ha reducido en los últimos años, alcanzando en torno a 0,9% de los activos bancarios hasta fines de 2020 (grafico III.16).

En tanto, los últimos registros de morosidad de la cartera muestran una caída significativa, especialmente para los créditos de casas comerciales.

Al igual que en la cartera de consumo bancaria, se registra una caída relevante de la mora, donde destacan los créditos de casas comerciales (CC) y automotrices. Ello se debería, en buena parte, al uso de los recursos obtenidos a través de los distintos programas de ayuda y al retiro de ahorros previsionales (grafico III.17).

Por otro lado, los niveles de rentabilidad y apalancamiento de los OCNB no presentan cambios significativos en el presente año, salvo algún deterioro que permanece en la rentabilidad de casas comerciales no vinculadas a las SAG bancarias (tabla III.3).

^{8/} Los OCNB otorgan préstamos a hogares y empresas. Estas entidades incluyen a las sociedades de apoyo al giro bancarias (SAG), las casas comerciales (CC), cajas de compensación y asignación familiar (CCAF), cooperativas de ahorro y crédito (CAC), y entidades que otorgan factoring y leasing (FyL) además de crédito automotriz.

^{9/} Cabe notar que las colocaciones de los OCNB son significativas. En efecto, éstas representan más de un 60% del mercado de créditos de consumo de las matrices bancarias. A diciembre de 2020, las administradoras de tarjetas de crédito constituidas como SAG representaban un 22,7%, empresas que otorgan créditos automotrices un 14,4%, las CCAF un 13,5%, las CAC un 8,1%, y FyL un 2,3% (anexo estadístico).



TABLA III.3 INDICADORES DE RENTABILIDAD Y APALANCIAMIENTO (1)
(porcentaje)

Indicadores	2016	2017	2018	2019	Jun.20	Dic.20
ROA						
SAG	5,4	5,4	4,8	4,4	3,0	4,6
CC	2,8	2,3	0,7	-5,2	-1,4	-1,7
FyL (2)	3,2	2,6	2,6	2,2	0,9	1,6
CCAF	0,9	1,6	2,2	2,5	1,3	0,8
CAC	2,7	3,8	3,8	3,6	2,7	2,6
Apalancamiento						
SAG	29,0	27,6	18,3	18,8	17,8	21,2
CC	44,6	43,5	40,6	24,3	24,9	30,6
FyL (2)	20,5	17,2	16,5	17,1	18,2	17,7
CCAF	36,9	37,7	36,9	36,3	36,5	38,6
CAC	29,1	28,2	27,2	26,3	25,0	23,7

(1) ROA se calcula como utilidad sobre activos y apalancamiento como patrimonio sobre activos.

(2) FyL incluye Automotriz.

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

FACTORES DE RIESGO

La calidad de la cartera de crédito de los bancos podría deteriorarse significativamente si la recuperación económica se viera interrumpida.

Un escenario en el cual la recuperación económica fuera más lenta de lo esperado impactaría a empresas más endeudadas o con una carga financiera aún elevada, lo cual podría incrementar su riesgo de impago (Capítulo II). Así, la prolongación de las restricciones sanitarias reduciría los ingresos de aquellas empresas pertenecientes a los sectores más afectados por el confinamiento y extendería las dificultades de aquellas firmas que reiniciaron parcialmente sus actividades comerciales.

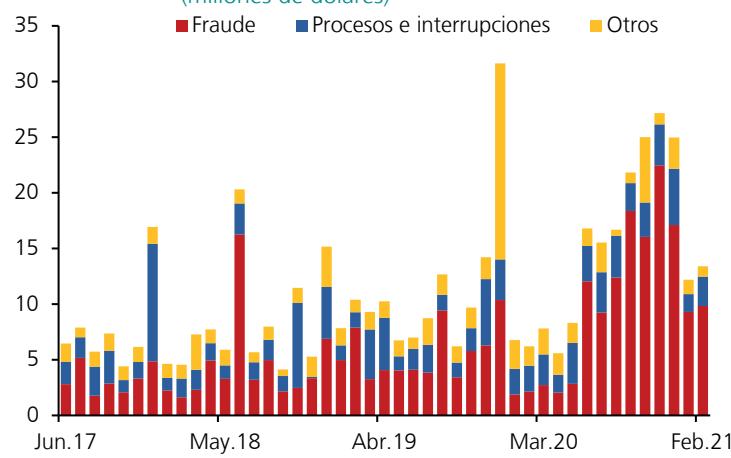
A pesar de que la posibilidad de utilizar financiamiento a través del programa FOGAPE-Reactiva mitigaría parcialmente las dificultades financieras de algunas de estas empresas, un mayor uso, en combinación con escenarios macroeconómicos menos favorables donde se dificulte la generación de ingresos, expondría a la banca a empresas deudoras más apalancadas y con menor cobertura de gastos financieros, lo que podría deteriorar la calidad de la cartera. De este modo, la constitución de provisiones adicionales, si bien mitiga este factor de riesgo, podrían no ser suficientes para un escenario de mayor riesgo.

Un escenario de mayor deterioro en el empleo o ingresos elevaría los impagos de la cartera de hogares. El mercado laboral presenta señales de una débil recuperación, lo que continuaría afectando la cartera de consumo de la banca, especialmente, para aquellas entidades con carteras menos diversificadas, e indirectamente a través del financiamiento bancario otorgado a los OCNB. Para estas empresas, podría ser de relevancia la reciente Ley 21.314 que modificó la Ley 18.010, y eliminó el anatocismo^{10/}, lo que afectaría los ingresos, especialmente de créditos rotativos. Con todo, una recuperación del empleo formal más lenta de lo esperado podría incrementar los impagos de la cartera de vivienda, especialmente de aquellos deudores más apalancados que cuentan con dos o más créditos hipotecarios (Capítulo II, sección Hogares).

^{10/}Anatocismo corresponde al cobro de intereses sobre los intereses en mora de un crédito.



GRÁFICO III.18 PÉRDIDAS MENSUALES POR EVENTOS DE RIESGO OPERACIONAL
(millones de dólares)



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

El empeoramiento de las condiciones de financiamiento de la banca, junto al aumento del riesgo de crédito, podría afectar los márgenes de intermediación y la capacidad de recomposición de holguras.

Aumentos abruptos de la tasa de interés o spreads podrían presionar aún más la rentabilidad de la banca. En este sentido, ajustes abruptos de políticas en economías desarrolladas, o reversiones en la percepción de riesgo de inversionistas podría elevar las tasas y presionar los costos de financiamiento más allá de lo que anticipa el desarrollo de la economía. Asimismo, otros eventos de tensión local podrían operar en el mismo sentido aumentando los spreads soberanos y del sector bancario (Capítulo I).

En este contexto, se podrían continuar reduciendo los márgenes de intermediación si la banca no logra traspasar los mayores costos de financiamiento a sus deudores. Adicionalmente, la materialización del riesgo subyacente de las carteras de crédito ante escenarios de deterioro acotaría los márgenes de la banca. De este modo, ambos efectos apuntarían a una presión adicional sobre los márgenes bancarios y a una disminución de la capacidad para aumentar orgánicamente la base de capital, necesaria para asegurar la continuidad en la provisión de crédito, especialmente relevante para apoyar una recuperación de la economía nacional (Recuadro III.1).

Asimismo, como se ha mencionado en IEF anteriores, hacia adelante es importante que se refuerzen políticas de capitalización de utilidades –que no han presentado cambios relevantes en el tiempo– coherentes con el objetivo de recuperar holguras en los niveles de capital bancario para hacer frente a futuros eventos disruptivos.

A lo anterior se suma un posible incremento del riesgo operacional, debido a la mayor intensidad del trabajo a distancia.

El trabajo a distancia y el mayor número de transacciones remotas ha incrementado, en cierta medida, los riesgos asociados a ciberseguridad. Las pérdidas por eventos de riesgo operacional aumentaron hasta fines del año pasado, atribuibles principalmente a las indemnizaciones por fraudes con tarjetas, las que a partir de junio del 2020, y bajo ciertas condiciones, los bancos deben asumir (gráfico III.18). Si bien han disminuido en los primeros meses de este año, es relevante que la banca implemente adecuadamente mecanismos de control internos, con el objeto de mitigar eventos de discontinuidad operacional.



RECUADRO III.1:

Dinámica reciente y perspectivas para el crédito comercial

Introducción

Durante el 2020, la actividad económica experimentó una de las mayores contracciones observadas en las últimas décadas. En línea con patrones históricos, la cartera de consumo de la banca se contraíó y disminuyó la tasa de crecimiento del crédito hipotecario. En contraste, el crédito comercial bancario mantuvo un crecimiento sostenido durante gran parte del 2020. Parte importante de este dinamismo se debió a que la banca contaba con una posición financiera sólida y a la liquidez proveniente de la implementación de diversas medidas como el programa FOGAPE-Covid, la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), la suspensión del cumplimiento de liquidez (descalce de plazos), y la facilitación de reprogramaciones a través de la flexibilización de la normativa de provisiones. Sin embargo, en los últimos meses, la cartera comercial se ha desacelerado, retomando algo de actividad luego del lanzamiento de los créditos FOGAPE-Reactiva, que coincide con la tercera etapa de la FCIC.

Este recuadro discute los antecedentes que contribuyen a explicar lo ocurrido desde el inicio de la emergencia sanitaria hasta la actualidad, así como los elementos que pueden determinar la dinámica futura del crédito bancario a las firmas.

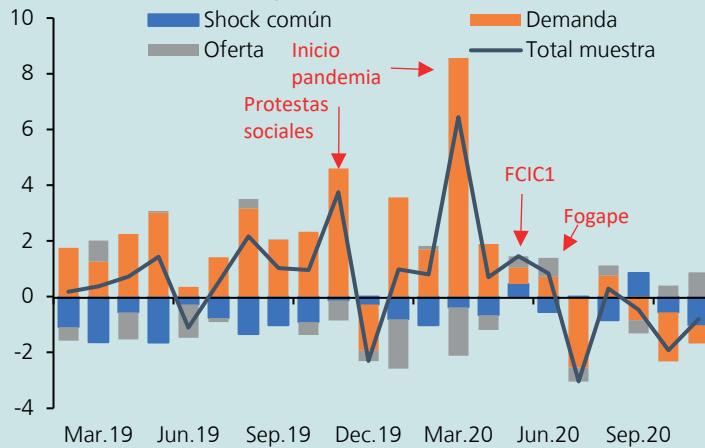
Situación reciente del crédito comercial

Previo a la pandemia, la actividad económica se vio impactada por los cierres abruptos de algunos negocios durante el último trimestre del 2019, con una consecuente caída en ventas (IPoM, marzo 2021). Las disruptiones a la cadena de producción requirieron también de la provisión de crédito. Esto, sumado a la emergencia sanitaria, se asocian a una atípica dinámica del crédito comercial durante los últimos trimestres, que rompe la relación con el ciclo económico. Ello motiva un análisis detallado sobre los factores que determinan este comportamiento. Así, utilizando la metodología de Amiti y Weinstein (2018), se descompone el crecimiento de estos créditos en tres tipos de shock: (i) de demanda por parte de las empresas, (ii) idiosincráticos de oferta por parte de los bancos, y (iii) un componente común asociado a factores macro^{1/}. Los resultados de este ejercicio muestran cómo las medidas de apoyo al crédito afianzaron la oferta en un contexto de alta demanda por liquidez durante la pandemia.

^{1/}En Cristi y Toro (2021) se explican los detalles de la metodología de Amiti y Weinstein (2018) y cómo se aplica a los registros administrativos locales. Para el análisis se utilizan datos de stock de créditos a empresas que incluyen colocaciones comerciales, de *factoring*, *leasing*, e hipotecarias para fines generales. La muestra de empresas utilizada incluye a todas aquellas con más de una relación bancaria, que en promedio representan más de un 70% del total de crédito a empresas.



GRAFICO III.19 DESCOMPOSICIÓN CRECIMIENTO STOCK DE CRÉDITOS COMERCIALES
(porcentaje, crecimiento mensual)



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

Primero, los episodios de protestas sociales durante el último trimestre de 2019 y el inicio de la pandemia a partir de marzo de 2020, se caracterizaron por un fuerte aumento en la demanda por crédito (gráfico III.19). Según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB), esto se explicó por necesidades de capital de trabajo.

Luego, durante mayo y junio de 2020, se registra un aumento significativo en el componente de oferta de crédito por parte de los bancos. Esto se asociaría a la implementación de la FCIC y el programa FOGAPE-Covid^{2/}.

Por su parte, la descomposición de los factores de oferta y demanda del crédito por tamaño de empresas muestra una reacción heterogénea durante la pandemia. En efecto, en las firmas pequeñas y medianas, el stock de crédito aumentó en más de 9% entre marzo y junio del 2020, mientras que grandes y mega presentaron un crecimiento cercano a 0%^{3/}. Esta diferenciación es en gran parte atribuible a la entrada en vigor de las medidas de apoyo al crédito previamente descritas, las que fueron particularmente importantes para sostener el crédito a PyMEs.

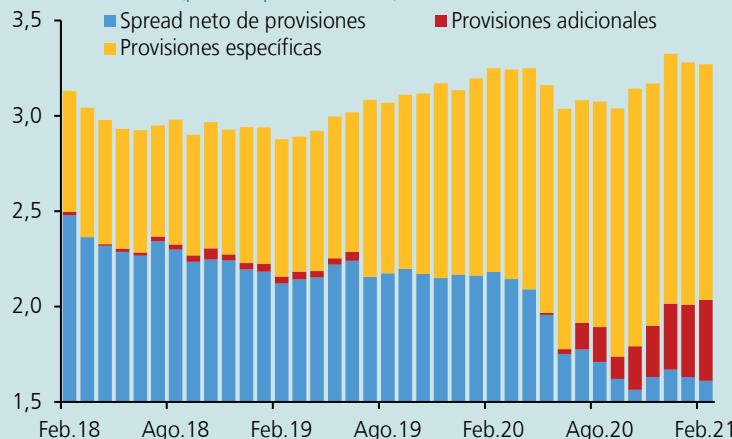
Posteriormente, a partir del tercer trimestre de 2020, se observa una desaceleración del crédito a empresas, explicado principalmente por una caída en la demanda. Esta menor demanda es transversal entre empresas de distinto tamaño, pero con mayor énfasis en las de mayor tamaño, lo que explicaría una parte importante de la desaceleración del crédito comercial a nivel agregado. Estos resultados son consistentes con la ECB, que atribuye este cambio en la demanda, al impacto negativo que la incertidumbre económica tuvo sobre las decisiones de inversión.

^{2/} Por su parte, otra medida que contribuyó a la provisión del crédito fue la reprogramación de deudas, estableciéndose más de 210 mil firmas que pudieron acomodar su perfil de pagos, enfrentando de esta forma la contracción de la actividad registrada durante el 2020 (IEF segundo semestre 2020).

^{3/} El análisis de descomposición y gráficos por tamaño de empresa se encuentran en Cristi y Toro (2021).



GRAFICO III.20 SPREAD DE CRÉDITO COMERCIAL
(puntos porcentuales)



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

Perspectivas para el crédito comercial

En adelante, se espera que el repunte de la actividad económica se acompañe de un aumento en la demanda de crédito, particularmente cuando se recupere la inversión. En este sentido, resulta relevante revisar la situación financiera de la banca para hacer frente a estas demandas en el futuro.

Una primera dimensión de lo anterior son las holguras de capital y liquidez que posee la banca para acomodar un incremento de su hoja de balance. En este sentido, la información disponible da cuenta que la banca posee holguras suficientes para poder solventar un incremento de las colocaciones. En particular, el Índice de Adecuación de Capital (IAC), aumentó cerca de 2pp entre marzo y noviembre de 2020. Este aumento se explica por dos elementos: (i) la caída de las colocaciones de consumo, y (ii) la disminución del ponderador de riesgo de los créditos respaldados por garantías estatales. Si la mayor holgura de capital fuera destinada exclusivamente al otorgamiento de nuevas colocaciones comerciales, estas podrían incrementarse entre 10 y 20% real^{4/}. En tanto, la posición de liquidez actual de los bancos permitiría administrar dichas tasas de crecimiento sin restringir su capacidad para hacer frente a sus compromisos de corto plazo.

Como contrapartida, y al igual que lo que ocurre en otras economías, se ha registrado un aumento del riesgo de crédito. En el caso local ello se ha materializado a través de mayores provisiones (específicas y adicionales). Con spread de crédito relativamente constantes, los mayores gastos por provisiones han reducido las ganancias netas de la banca (gráfico III.20).

Si bien, la cartera de los bancos no ha mostrado aumentos significativos de la morosidad, es posible que ello ocurra ante disruptiones en la fase de recuperación. Así, se podría limitar la capacidad para aumentar el

^{4/} Este ejercicio supone que el crecimiento de las colocaciones de consumo permanece nulo, que las colocaciones hipotecarias presentan un crecimiento anual de 6%, y que los bancos mantienen niveles de capital suficientes para enfrentar un escenario de tensión severo (Capítulo III).



capital de manera orgánica (FMI, REO, 2020). Más aún, el aumento del riesgo de crédito podría conllevar un endurecimiento de los estándares de otorgamiento (Fishman et al. 2020; Bundesbank, 2018).

En este contexto, la continuidad de medidas de apoyo, como el Fogape-reactiva y FCIC permiten a la banca mitigar el riesgo de crédito de la cartera y obtener un financiamiento en condiciones favorables, respectivamente. A lo anterior, se suma la recientemente anunciada flexibilización de la normativa de la CMF, respecto de las provisiones sobre créditos renegociados. Estos elementos contribuyen a que se mantenga el financiamiento y refinanciamiento de las necesidades de las firmas (Capítulo III).

Comentarios finales

La demanda de crédito comercial se incrementó significativamente durante el período del estallido social de 2019 y se intensificó durante los primeros meses de la pandemia, debido a las disruptiones en la operación de las firmas. En el último período, el crédito comercial creció notablemente de la mano de una banca solvente y la acción conjunta de políticas públicas extraordinarias de garantías, flexibilización regulatoria y provisión de liquidez.

Los datos recientes dan cuenta de que la posición financiera de la banca se mantiene sólida, esto pese al incremento de los riesgos durante la emergencia sanitaria. Como contrapartida, el aumento del riesgo reduce la capacidad para recomponer holguras de capital hacia adelante. Ello se intensificaría si se materializa un escenario de mayor deterioro económico. Estos elementos presentan desafíos respecto de la dinámica de crédito futuro, por lo cual la presencia de medidas extraordinarias como las vigentes resultan fundamentales.



IV. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS

Los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) cumplen un rol relevante en el sistema financiero, prestando servicios a hogares y empresas a través de alternativas de ahorro, inversión, crédito y cobertura de riesgos. Sin embargo, estos también pueden representar una fuente de vulnerabilidades, en tanto enfrentan riesgos similares a aquellos asociados a la banca y presentan interconexiones con el resto del sistema.

En Chile, el segmento de IFNB está conformado, en primera instancia por los fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos, que están en sectores sujetos a marcos regulatorios específicos. A esto se suman un conjunto diverso de oferentes de crédito no bancarios (OCNB), cuya regulación y supervisión es heterogénea. Los riesgos relacionados a IFNB en Chile se observan acotados, dado que los principales agentes no bancarios están sujetos a una regulación y supervisión robustas. Sin embargo, se advierten oportunidades de mejora que se discuten en este capítulo.

INTRODUCCIÓN

Los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) desarrollan un espectro amplio de actividades, especialmente en mercados más desarrollados. Estas entidades prestan diversos servicios financieros a hogares y empresas a través de alternativas de ahorro, inversión y crédito; a la vez que permiten canalizar recursos por medio de un conjunto más amplio de vehículos de inversión y aprovechar oportunidades de diversificación.

Este abanico de actividades está sujeto a estándares regulatorios heterogéneos en el cual pueden subyacer riesgos relevantes para la estabilidad financiera. En algunos casos los IFNB desarrollan actividades de intermediación financiera que no están sujetas a estándares de regulación aceptados globalmente, como las orientaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (actualmente, Basilea III), o las directivas de la Unión Europea para solvencia de las compañías de seguro (actualmente, Solvencia II). Un entorno regulatorio más débil implica que algunos riesgos no se encuentren apropiadamente contenidos, y se amplifican en relación al grado de interconexión de los IFNB entre ellos y con el sistema bancario. De hecho, previo a la Crisis Financiera Global de 2008 (CFG), los IFNB presentaron una significativa expansión relativa a la industria más regulada, como la banca, particularmente en economías avanzadas, lo que se ha considerado, como uno de los factores detrás de la CFG. Esto llevó a que las principales autoridades financieras a nivel internacional aumentaran su interés por fortalecer, estandarizar e implementar marcos regulatorios para IFNB.

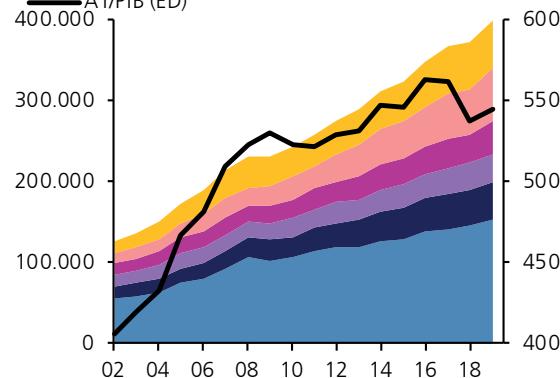
En Chile, los riesgos de estas actividades son acotados dado que los principales IFNB son inversionistas institucionales tradicionales, con una participación menor de OCNB. Según se explicará en la primera sección de este capítulo, el sector IFNB en Chile corresponde fundamentalmente a Fondos de Pensiones (FP), Compañías de Seguro (CS) y Fondos Mutuos (FM). Estos sectores se encuentran dentro del perímetro de regulación y supervisión financiera, característica que, en principio, es un factor estructural que tiende a mitigar riesgos. En tanto, los oferentes de crédito no bancarios tienen una participación reducida en términos de activos, pero significativa en el segmento de crédito de consumo.



GRAFICO IV.1 ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES POR TIPO DE INTERMEDIARIO
(USD miles de millones, porcentaje)

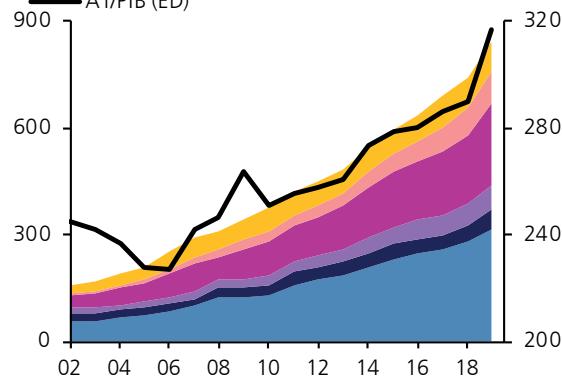
a. Grupo 29 jurisdicciones (G29)

Bancos
FP
AT/PIB (ED)



b. Chile

Bancos
FP
AT/PIB (ED)



(*) BC e IFP: Bancos centrales e instituciones financieras públicas. Fondos: Incluye fondos mutuos, fondos de inversión y otros fondos. Otros: Incluye securizadores, corredores, oferentes de crédito no bancarios y otros.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información FSB (2020).

Sin embargo, la elevada participación relativa de los IFNB en Chile en comparación al promedio internacional y su nivel de interconexiones, sugieren que los riesgos que subyacen en la gestión de estos puedan propagarse al resto del sistema financiero. En la sección siguiente, el análisis de estas características particulares de los IFNB en Chile y los efectos amplificadores de sus interconexiones, permitirá definir los principales riesgos y vulnerabilidades de este segmento del sistema financiero.

Finalmente, si bien el marco regulatorio aplicable es robusto y permite mitigar los riesgos asociados a los IFNB, presenta espacios de mejora que deben ser abordados. En la sección final de este capítulo se analizarán las principales consideraciones de política relevantes para el desarrollo de los IFNB. Se explican las fortalezas del marco regulatorio y de supervisión local que permiten mitigar parte de los riesgos analizados en este capítulo, y los desarrollos de política necesarios para fortalecerlo. Entre otros, la supervisión de compañías de seguros basada en riesgos, la supervisión consolidada de conglomerados financieros y el desarrollo de un sistema integrado de información de crédito cobran especial relevancia en Chile.

CARACTERIZACIÓN DE LOS PRINCIPALES IFNB

Esta sección describe los IFNB en Chile, en comparación con las jurisdicciones participantes del ejercicio de monitoreo global de IFNB realizado por el *Financial Stability Board* (FSB), en el cual Chile participa desde 2012. La información utilizada corresponde a aquella publicada al efecto por el FSB. En el caso de Chile, la información proviene principalmente de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI).

Los IFNB en Chile son relevantes en comparación internacional, destacando especialmente el gran tamaño relativo de los inversionistas institucionales.

Según la información disponible del último ejercicio de monitoreo IFNB del FSB, los activos financieros totales de las 29 jurisdicciones participantes han continuado aumentando. En particular, ellos se triplicaron en el período 2002-2019, alcanzando los US\$ 400.000 miles de millones a diciembre de 2019^{1/}. A nivel global, la participación del sector bancario

^{1/} Las 29 jurisdicciones participantes son: Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Islas Caymán, Chile, China, Francia, Alemania, Hong Kong, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Holanda, Rusia, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Corea del Sur, España, Suiza, Turquía, Reino Unido, EEUU.



al cierre de 2019 alcanzó el 38% de los activos, en tanto los IFNB ascendieron al 50% de participación (gráficos IV.1a y IV.2). En tanto, la evolución de los activos IFNB como proporción del PIB muestra un pronunciado ascenso previo a la CFG y un crecimiento posterior más irregular.

En Chile, durante este mismo período los activos financieros totales se amplificaron en cinco veces, lo cual es esperable en un sistema en vías de desarrollo, como el doméstico. En cuanto a la estructura, en Chile la banca mantiene una participación relevante en el sistema financiero, alcanzando un 37% mientras que el sector IFNB llega al 56% del total de activos financieros (gráficos IV.1b y IV.2).

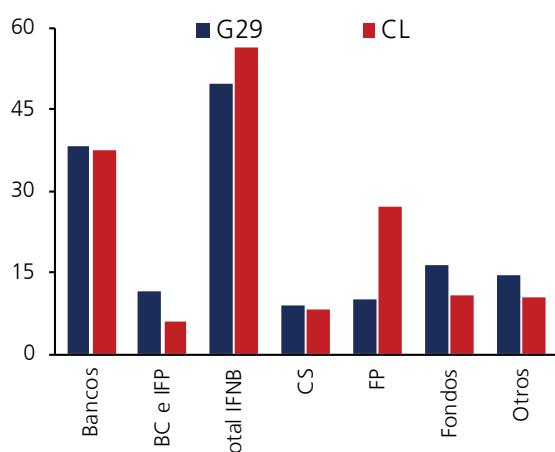
Dentro del sector IFNB en Chile, destaca la importancia de los inversionistas institucionales. En 2019, ellos alcanzaron el 46% de participación en los activos del sistema financiero, predominando los FP (gráfico IV.2). En este contexto, el crecimiento de los activos de IFNB sobre PIB en Chile, a diferencia de la tendencia internacional, exhibe un crecimiento sostenido posterior a la CFG, lo cual se podría interpretar como un acercamiento a niveles de desarrollo financiero de economías avanzadas.

A su vez, un espectro más acotado de actividades de los IFNB domésticos en comparación con el resto del mundo, se refleja en la menor participación de fondos de inversión (donde, por ejemplo, no existen fondos de cobertura, o hedge funds, como en otras jurisdicciones), y otras entidades.

Los IFNB en Chile han jugado un rol clave para el desarrollo del mercado financiero, facilitando el acceso de agentes locales a mercados de deuda de largo plazo.

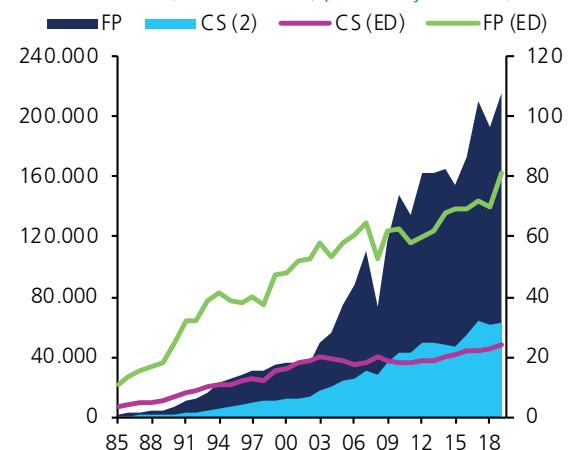
El tamaño de los principales inversionistas institucionales (gráfico IV.3), junto con el marco regulatorio vigente, han facilitado el desarrollo del mercado financiero nacional. En un estudio llevado a cabo por la CEPAL en 1994 (Arrau, 1994), ya se relacionaba el crecimiento de los montos transados en renta fija e intermediación financiera con el incremento de los volúmenes manejados por los inversionistas institucionales, especialmente por los fondos de pensiones.

GRAFICO IV.2 PARTICIPACIÓN POR TIPO DE IFNB
(porcentaje de los activos totales)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información FSB (2020).

GRAFICO IV.3 ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y COMPAÑÍAS DE SEGUROS (1)
(USD millones, porcentaje del PIB)



(1) Cifras a diciembre de cada año.

(2) Los activos de las Compañías de Seguros se refieren a las inversiones.

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



En la misma línea, distintos estudios posteriores relacionan el aumento del ahorro producido por los fondos de pensiones y su alta demanda por activos financieros, con la expansión del volumen de transacciones y la profundización del mercado de capitales chileno. También se relaciona el crecimiento de los fondos de pensiones con el aumento en los niveles de valor, liquidez y rentabilidad del mercado de valores nacional (Walker y Lefort, 2000; Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003; Santillán-Salgado et al., 2010).

De esta manera, al conformar fuentes de ahorro doméstico con un fuerte sesgo a inversiones de mediano y largo plazo, el rol de los inversionistas institucionales ha favorecido el desarrollo de un mercado local de deuda y capitales relativamente profundo, que ha permitido financiar inversiones de largo plazo a bajas tasas de interés. Esto, a su vez, ha ampliado las oportunidades de acceso a financiamiento al gobierno, empresas y hogares, reduciendo la dependencia del ahorro externo.

Históricamente los inversionistas institucionales han actuado como un factor estabilizador en el mercado de deuda de largo plazo nacional.

Una característica estructural de los inversionistas institucionales, en particular de los FP, es que tienen un horizonte de inversión de largo plazo e históricamente han exhibido un comportamiento de *buy-and-hold* en la administración de sus inversiones, especialmente en el mercado de renta fija, con una relativa estabilidad en la composición de sus portafolios.

Según el análisis de Álvarez et al. (2019) en base a una muestra de 14 economías emergentes, se observa que dichas características de estos inversionistas inciden en una reducción de la volatilidad de las tasas de interés soberanas cuando la participación de estos inversionistas en el mercado de deuda local es más significativa. Para el caso de Chile, la baja volatilidad de la tasa del BCCh a diez años es coherente con una alta participación de inversionistas institucionales en el mercado de deuda soberana.

Adicionalmente, las CS y FP mantienen un sesgo hacia el mercado local en sus pasivos, condición estructural que induce un comportamiento contra cíclico ante shocks y una mayor percepción de riesgos externos. En relación a los activos, si bien los FP han expandido su inversión en el exterior, las CS mantienen un sesgo en moneda local e indexados a inflación. Sin embargo, pueden mostrar comportamiento procíclico frente a shocks adversos de origen local como se discute a continuación.

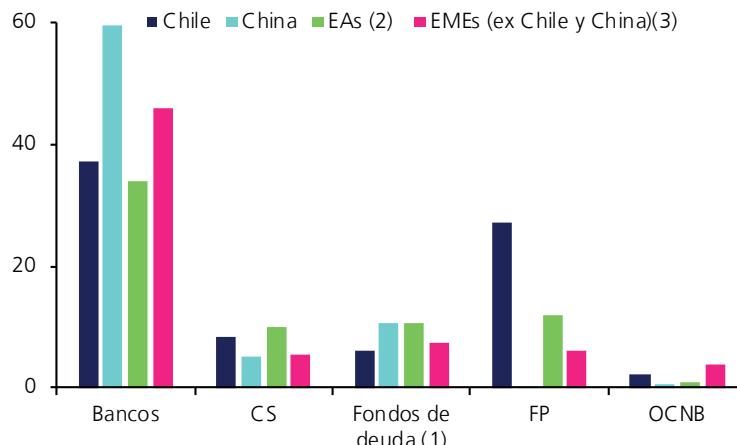
No obstante, desarrollos más recientes han tendido a diluir el rol estabilizador de los inversionistas institucionales.

Desarrollos durante la última década han afectado el rol estabilizador tradicionalmente atribuido a algunos inversionistas institucionales. Entre estos se encuentran los cambios más frecuentes entre tipos de fondos de pensiones y, más recientemente, la aprobación sucesiva de proyectos de ley que han permitido retiros anticipados de fondos previsionales. Estos factores han provocado cambios en el comportamiento histórico de los FP respecto a su reacción frente a shocks adversos de origen local.

En los últimos años, los fondos de pensiones comenzaron a enfrentar cambios masivos de afiliados entre fondos de distintos perfiles de riesgo. Si en el año 2014 sólo el 8,1% de las cuentas de capitalización individual de cotizaciones obligatorias presentaban traspasos de fondos, para el año 2019 el porcentaje alcanzaba el 25,6%, lo que significó cambios abruptos entre los portafolios por aproximadamente US\$ 62.800 millones. Más recientemente, en el contexto de la crisis sanitaria, los proyectos que han permitido el retiro anticipado de fondos de pensiones han forzado a liquidar en breves períodos de tiempo más de US\$ 36.000 millones en distintos activos financieros. La magnitud de estos eventos ha provocado tensiones en el sistema financiero y sus efectos más de fondo, tanto en el mercado de capitales como en la economía en general, aún son materia de estudio.



**GRAFICO IV.4 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES, 2019
(porcentaje)**



(1) Fondos de deuda corresponde a fondos mutuos y de inversión enfocados en la intermediación de instrumentos de deuda. Incluye FM monetarios, y FM y de inversión con alta participación de instrumentos de deuda en sus carteras según la definición de la "función económica 1" (EF1) de FSB (2020). Considera fondos enfocados en inversión en instrumentos de deuda. (2) Economías avanzadas: BEL, FRA, DEU, IRL, ITA, LUX, NLD, ESP, AUS, CAN, CYM, HKG, JPN, KOR, SGP, CHE, GBR, USA. (3) Economías emergentes: ARG, BRA, CHL, CHN, IND, IDN, MEX, RUS, SAU, ZAF, TUR.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de FSB (2020).

Por su parte, las CS, especialmente aquellas focalizadas en proveer rentas vitalicias, enfrentan desde hace años tasas de interés de largo plazo decrecientes, lo que ha dificultado su desarrollo y crecimiento, en relación al resto del sistema financiero. Ello se refleja en la estabilización de la participación de los activos sobre PIB que registran las CS en la última década (gráfico IV.3).

En tanto, el sector de Oferentes de Crédito no Bancario (OCNB) es pequeño en términos de activos, pero es relevante en el segmento de créditos de consumo.

El segmento OCNB en Chile está compuesto por Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC), empresas de *factoring, leasing* y crédito automotriz, Cajas de Compensación y Asignación Familiar (CCAF) y emisores no bancarios de tarjetas de crédito, representando el 2% de los activos financieros totales (gráfico IV.4).

Sin embargo, los OCNB son relevantes en el segmento de crédito de consumo, alcanzando un 23% de participación (Capítulo III). Entre ellas, las empresas de factoring crecieron fuertemente durante los últimos años, según lo reportado en varios IEF, mientras los principales emisores de tarjetas de crédito de casas comerciales transfirieron sus carteras de crédito al sector bancario, en sociedades de apoyo al giro, como se muestra más adelante.

INTERCONEXIONES ENTRE IFNB EN EL SISTEMA FINANCIERO

Las interconexiones del sistema financiero son una consecuencia natural de la diversificación y especialización de inversiones de los IFNB, pero pueden facilitar la propagación de riesgos en escenarios de estrés.

Las interconexiones entre entidades financieras, específicamente mediante contratos o instrumentos financieros que generan obligaciones de pago cruzadas entre diferentes segmentos del sistema, es una característica inherente de un sistema financiero abierto e integrado. Dichas interconexiones son funcionales a la diversificación



y transferencia de riesgos a través de los diferentes segmentos del sistema financiero, y dan espacio a la especialización en diferentes actividades de intermediación financiera como la provisión de crédito y la oferta de instrumentos de inversión, o coberturas de riesgo. Sin embargo, también pueden facilitar la propagación de riesgos durante períodos de estrés, toda vez que problemas en un sector o agente pueden tener efectos sobre sus contrapartes.

En general, las instituciones financieras son consideradas como inversionistas altamente calificados y sofisticados, con la capacidad de procesar gran cantidad de información para tomar sus decisiones de inversión y estructuración de portafolios. En particular, pueden ser más sensibles a las condiciones de mercado y características de cada contraparte, incluyendo bancos, lo que facilita una reacción rápida en términos de inversiones a nueva información disponible. De esta manera, ante señales de mercado que indiquen, por ejemplo, un deterioro significativo en la situación financiera de un banco o bien cambios en la configuración de riesgos financieros a nivel más general, entidades IFNB como FP, FM y CS pueden reducir, restringir, o no renovar abruptamente su provisión de financiamiento bancario como una manera de ajustar sus portafolios de inversión y exposición de riesgos.

Lo anterior, puede tener un impacto significativo en la banca, e indirectamente, en el resto del sistema, dependiendo del grado de relevancia del fondeo provisto y su plazo (depósitos o bonos). En el caso de fuentes de financiamiento de corto plazo, como depósitos, la materialización del riesgo de no renovación tiene un efecto más directo, tanto en flujo de fondos en el mercado primario como en el costo de financiamiento, que se reflejaría en un mayor nivel de volatilidad en las tasas de descuento en el mercado secundario. En el caso de inversionistas que representan una fuente de financiamiento vía bonos, el efecto es más indirecto y ocurre a través del mercado secundario con bajas abruptas en los precios de activos, volatilidad y alzas de los spreads asociados a bancos que puedan atravesar problemas financieros. En ambos casos, se pueden generar señales hacia el mercado que podrían, por ejemplo, amplificar los problemas del banco emisor.

En consecuencia, la interconexión entre entidades financieras es un aspecto internacionalmente monitoreado, especialmente la provisión de fondos a los bancos por parte de IFNB.

En Chile, el acceso de la banca a financiamiento provisto por IFNB es mayor respecto a otras jurisdicciones, especialmente por parte de FP y FM.

Según FSB (2020), el fondeo bancario provisto por intermediarios financieros a nivel global es relativamente limitado. En efecto, la provisión de fondos por parte de CS y FP ha disminuido desde 3,6% de los activos bancarios en 2013 a 2,8% en 2019. En tanto, el fondeo bancario proveniente de otros IFNB ha permanecido cercano a 5,7% de los activos desde 2016.

En el caso particular de Chile, los IFNB son comparativamente más relevantes en el financiamiento a los bancos (35% de los activos). Esto se relaciona, en gran medida, con el mayor desarrollo de los FP y FM monetarios, respecto a otras economías. Casos algo más cercanos a Chile podrían corresponder a Luxemburgo y Sudáfrica que muestran niveles de fondeo bancario provisto por IFNB superiores al 20% de los activos de los bancos.

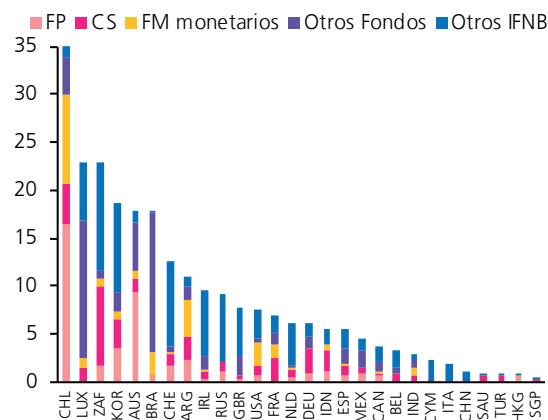
Específicamente, los FP y FM financian el 16% y 9% de los activos de la banca respectivamente. En el caso de los primeros, el financiamiento es mayoritariamente a través de bonos. Es decir, es una fuente de financiamiento de largo plazo y, por lo tanto, representa un menor riesgo desde la perspectiva del banco emisor. En tanto, el fondeo provisto por FM es principalmente de corto y mediano plazo, suministrado a través de la inversión en certificados de depósito (gráfico IV.5.a).



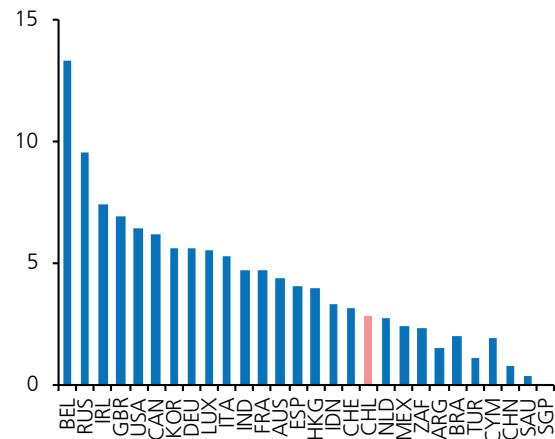
GRAFICO IV.5 ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES POR TIPO DE IFNB (*)

(porcentaje de los activos de los bancos)

a. Fondeo bancario provisto por IFNB



b. Riesgo de crédito de IFNB



Fuente: Banco Central de Chile en base a información FSB (2020).

Por otro lado, el rol del sector bancario como proveedor de fondeo a IFNB es acotado en relación al tamaño del balance de los bancos.

Según FSB (2020), sólo una de las jurisdicciones participantes (Bélgica) muestra una exposición de la banca a los IFNB de más del 10% de los activos. En Chile, ésta alcanza sólo el 2,8% de los activos de los bancos a diciembre de 2019, situándose entre los países de la muestra con menor nivel de exposición relativa (gráfico IV.5.b). Por otro lado, si bien dicha exposición tiene un peso menor en los activos de la banca, equivale al 22% del patrimonio efectivo del sistema bancario y puede ser relevante como fuente de financiamiento para un IFNB en particular.

En suma, el sector IFNB en Chile está fuertemente dominado por inversionistas institucionales tradicionales como FP, CS y FM, tanto respecto a su tamaño relativo como a las interconexiones con el sistema bancario, y con una participación menor de OCNB.

En esta sección se han descrito las principales interconexiones que se observan entre las diferentes partes del sistema financiero chileno. En el Recuadro IV.1 de este Capítulo se analizan las interconexiones de una forma alternativa para una mejor comprensión de los distintos canales de interrelaciones, visualizando al sistema financiero y sus participantes en su conjunto. El análisis se realiza en base a una metodología de redes que utiliza información de inversiones entre IFNB y bancos a través de activos de mercado. El recuadro confirma el rol central de los bancos en el sistema financiero doméstico, especialmente por la relevancia de sus emisiones en los balances de otros intermediarios financieros.

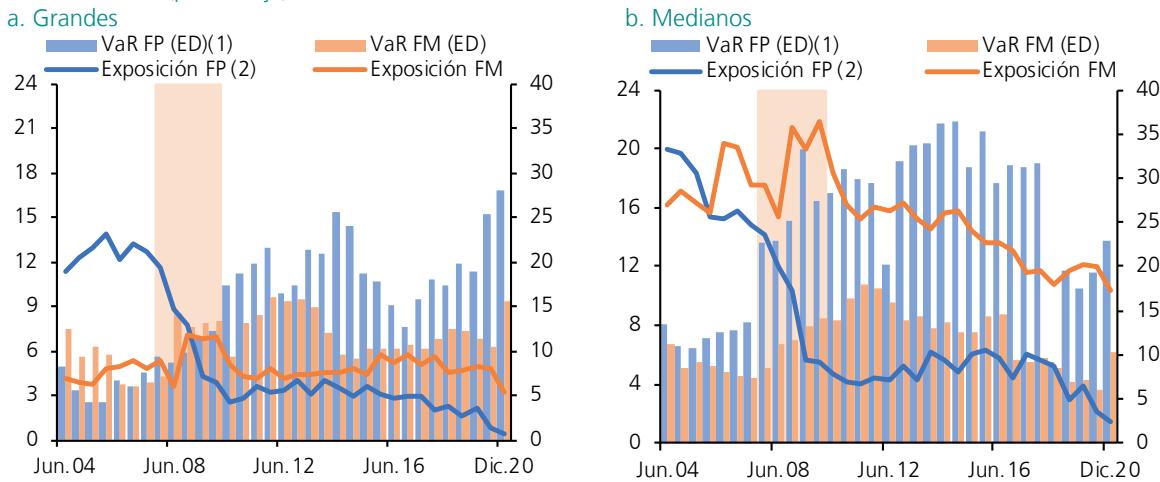
PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA EL SISTEMA FINANCIERO ASOCIADOS A IFNB

Los IFNB han sido importantes para la estabilidad y desarrollo del sistema financiero. Sin embargo, la conjunción de IFNB relativamente más relevantes en Chile, y un nivel de interconexiones elevado puede constituirse como una vulnerabilidad que requiere ser acotada.

El alto grado de financiamiento bancario provisto por inversionistas institucionales en tiempos normales actúa como un factor estabilizador en el mercado. Sin embargo, como se discutió en la sección anterior, puede llegar a ser una vulnerabilidad ante la posibilidad de una reducción o no renovación abrupta del fondeo bancario



GRAFICO IV.6 RIESGO DE FONDEO DE LA BANCA
(porcentaje)



(1) Áreas naranjas destacan período de fragilidad definido en Martínez, Matus y Oda (2018). (2) VaR mensual al 99% calculado en una ventana móvil de 36 meses.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y metodología según Recuadro IV.1, IEF Primer Semestre 2015.

provisto en algunos escenarios de estrés. En el pasado reciente los FM, y en cierta medida también los FP, han demostrado ser sensibles a señales de mercado lo que se ha visto reflejado en las condiciones de fondeo de algunos bancos.

Una medida aproximada de los riesgos de financiamiento de la banca local puede visualizarse mediante un análisis de VaR sobre cada una de las fuentes de fondeo (para mayores antecedentes ver recuadro IV.1 IEF primer semestre 2015). Esta medida de riesgo indica que el fondeo institucional –específicamente de FM y FP– presenta un mayor riesgo de financiamiento para los bancos de menor tamaño, que aún mantienen una alta dependencia de financiamiento provisto por FM, no obstante ésta ha disminuido en los últimos años (gráfico IV.6). Por otro lado, bancos grandes o pequeños que asuman riesgos reputacionales, o que el mercado perciba como más vulnerables por una eventual toma excesiva de riesgos, podrían enfrentar alzas en sus costos de fondeo, lo que representaría un riesgo para la estabilidad financiera y es una justificación relevante para los cargos adicionales de capital que contempla la nueva Ley de Bancos.

Sin embargo, como se explica en la sección final de este capítulo, la regulación del BCCh sobre gestión de liquidez de la banca constituye un mitigador importante para este riesgo de fondeo.

Si bien los inversionistas institucionales han sido un factor estabilizador en el sistema financiero, el riesgo de una liquidación de activos intensiva está presente en situaciones de estrés.

En condiciones normales, los inversionistas institucionales pueden ser un agente estabilizador o amortiguador de shocks en el sistema financiero al facilitar la diversificación y dispersión de riesgos entre un grupo de inversionistas con diferentes apetitos por riesgo. Sin embargo, en situaciones de estrés estos inversionistas pueden verse obligados a liquidar activos abruptamente si enfrentan altos niveles de retiros en el corto plazo.

En los inicios de la CFG, algunos fondos mutuos monetarios en economías avanzadas enfrentaron esta situación y, a pesar de no haber estado relacionados con el origen de la crisis, exhibieron el potencial para amplificar o propagar sus efectos. Si bien, uno de los factores que hace atractiva la inversión en FM monetarios es la estabilidad en su valorización a tasa de compra, esa característica también incentiva a los inversionistas a retirar sus fondos de este tipo de vehículo en situaciones de estrés al generar una ventaja a los primeros en activar sus retiros.



Aunque este riesgo no se ha materializado en Chile, ha habido eventos de revalorización de cuotas de fondos mutuos monetarios que podrían haber introducido volatilidad en el mercado y en el costo de fondos de corto plazo. Hasta 2010, la revalorización de cuotas se efectuaba a criterio de la administradora, con el objetivo de alinear los precios con el valor de mercado de los activos. La regulación vigente desde 2011, que se detalla en la sección final, se implementó para reducir esta discrecionalidad y apuntar a una menor desviación entre el valor cuota y el precio de mercado, mitigando los efectos de volatilidad.

Por otro lado, en los fondos de pensiones existe un riesgo similar por la naturaleza del sistema de multifondos. En este esquema, como una manera de conciliar el perfil de riesgo-retorno del fondo vis à vis del afiliado, estos pueden cambiar libremente de tipo de fondo según sus preferencias. Sin embargo, los cambios masivos de fondos obligan a las administradoras a modificar abruptamente los portafolios causando distorsiones y efectos adversos en el mercado local. La reciente aprobación de la Ley de agentes de mercado contribuye a acotar este fenómeno (Capítulo V).

Las CS enfrentan un desafío importante para cumplir con las obligaciones con sus asegurados en un escenario de bajas tasas de interés.

Las CS han enfrentado un extenso período de bajas tasas de interés. Esta situación ha sido un desafío para las compañías de seguros, especialmente para aquellas más intensivas en la venta de rentas vitalicias que se han vuelto menos atractivas respecto del retiro programado ofrecido por las AFP. Esta situación ha reducido una fuente de liquidez para ese segmento de CS, lo cual ha puesto presión a su situación financiera mediante una reducción de la rentabilidad con un posible impacto en su solvencia. En lo más reciente, en el contexto de medidas para enfrentar los efectos de la crisis sanitaria, mediante la Ley 21.330 se introdujo además la posibilidad para que pensionados o beneficiarios por renta vitalicia pudieran adelantar parcialmente el pago de sus rentas vitalicias, lo anterior sería un desafío de liquidez adicional para las CS.

En este contexto, tal como se explica en la sección final de este Capítulo, la ausencia de un marco legal apropiado para establecer requerimientos de capital basado en riesgo a estas compañías es un avance relevante y necesario.

La estructura compleja de conglomerados financieros puede incubar vulnerabilidades para la estabilidad del sistema financiero.

El sistema financiero chileno ha evolucionado en profundidad, complejidad, interconexiones e internacionalización. En él participan grupos empresariales nacionales y extranjeros, con presencia en dos o más industrias financieras reguladas, como por ejemplo bancos, compañías de seguros, valores y AFP^{2/}. La presencia de conglomerados en la industria financiera es una realidad internacional y su existencia generalmente se explica por la presencia de economías de escala y sinergias. Asimismo, la posibilidad de diversificar las fuentes riesgo y retorno del grupo al crear una amplia cartera de productos y servicios han fomentado la formación de conglomerados financieros.

Sin embargo, la presencia de conglomerados genera espacios para vulnerabilidades y riesgos con potencial efecto sistemático. Entre ellos, posibles problemas de transparencia, riesgos de contagio entre las componentes del grupo, posibles conflictos de interés a nivel de directorios o alta administración, espacios para arbitraje regulatorio, y riesgo moral. Todas estas vulnerabilidades representan un riesgo a la estabilidad financiera, especialmente cuando ellas puedan afectar a los bancos^{3/}. Una de las principales dificultades para enfrentar estos riesgos es que usualmente las entidades “aguas arriba” en la estructura societaria están fuera del perímetro regulatorio.

^{2/} A nivel internacional, se define un conglomerado financiero como cualquier grupo de compañías bajo control o influencia dominante común, incluyendo cualquier holding financiero, que mantenga actividad financiera material en al menos dos de los sectores financieros regulados de banca, seguros o valores. En el caso de Chile, se incorporan también las AFP en el espectro de actividades reguladas que pueden caer en el ámbito de un conglomerado financiero.

^{3/} Para una discusión más detallada de los diversos aspectos relativos a vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad del sistema financiero en relación a la presencia de conglomerados financieros, ver Recuadro V.I, IEF Segundo Semestre de 2013.

**TABLA IV.1 PRINCIPALES CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN CHILE EN 2019**

Conglomerados	Sectores	Banco	AFP (1)	Seguros	Otros Fin.	Total (MMUSD) (2)
I	B, S, FP	6	78	12	4	76
II	FP, S	0	83	15	1	64
III	FP, S	0	88	12	0	43
IV	FP, S	0	97	3	0	42
V	B, S	62	0	33	5	20
VI	B, S	44	0	56	0	19
VII	B, S	69	0	22	9	17
VIII	B, S	80	0	20	0	3

(1) Participación AFP en base a activos administrados.

(2) Incluye carteras administradas por la AFP.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de memorias y otra información pública.

Actualmente, en Chile se observan conglomerados financieros con participación relevante en los tres principales sectores regulados del sistema financiero: banca, seguros, y AFP. Uno de ellos mantiene participación en los tres segmentos, mientras que cuatro se concentran en banca y seguros, y otros cuatro en seguros y AFP (tabla IV.1); dando cuenta de que los conglomerados financieros tienen una presencia relevante en el país y, potencialmente, incidencia sobre la estabilidad del sistema. Cabe notar que la regulación de FP prohíbe estrictamente las transacciones con empresas relacionadas, lo que contribuye a mitigar los riesgos mencionados.

Por su parte, los OCNB implican algunos riesgos acotados en su condición de sujetos de crédito de la banca.

El financiamiento otorgado por bancos a OCNB (tales como, emisores de tarjetas, empresas de crédito automotriz, CAC y CCAF) es utilizado por estas entidades para proveer créditos de consumo. En este sentido, la cartera comercial de la banca contiene, indirectamente, elementos adicionales de riesgo de crédito de los hogares, lo cual es un aspecto que requiere atención desde una perspectiva de seguimiento de riesgos para el sistema bancario. Sin embargo, estos créditos bancarios provistos a OCNB son clasificados como parte de la cartera comercial del banco acreedor, y sujetos a los requerimientos de capital y de provisiones correspondientes.

La evaluación de riesgo de los OCNB, realizada bajo los criterios de la cartera comercial, considera sus riesgos subyacentes para lograr que la cartera de los bancos sea adecuadamente provisionada según los lineamientos de la regulación de provisiones de la CMF. Lo anterior cobra relevancia, debido a la menor diversificación de la cartera de los OCNB, la cual es generalmente de mayor riesgo que aquella de los préstamos de consumo bancarios.

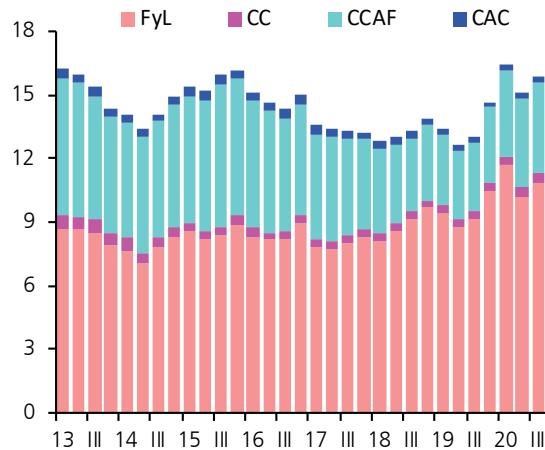
Al igual que los préstamos de consumo, las colocaciones comerciales a los OCNB se han contraído en lo más reciente, reduciendo de este modo la exposición total (directa e indirecta) de la banca al segmento de consumo (gráfico III.16). Así, al primer trimestre del 2020, los créditos comerciales a OCNB corresponden aproximadamente al 15% de la cartera de consumo bancaria (gráfico IV.7).

El sector asociado al retail ha tendido a ser absorbido por la banca en los últimos años.

Los emisores no bancarios de tarjetas de crédito asociados a las grandes cadenas del retail lograron posicionarse como OCNB muy relevantes hacia fines de los 2000. Sin embargo, durante los últimos años se generó un proceso de reconfiguración de la industria, la cual fue absorbida por el sector bancario y los emisores se transformaron en filiales de bancos comerciales (gráfico IV.8 y Recuadro III.1, IEF Primer Semestre 2019). De esta manera, la gestión de riesgos se consolida en el sector bancario, además de quedar estos emisores dentro del perímetro de regulación y supervisión bancaria.

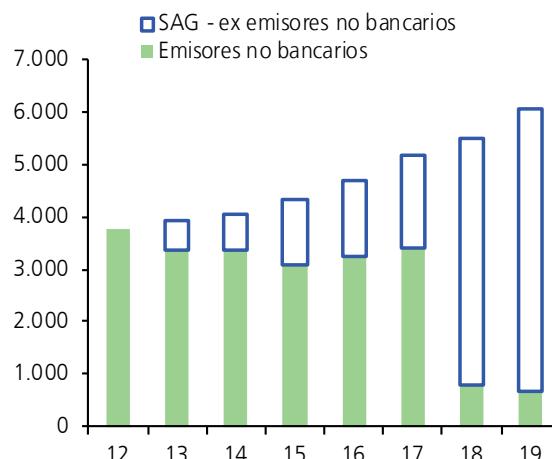


GRAFICO IV.7 CRÉDITO BANCARIO A OCNB
(porcentaje de la cartera de consumo bancario)



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

GRAFICO IV.8 COLOCACIONES EMISORES NO BANCARIOS DE TARJETAS DE CRÉDITO (*)
(USD millones, cartera al día)



(*) En diciembre de 2013, Banco Ripley adquirió una participación mayoritaria en la propiedad de CAR S.A. En mayo de 2015 Scotiabank adquirió el 51% de CAT Administradora de Tarjetas S.A., asociada a Cencosud. En Diciembre 2018, Promotora CMR y Presto S.A. se convierten en Sociedades de Apoyo al Giro de Banco Falabella y Banco BCI respectivamente.

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

CONSIDERACIONES DE POLÍTICA

En esta sección se analizan las fortalezas del marco de regulación y supervisión en Chile que actúan como mitigadores de los riesgos descritos en este Capítulo. Asimismo, se describen aquellos desafíos de política que permanecen pendientes y sobre los cuales sería prioritario avanzar.

Fortalezas del marco de regulación y supervisión en Chile

Los principales IFNB en Chile son FP, FM y CS, los cuales están sujetos a un marco regulatorio y de supervisión robustos.

En el caso de FP, el marco legal del D.L. 3.500 y la supervisión de la Superintendencia de Pensiones (SP) configuran un mitigador de riesgo sustancial, en tanto las inversiones con recursos de los FP están detalladamente reguladas, incluso con límites de inversión por instrumento y emisor que acotan la exposición de los fondos a entidades individuales. En el caso de los FM, se trata de activos al amparo de la supervisión de la CMF y sujetos a la regulación de la Ley Única de Fondos (Ley 20.712), la cual corresponde a un marco legal que uniformó y unificó las normas que regían para fondos mutuos y de inversión, y establece diversos resguardos respecto a sus inversiones (ver Capítulo V, IEF Segundo Semestre 2014).

En el caso de las CS, los mitigadores se relacionan principalmente con los requerimientos de solvencia y administración de riesgos establecidos en el DFL 251, que fueron recientemente fortalecidos, y la supervisión de la CMF. Adicionalmente, la implementación gradual de IFRS17 impulsada por la CMF reflejará de mejor forma la situación económica real del sector, favoreciendo una mejor gestión de riesgos.



Además, la regulación del BCCh sobre gestión de riesgos de liquidez de la banca constituye un mitigador importante para el riesgo de fondeo.

Históricamente, la regulación del BCCh sobre riesgo de liquidez ha establecido requerimientos sobre los descalces de plazos de los bancos en ventanas de 30 y 90 días, que fueron perfeccionados en 2015. En esa ocasión, se elevaron además los estándares para las políticas de gestión del riesgo de liquidez en la banca, y se aumentó la cantidad y calidad de información disponible para el supervisor. Además, se incorporaron medidas cuantitativas de Basilea III para el corto plazo (LCR, por sus siglas en inglés), y para el largo plazo (NSFR, por sus siglas en inglés). Así, la industria vio fortalecido el marco regulatorio sobre gestión de riesgo de liquidez. En particular, ello ocurrió a través de límites normativos para el LCR, según los cuales se requiere un alto nivel de activos líquidos para enfrentar adecuadamente escenarios de estrés que incluyen en su modelación la posibilidad de retiros abruptos de financiamiento de inversionistas institucionales descritos en este capítulo.

En Chile se sigue la práctica internacional sobre regulación para estabilizar la valorización de los fondos mutuos monetarios destinada a mitigar los riesgos de una liquidación intensiva de activos.

A nivel global domina la valorización estable y a tasa de compra de fondos mutuos monetarios. Según FSB (2020), ella asciende a aproximadamente un 80% de los FM monetarios globales no valorizados a mercado. Una posible causa para no adoptar la valorización a mercado de FM monetarios puede tener relación con que la estabilidad que otorga la valoración a tasa de compra sea una característica atractiva para los inversionistas.

En Chile, desde 2010 la regulación de la CMF sobre la valorización de FM tipo 1 mantiene la valoración de las cuotas a tasa de compra como una característica fundamental de los FM monetarios e incluye mecanismos para reducir su desviación respecto al valor de mercado (ver Recuadro III.2, IEF Segundo Semestre 2010).

Desarrollos de política financiera pendientes

Implementación de un marco legal que permita aplicar un modelo de Supervisión Basada en Riesgos (SBR) para CS.

Desde 2012, la CMF ha avanzado a un modelo de SBR para aseguradoras. Este consiste, fundamentalmente, en un marco de regulación y supervisión orientado hacia la evaluación, medición y gestión de riesgos en la industria de seguros, similar a las bases de los Acuerdos de Basilea para supervisión bancaria.

Con este modelo, la CMF evalúa la solvencia y gestión de riesgos en forma individual para cada aseguradora, lo que le ha permitido tener una supervisión activa y focalizar sus esfuerzos de fiscalización en las entidades que identifica mayores riesgos.

Sin embargo, la incorporación de requerimientos de capital regulatorio basado en riesgos, similar al aplicado a la banca, requeriría de un cambio del marco legal aplicable (DFL N°251). Con este fin, en 2011 se ingresó un proyecto de ley al Congreso. En 2013, el Consejo de Estabilidad Financiera se pronunció respecto de la importancia de este proyecto, calificando dicho avance como de alta prioridad desde un punto de vista sistémico, tomando en cuenta la relevancia e interconexión entre las CS y el sistema financiero local e internacional, su importante participación en conglomerados financieros, y la contingencia fiscal asociada a las obligaciones por rentas vitalicias, y seguro de invalidez y sobrevivencia que mantienen las compañías de seguros de vida^{4/}.

^{4/} La CMF publicó en 2013 una primera versión de metodología para determinar el requerimiento de capital basado en riesgo, a partir del cual ha interactuado con la industria para perfeccionar la metodología y adecuarla a la realidad local. Para ello se han realizado cinco ejercicios que han permitido al supervisor perfeccionar el modelo y generar experiencia en las aseguradoras para aplicar la metodología.



Avanzar hacia un marco de supervisión de conglomerados financieros permitiría consolidar requerimientos y límites a intermediarios financieros, de acuerdo con las exposiciones cruzadas y vínculos de propiedad.

En 2019 se fusionaron la SBIF y SVS en la actual CMF, consolidando en el perímetro del nuevo supervisor el grueso de la actividad financiera. Al encontrarse las distintas sociedades de un conglomerado financiero bajo la autoridad de un único organismo supervisor -en comparación con el modelo de supervisión sectorial que se desarrollaba históricamente en Chile-, se facilitaría su monitoreo, la evaluación de riesgos y la toma de decisiones coordinadas que afecten a distintas partes del conglomerado.

Sin embargo, el establecimiento de un supervisor integrado no es sinónimo de supervisión consolidada. Para ello, el marco legal debiera incluir al menos una definición formal de conglomerado financiero, las facultades del supervisor, y los requerimientos mínimos que se deberán considerar a nivel de grupo, en términos de capital, liquidez, gobierno corporativo y requisitos de organización societaria que faciliten una regulación y supervisión efectivas.

En este contexto, la CMF ha establecido dentro de sus objetivos estratégicos avanzar en una metodología de seguimiento de conglomerados y, durante este año, trabajar en una propuesta legal de supervisión consolidada que le otorgue las atribuciones necesarias para la efectiva supervisión de conglomerados financieros.

Un registro consolidado de información de crédito facilitaría la medición de riesgos directos e indirectos implícitos en carteras de consumo y la gestión de riesgo de crédito en general.

En Chile existe el registro de crédito de la CMF para el sistema bancario, cuya función es de supervisión. Este registro cuenta con información positiva de la deuda bancaria, como montos de deuda; y negativa, como situaciones de impago. No obstante, el registro no cuenta con información de actividad crediticia fuera del sistema bancario. Por otro lado, los burós de crédito privados acceden a información crediticia del sector no bancario, pero sólo compilan y procesan información negativa.

La transición de tarjetas de crédito del retail hacia el registro de crédito bancario durante los últimos años ha contribuido a consolidar información crediticia^{5/}. Sin embargo, persisten brechas relevantes respecto a la consolidación de información y en relación con el crédito provisto por otros OCNB, como por ejemplo en el crédito de consumo del sector, automotriz, factoring y leasing que ha mostrado altas tasas de crecimiento.

En consecuencia, como ha argumentado el BCCh anteriormente, el desarrollo de un registro consolidado de información de crédito, sin comprometer la capacidad actual de recopilar información de alta calidad de la deuda bancaria, permitiría reducir las distorsiones y mitigar riesgos correspondientes para la estabilidad financiera. En este sentido, la consulta pública iniciada por la CMF para mejorar la información de deudores complementaría el desarrollo de un registro de información crediticia consolidado (ver Capítulo V).

Conseguir mayor convergencia del marco regulatorio y supervisión aplicable a los OCNB.

Los marcos de regulación para estas entidades permanecen fragmentados, lo cual implica complejidades adicionales en relación a la propagación de riesgos hacia la industria bancaria descritos en este Capítulo. En este sentido, las CAC mantienen un esquema de supervisión dual (CMF y Ministerio de Economía). En tanto, las Cajas de Compensación y Asignación Familiar (CCAF) se encuentran supervisadas por SUSESO, siguiendo un marco legal que más bien busca proteger la integridad de las prestaciones de seguridad social. Por otra parte, empresas de factoring no se encuentran sujetos a esquemas de supervisión diferentes dependiendo de su desarrollo a través de filiales bancarias u otros modelos societarios.

^{5/} Adicionalmente, la regulación de la CMF sobre requisitos de información contable y financiera de las carteras de crédito consolidada en su Circular N°1 de 2017 y actualizada en 2018 y 2020 ha elevado la calidad de la información públicamente disponible.



CONCLUSIONES

El segmento IFNB en el sistema financiero chileno presenta características distintivas revisadas en este Capítulo, entre ellas un rol históricamente estabilizador de los inversionistas institucionales que han favorecido el desarrollo de mercado. Por otro lado, se observa el desarrollo de inversionistas institucionales con una elevada participación relativa, operando a través de una amplia red de interconexiones que puede revestir ciertos riesgos sistémicos.

Un mitigador importante de tales riesgos es la disponibilidad de un marco de regulación robusto al cual están sujetas la mayoría de estas entidades. Sin embargo, existen espacios de mejora relevantes que deben abordarse como son la implementación de un marco legal que permita aplicar cabalmente un modelo de supervisión basada en riesgos para CS, que facilitaría una mejor gestión de riesgos en la industria, y el desarrollo de un marco de supervisión consolidada de conglomerados financieros, lo que permitiría establecer requerimientos y límites apropiados según las exposiciones cruzadas y vínculos de propiedad.

Finalmente, si bien el segmento de OCNB tiene un peso relativo menor, son relevantes en el segmento de crédito de consumo. Así, el establecimiento de un registro consolidado de información de crédito, acompañado de un mayor grado de convergencia del marco regulatorio y supervisión aplicable, facilitarían la gestión de riesgo de crédito y el monitoreo del sector en general.



RECUADRO IV.1:

Red de interconexión IFNB-Bancos a través de activos de mercado

El desarrollo de los mercados financieros permite una mejor asignación de recursos entre los agentes y genera, a la vez, distintos tipos de interacciones entre las instituciones financieras que lo componen. En este contexto, la forma y tamaño de dichas interrelaciones son relevantes para la transmisión de shocks.

Este recuadro analiza las relaciones que se dan entre Instituciones Financieras No Bancarias (IFNB) y bancos a través de sus inversiones cruzadas en activos de mercado (Cobas, 2021). La red de interconexiones que así surge como resultado, adquiere relevancia en tanto sus cambios no solo determinan la posición de balance de las instituciones, sino que además afectan los precios de mercado y, con ello, la valoración de los portafolios de todos los integrantes. Cabe señalar que hay otras posibilidades de interconexiones que no son cubiertas en este análisis, por ejemplo, a través de créditos bancarios (Capítulo IV).

Esta red experimentó un aumento importante en la última década, proporcionando una fuente de financiamiento alternativo relevante para los bancos. Ello, no obstante, provoca una mayor exposición de éstos al riesgo de refinanciamiento, el que podría surgir tanto desde los fondos mutuos, por el plazo reducido de sus inversiones, como desde los fondos de pensiones, por el tamaño de los flujos que éstos vuelcan al sistema. Por otra parte, siendo los bancos actores centrales en esta red, agregan riesgos potenciales para las otras entidades que mantienen una alta concentración en títulos bancarios en sus carteras.

Metodología

El análisis utiliza estadística de redes para caracterizar la dirección, naturaleza y volumen de flujos de inversiones en activos de mercado emitidos por IFNB o bancos. La identificación del mapa de interconexiones permite, por un lado, clasificar las instituciones de acuerdo con el rol que juegan en la red, y por otro, conocer la velocidad y dirección en que se dispersan los shocks idiosincráticos o agregados en los precios de mercado de los títulos emitidos. Observando la evolución en el tiempo, se puede evaluar si una red se hizo más o menos riesgosa en términos de facilidad para propagar o absorber shocks idiosincráticos y agregados.

El análisis consideró 641 portafolios pertenecientes a bancos e IFNB locales tales como fondos de pensiones (FP), Fondos Mutuos (FM), Compañías de Seguros (CS) y otros (securitizadoras, cajas de compensación, y empresas de *factoring*), contabilizando inversiones en instrumentos de mercado emitidos por esas mismas instituciones^{1/}.

En este contexto, una conexión se determina a nivel de inversor/emisor cuando una institución posee activos emitidos por otra. El grado de “centralidad” de una institución o grupo en la red se refiere al número de conexiones que mantiene con otras instituciones del sistema, ya sea por el número de inversores que compran sus activos, o por el número emisores que integra en su portafolio. Esta medida permite comprender la importancia relativa de una institución dentro de la red en términos de su participación en los flujos totales.

^{1/} Los datos desagregados de FM, FP y CS son a diciembre 2020 y provienen de la Comisión para el Mercado Financiero y Superintendencia de Pensiones, mientras que los datos agregados de todas las instituciones son de inicios de octubre 2008 y 2020, y se obtuvieron de la base de DCV.

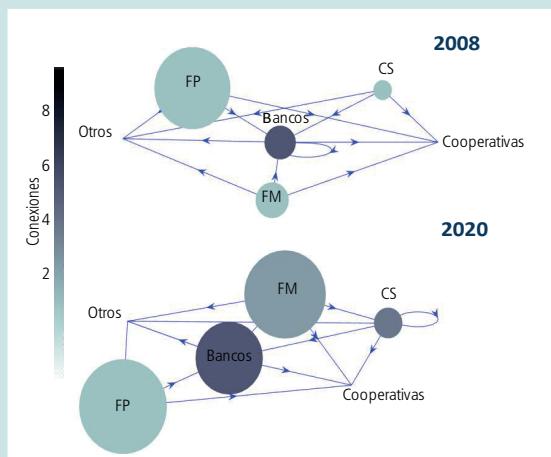


Instituciones agregadas

A nivel agregado, considerando grupos de instituciones, se puede observar un crecimiento significativo en volumen y conectividad de la red desde 2008 cuyo volumen alcanzó los US\$ 102 mil millones en 2020 (figura IV.1). En particular, los portafolios (en activos de mercado de la red) de FM, bancos y CS aumentaron 151%, 118% y 57% durante el periodo de análisis. Esta tendencia se enmarca en un crecimiento de los activos totales bajo manejo en estas instituciones (Capítulo IV). Los FP por su parte, no presentan mayores cambios en cuanto a conectividad, y su crecimiento en inversiones al interior del sistema (16%) es menor en este período.

A continuación, se considera el plazo ponderado de los instrumentos bancarios en los portafolios como una medida de riesgo de refinanciamiento que pueden encontrar las instituciones más conectadas del sistema (tabla IV.2). En 2020, las CS y los FM se situaron en los extremos de mayor y menor plazo, respectivamente. La menor madurez en activos se concentra en las inversiones de FM con 1,1 años que, por su parte, alcanzan a casi 10% de los pasivos totales en bancos. Por el contrario, las inversiones de CS promedian la mayor madurez con 13,9 años, aunque con un peso relativamente menor en los pasivos de los bancos. El principal peso en pasivos se observa en FP (10,3%) cuyas inversiones, a su vez, maduran en casi seis años.

FIGURA IV.1 BANCOS E IFNB: FLUJOS Y CONECTIVIDAD EN MONTOS Y PLAZOS (*)



(*) Los colores y la posición representan el grado de conectividad de la institución. Las flechas indican el flujo de las inversiones (de origen de los fondos a destino). El tamaño de las esferas representa el volumen de los fondos invertidos en activos en el subsistema.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV.

**TABLA IV.2 PLAZO DE INVERSIONES EN ACTIVOS DE BANCOS (*)
(años, porcentaje)**

Instrumento	Bancos	FP	FM	CS
Bonos Banco	5,8	5,6	2,9	10,0
Bonos Hipotecarios	8,0	9,3	7,7	7,7
Bonos Subordinados	18,2	15,5	8,5	17,0
Depósitos a PF	0,5	0,6	0,3	11,0
Letras Hipotecarias	9,9	6,8	7,2	11,0
Promedio ponderado	5,7	5,9	1,1	13,9
% Pasivo Bancos	6,5	10,3	9,9	0,2

(*) Promedio ponderado en años y peso relativo en pasivos de bancos en porcentaje.

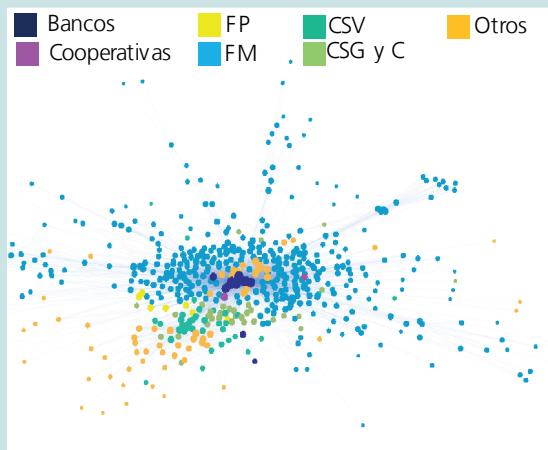
Fuente: Banco Central en base a información del DCV.

Instituciones a nivel individual

A nivel individual, es posible observar que la red se despliega en un formato de estrella en la que gran parte de los bancos se encuentran al centro (figura IV.2). Esta formación es de suma importancia porque implica que un shock a una de estas entidades centrales se propaga de manera directa a buena parte del sistema. Los bancos actúan como principales emisores del subsistema, y sus títulos se dispersan a través de 145 portafolios en promedio (gráfico IV.10) y en el caso de instituciones más conectadas alcanzan hasta 280 portafolios del sistema (gráfico IV.11).



FIGURA IV.2 INSTITUCIONES E INTERCONECTIVIDAD (*)



(*) El tamaño y la posición de los nodos se determina de acuerdo con su nivel de centralidad en la red (número de interconexiones). Otros incluye securizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*.

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

GRAFICO IV.9 CONEXIONES PROMEDIO POR FIRMA(*)
(número de conexiones)



(*) Otros incluye securizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SP y CMF.

Varias instituciones del grupo FM y otros se suman a las instituciones con mayor grado de centralidad, actuando como receptores de inversiones. Sin embargo, el elevado número de FM y su heterogeneidad en términos del número de conexiones con el sistema (entre 0 y 38) resultan en el reducido valor observado al calcular el promedio del grupo (gráfico IV.9).

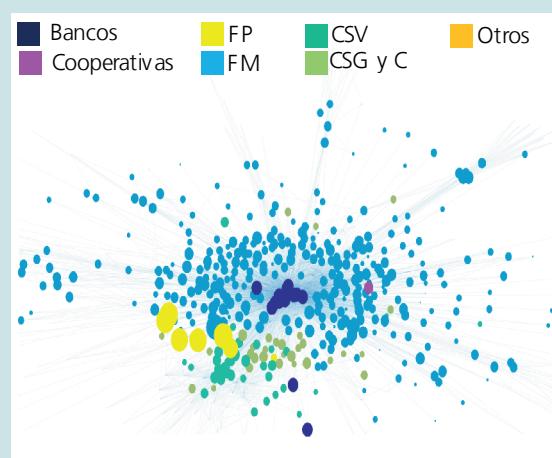
Tomando en cuenta únicamente el grado de conectividad, los FP pasan a tener una relevancia intermedia en el sistema, manteniéndose debajo de las 30 conexiones promedio, y en ningún caso dentro de las instituciones más conectadas (gráfico IV.10). Sin embargo, sí muestran una concentración relevante en activos bancarios, dado que cada FP se conecta con diez bancos en promedio.

GRAFICO IV.10 30 INSTITUCIONES MÁS CONECTADAS(*)
(número de conexiones)



(*) Otros incluye securizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SP y CMF.

FIGURA IV.3 INSTITUCIONES, INTERCONECTIVIDAD Y VOLUMEN DE INVERSIONES(*)



(*) Otros incluye securizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SP y CMF.



Las CS, tanto de vida como de crédito y generales, conforman un conjunto concentrado en la parte inferior del mapa. Este comportamiento resulta de portafolios de inversión relativamente parecidos entre ambos grupos, que generan una conectividad similar y, por ello, una menor distancia mutua a la vez de una mayor distancia respecto de otras instituciones del subsistema.

En términos de tamaño, los FP pasan a ser participantes críticos, aportando 32% del volumen total invertido dentro del subsistema (figura IV.3). Mientras, algunos FM alcanzan montos relevantes, comparables con los de las CSV y CSGC (Seguros de Vida y Generales y de Crédito)^{2/}.

Finalmente, el ranking de las 30 instituciones más conectadas identifica a 11 bancos –entre éstos, ocho “superconectados” que tienen hasta 283 conexiones–, 11 instituciones del grupo otros, una cooperativa, y varios casos de FM, CSV y CSGC con cerca de 50 conexiones.

Consideraciones Finales

El crecimiento observado en la red de activos financieros emitidos por IFNB y bancos confirma su relevancia para estas instituciones como una vía de diversificación tanto de los portafolios de inversiones como de las fuentes de financiamiento. En esa dimensión, en primer lugar, la red se podría beneficiar de contar con un mayor número de emisores para mitigar potenciales riesgos idiosincráticos originados por ejemplo en cambios en la percepción de riesgo o en la necesidad de liquidar activos bancarios. Estos shocks podrían generar presión sobre el precio de esos activos, activar liquidaciones de activos, y de esta forma afectar el fondeo de la banca estresando sus niveles de liquidez y con ello al conjunto del sistema. Lo anterior se exacerbaba en el caso de los bancos que poseen más conexiones, cuyos activos se encuentran en portafolios que involucran a la mitad de la red. En segundo lugar, es necesario notar que por tratarse de inversores profesionales, estas instituciones ante nueva información, ajustan sus portafolios de forma más rápida que inversores privados, pudiendo contraer o revertir sus posiciones de forma más abrupta en momentos de tensión. En efecto, los fondos de pensiones son los principales inversores, aportan un tercio de los fondos a la red y presentan alta concentración en activos bancarios. De esta forma, retiros masivos de fondos, o movimientos clave entre portafolios pueden introducir una importante tensión al sistema a través de liquidaciones de activos con sus consecuentes ajustes de precios de mercado. Desde otro punto de vista, en cuanto a la relación con los bancos, si bien las inversiones de FP dentro de la red se concentran en activos de éstos, se trata de títulos que promedian 6 años de plazo. Ello, aunado al comportamiento *buy & hold* de estas instituciones (Capítulo IV), determina que el riesgo de refinanciamiento se mantenga acotado.

Este recuadro entrega una visión complementaria al análisis del Capítulo IV, que analiza las interconexiones entre IFNB y bancos desde el punto de vista del financiamiento. Al concentrarnos en activos de mercado, se encuentra que el rol preponderante de los FP, en cuanto a volumen invertido, fue dando paso a participaciones compartidas con FM y bancos más recientemente. Por el contrario, al observar la conectividad, los bancos se destacan entre el resto de las instituciones por su alto grado de centralidad en el sistema y conexiones inmediatas con la mayoría de las instituciones que lo conforman.

^{2/}La consideración de los volúmenes de inversión reduce la importancia relativa de otras instituciones al desconocerse los portafolios de inversión de estas instituciones.



V. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

Desde el Informe anterior, buena parte de las medidas regulatorias para enfrentar las consecuencias económicas y financieras de la crisis sanitaria han mantenido su vigencia, han sido renovadas o adaptadas a las nuevas necesidades surgidas de la crisis del Covid-19. Por su parte, la agenda de implementación de la política financiera del Banco Central de Chile (BCCh) continúa avanzando –especialmente en lo referido a la modernización de la regulación cambiaria y el fortalecimiento de las infraestructuras financieras– al igual que otras iniciativas regulatorias permanentes mas estructurales, entre las que destacan la reciente aprobación de la Ley que refuerza la conducta y responsabilidades de los agentes de mercado, y la implementación de los estándares de Basilea III contenidos en la nueva Ley General de Bancos.

MEDIDAS PARA ENFRENTAR EFECTOS DEL COVID-19

Parte importante de las medidas de flexibilización regulatoria adoptadas el año pasado para mitigar los efectos económicos y financieros de la crisis sanitaria mantienen su vigencia, o han sido renovadas, al menos hasta los primeros meses de este año.

Principales medidas adoptadas en Chile^{1/}.

En el caso de Chile, al igual que en otras economías del mundo, las medidas adoptadas han combinado el esfuerzo fiscal, con medidas de liquidez del Banco Central y ajustes regulatorios. Esto ha requerido cambios en la legislación o en las regulaciones sectoriales, en la mayoría de los casos transitorias.

Entre los esfuerzos fiscales para apoyo a las empresas, el programa FOGAPE ha cumplido un rol importante, siendo extendido recientemente a través de una nueva reforma legal.

El 3 de febrero se publicó la Ley N° 21.307, que modifica el FOGAPE, con el objeto de potenciar la reactivación y la recuperación de la economía. Los denominados créditos “FOGAPE Reactiva” están destinados a inversión, refinanciamiento de determinados créditos vigentes y de capital de trabajo.

A diferencia de los créditos FOGAPE-Covid, que pueden ser otorgados hasta el 30 de abril, los créditos FOGAPE Reactiva pueden ser otorgados hasta el 31 de diciembre. Además, la tasa nominal podrá ser de hasta TPM más 0,6% mensual, equivalente a un 7,7% anual considerando el nivel actual de la TPM, lo que puede permitir el acceso a empresas más riesgosas o más pequeñas.

El programa FOGAPE Reactiva establece también mayores garantías estatales para los sectores más afectados por la crisis y para créditos que financien inversión en activos fijos. El monto total de garantías de FOGAPE no se ve modificado con la entrada en vigencia de esta Ley, manteniéndose éste en 3.000 millones de dólares. Sin embargo, el programa apunta a aumentar el acceso para micro y pequeñas empresas e impulsar el uso de garantías aún disponible.

^{1/} No se incluyen en el análisis las medidas excepcionales de provisión de liquidez adoptadas por el BCCh, y que están disponibles en el sitio web institucional.



Como medida de apoyo a los hogares, se legisló la postergación de cuotas de créditos hipotecarios y la creación de una garantía estatal asociada.

La Ley N° 21.299, publicada el 4 de enero permite a los acreedores de créditos hipotecarios otorgar créditos de postergación, los que podrán ser garantizados por la hipoteca correspondiente y, además, por una garantía estatal otorgada por el FOGAPE.

La Ley contempla que los créditos de postergación sólo pueden ser utilizados para pagar cuotas completas y consecutivas, y no podrán tener una tasa de interés superior a la del crédito original. Se establece asimismo que la garantía estatal tendrá una vigencia de 60 meses, sólo podrá pagar hasta un máximo de seis cuotas, y que el avalúo comercial del inmueble no puede superar las 10.000 UF.

Asimismo, desde el último IEF también se aprobaron dos nuevos retiros de ahorros previsionales

El segundo retiro de ahorros previsionales (Ley 21.295) fue promulgado el 4 de diciembre del año pasado, mientras que en abril de este año el Congreso aprobó un tercer retiro. Estos nuevos retiros comparten con el primero los montos retirables: 10% de los ahorros previsionales, con un piso de 35 UF y un máximo de 150 UF.

Sin embargo, los retiros se diferencian en que algunos de ellos son reformas constitucionales, en el tratamiento tributario de los fondos retirados, y en los plazos contemplados para la entrega de los mismos. Así, mientras el primer y tercer retiro corresponden a reformas constitucionales y los fondos retirados no constituyen renta o remuneración para ningún efecto legal, los fondos del segundo retiro constituyen renta para las personas con rentas imponibles superiores a 30 UTA. Adicionalmente, mientras en el primer retiro el 50% de los fondos debía ser entregado hasta 10 días hábiles después de presentada la solicitud, y el 50% restante dentro de 30 días desde el desembolso anterior; en el segundo retiro el último plazo se reduce a 10 días. A su vez, en el tercer retiro la entrega del total de los montos autorizados se debe efectuar en un plazo máximo de 15 días hábiles.

En este contexto, para contener potenciales aumentos de volatilidad en los mercados como consecuencia de cambios relevantes de los portafolios de los fondos de pensiones asociados al segundo retiro de fondos previsionales, el BCCh reabrió los programas especiales de Compra Contado y Venta a Plazo (CCVP), de compra de Depósitos a Plazo, y extendió la ventanilla REPO con empresas bancarias, vigente desde noviembre de 2019, originalmente hasta mayo de 2021. En línea con lo anterior, el BCCh recientemente renovó dichas medidas para mitigar efectos disruptivos asociados al tercer retiro^{2/}. Así, se mantienen las dos primeras, ampliando los instrumentos bancarios aceptados por la ventanilla a los depósitos a plazo, y, respecto a la tercera, se extiende su periodo de vigencia hasta agosto de 2021. Cabe señalar que tanto las AFP como las CSV tienen a su disposición mecanismos de mercado que están abiertos y disponibles para proveer liquidez y facilitar un ajuste ordenado de sus portafolios.

En el ámbito regulatorio, se extendió la flexibilización de la norma de liquidez aplicable a las empresas bancarias (Capítulo III.B.1.1, CNF), así como otras flexibilizaciones que contribuyen a mantener activo el canal del crédito.

Como se indicó en el IEF del 1er semestre de 2020, en marzo del año pasado, el BCCh decidió, de manera excepcional y transitoria, suspender por 90 días el cumplimiento de los requerimientos de descalce de plazos tanto a 30 como a 90 días, medida que fue prorrogada en ocasiones sucesivas debido a la persistencia de las circunstancias que dieron origen a la misma. Esta medida fue prorrogada el pasado 6 de abril hasta diciembre de este año.

^{2/} Véase [Banco Central dispone medidas ante nuevo retiro de fondos previsionales](#)



Asimismo, continúan estando vigentes medidas adoptadas el año pasado por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) como la flexibilización de los plazos de implementación de Basilea III, el tratamiento especial de provisiones asociadas a los créditos Covid-19 y el de las garantías estatales en el cálculo de los Activos Ponderados por Riesgo.

De manera adicional, el 23 de abril la CMF dispuso que hasta el 31 de julio se congelarán las provisiones de bancos y cooperativas de ahorro y crédito asociadas a créditos de la cartera comercial que hayan sido reprogramadas como consecuencia de flexibilizaciones otorgadas por estas instituciones financieras. Para acceder a este tratamiento, los créditos deben cumplir con las siguientes condiciones: estar al día o con mora menor a 30 días al momento de la reprogramación; los períodos de gracia o créditos de postergación no pueden sumar más de seis meses consecutivos; los bancos deben poner especial atención a deudores que se hayan acogido a postergaciones anteriores, debiendo mostrar un buen comportamiento de pago entre postergaciones.

Para facilitar la operación física durante la pandemia, se extendió la flexibilización a regulación de Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y Extranjera (Capítulo III.H.1, CNF).

Como se indicó en el IEF anterior, en agosto del año pasado, el BCCh decidió, de manera excepcional y transitoria, suspender por un plazo de tres meses la aplicación del límite individual de \$50 millones para presentar a canje, compensación y liquidación a través de esta Cámara los vales y otros documentos a la vista emitidos en moneda nacional por empresas bancarias.

Debido a la persistencia de las circunstancias o contingencias que dieron lugar a la adopción de la medida, en el mes de abril se prorrogó nuevamente su aplicación hasta que se decrete la finalización del Estado de Excepción Constitucional de Catástrofe debido a la pandemia COVID-19.

A nivel internacional, no es homogénea la mantención de las medidas adoptadas para enfrentar la pandemia.

TABLA V.1 MEDIDAS PRUDENCIALES UTILIZADAS DURANTE LA PANDEMIA Y SU DURACIÓN
(jurisdicciones seleccionadas)

Autoridad/medida	2020				2021			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Reino Unido (Bank of England)								
Reducción buffer de capital								
Cambio en requerimientos de pilar 2								
Europa								
Reducción de requerimientos prudenciales (ECB)								
Flexibilización en tratamiento de NPL								
Postergación IFRS y leverage								
Estados Unidos (FED, OCC, FDIC)								
Reducción de encaje y buffers de capital								(*)
Reprogramaciones no cuentan como activos en problemas								
Postergación de leverage; transición más larga de norma de provisiones								

(*) No se ha informado la normalización de los requerimientos

Fuentes: Reserva Federal, Banco de Inglaterra y Comisión Europea.



Durante el primer semestre del año pasado muchas jurisdicciones adoptaron medidas como una forma de evitar la contracción del crédito. Así, jurisdicciones como el Reino Unido, Estados Unidos y la Unión Europea redujeron los colchones de capital o alentaron su uso. Otras medidas que se adoptaron fueron el relajamiento de los requerimientos normativos de liquidez y de políticas de otorgamiento de crédito o clasificación de morosos (tabla V.1).

No obstante, en la actualidad se observa un panorama heterogéneo en términos de mantención de dichas medidas. Así, mientras en el Reino Unido la reducción del CCyB y de otros buffer de liquidez y capital se mantendrá al menos hasta fines de este año, otros, como Estados Unidos y la Unión Europea han empezado a revertir algunas de las medidas.

DESARROLLOS DE LARGO PLAZO DE POLÍTICA FINANCIERA EN CHILE Y EL RESTO DEL MUNDO

En Chile, las autoridades financieras han continuado avanzando en su agenda de largo plazo, la que responde a temas más estructurales del funcionamiento del sistema financiero y no se relaciona directamente con la respuesta a la pandemia. A continuación se presenta la agenda de política financiera del BCCh para el año 2021, así como los principales desarrollos recientes de otros reguladores financieros, y leyes aprobadas recientemente por el Congreso.

La agenda de política financiera del Banco Central de Chile contribuye a la contención de riesgos para la estabilidad financiera.

El Banco ha continuado el desarrollo de diversas medidas regulatorias, muchas de ellas de largo aliento y en las que este año se espera cumplir con nuevos hitos relevantes. Estas iniciativas van desde aumentar la integración financiera hasta hacer más robusto el funcionamiento de las infraestructuras y sistemas de pago de alto y bajo valor. Las principales medidas contempladas para este año, y su aporte en la contención de riesgos se muestran en la tabla V.2 y se explican a continuación.

El Banco está analizando nuevas modificaciones a la regulación de liquidez.

La regulación sobre gestión de liquidez de los bancos fue emitida en 2015 (Capítulo III.B.2.1 de su CNF). En ella se incorporaron, entre otros elementos, los indicadores cuantitativos de liquidez sugeridos por Basilea III. En el caso de la razón de cobertura de liquidez de corto plazo (LCR, por sus siglas en inglés) se estableció como límite cuantitativo en forma gradual, mientras que la razón de financiamiento estable (NSFR, por sus siglas en inglés), se estableció únicamente como un requerimiento de información.

Actualmente, en tanto se ha conseguido un mayor consenso internacional respecto a la aplicación del NSFR, el BCCh está considerando su incorporación gradual como límite normativo del NSFR. Adicionalmente, se está considerando una revisión de la aplicación de los límites según descalces de plazo aplicados históricamente, entre otros elementos. Se espera publicar una propuesta para consulta al público en los meses siguientes.

El proceso de modernización de la regulación cambiaria sigue según lo planificado.

En marzo de este año entró en vigor la autorización para que determinadas operaciones transfronterizas puedan ser realizadas con el peso chileno. Las restantes operaciones podrán realizarse con la moneda local a partir de septiembre.

Lo anterior constituye una base muy importante para avanzar en el proceso de internacionalización del peso chileno y aumentar la competencia en el mercado cambiario local. Como se señaló en el IEF anterior, existen factores fuera del alcance del BCCh que permitirían potenciar esta medida, tales como aclarar el tratamiento



tributario de algunas actividades que se podrían desarrollar y eventualmente algunos aspectos de la regulación financiera, lo que deberá ser evaluado en su mérito y alcance por la autoridad correspondiente. Por ejemplo, la CMF recientemente publicó una Circular para permitir la apertura de cuentas corrientes sin cheques, lo que contribuye en esa dirección. Hacia adelante, es necesario monitorear con detención los desarrollos que se produzcan a raíz de estas iniciativas, y cualquier dificultad que impida avanzar en este proceso de internacionalización del peso.

Como se reportó en el IEF del segundo semestre de 2019, el proceso de modernización de la regulación cambiaria contempla también una revisión de los requisitos con que deben cumplir las entidades del Mercado Cambiario Formal, y la publicación de un nuevo Compendio de Normas de Cambios Internacionales, reorganizado conceptualmente. Se espera publicar en consulta la primera de estas iniciativas durante el primer semestre de este año, y la segunda hacia finales del mismo.

TABLA V.2 AGENDA DE POLÍTICA FINANCIERA DEL BCCH 2021

Iniciativa	Contenido	Contribución a la contención de riesgos
Reforma de regulación de liquidez	Mayor convergencia a los estándares internacionales en la materia	Promover mejor y más eficiente gestión de liquidez y aumentar la comparabilidad con otras jurisdicciones
Modernización de la regulación cambiaria	Fase 2 en vigor, luego de consulta pública. Fases 3 y 4 se abordarán durante este año	Mayor integración internacional y mejorar capacidad de monitoreo del mercado cambiario
Incorporación del Peso Chileno a CLS	Avances hacia la implementación: cierre procesos de <i>engagement</i> y <i>due diligence</i> (2020), y confirmación de participación por parte de 2 bancos	Acotar riesgos de contraparte, reducción mercado OTC y mejorar la capacidad de monitoreo en transacciones cambiarias transfronterizas
Implementación CCyB	Documento explicando objetivos de política del Consejo y estrategia de implementación del CCyB	Completar la implementación de BIII, aumentar la resiliencia bancaria y aumentar la transparencia
Agenda de pagos minoristas	Ajuste requisitos prudenciales Capítulo III.J.2 en vigor, y publicación en consulta normas para Cámaras de Compensación de Pagos de Bajo Valor	Promover competencia y desarrollo de mercados, y avanzar hacia pagos instantáneos firmes e irrevocables
Desarrollo de sistemas de pago e infraestructuras de Alto Valor	Inicio de liquidación en Sistema LBTR- USD de los saldos en dólares de la Cámara de Compensación de Cheques, y publicación del marco regulatorio para Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera	Promover mejor gestión de riesgo de liquidación y riesgo cambiario, reducción de mercados OTC, y mayor capacidad de monitoreo

Fuente: Banco Central de Chile



También continúa el avance en el proceso de incorporación del Peso Chileno al Sistema *Continuous Linked Settlement* (CLS)

Esta iniciativa impulsada por el BCCh (ver Recuadro VI.1, Informe de Estabilidad Financiera Segundo Semestre 2019) ha continuado su avance durante este semestre. Destacan en particular la conclusión de los procesos de *engagement* y de *due diligence*, dos hitos muy importantes para el proyecto, así como los anuncios formales de la participación de dos bancos locales en el Sistema CLS, uno en condición de *nostro* (banco corresponsal en CLS), y el otro como *nostro* y miembro liquidador. En los próximos meses será necesario un intenso trabajo de coordinación entre CLS, el BCCh y las entidades que han anunciado su participación en CLS. Los resultados de este proceso determinarán la posibilidad de iniciar la etapa de implementación, que es la última etapa antes que el Peso Chileno sea una moneda elegible para liquidar en CLS. Se debe tener presente que el proceso de internacionalización del peso chileno es independiente del desarrollo del proyecto CLS, y por tanto sigue su propio curso.

Prontamente se comunicarán los principios orientadores y elementos fundamentales para la implementación de colchón de capital contra cílico (CCyB, por su sigla en inglés).

Tal como se ha indicado en Informes anteriores, el período 2020-21 se ha dedicado al desarrollo y preparación interna de principios, metodologías y protocolos para la implementación de esta herramienta y su comunicación al mercado. Se espera la próxima publicación de estos principios de implementación, restando únicamente cerrar últimos elementos con la CMF, dada la necesidad de coordinación institucional para el uso adecuado del CCyB.

El Banco realizó ajustes en sus normas de Operadores de Tarjetas de Pago, y puso en consulta un nuevo marco regulatorio para la compensación de pagos de bajo valor.

El Banco modificó los requisitos prudenciales para los Operadores de Tarjetas de Pago, de manera de incorporar un mayor grado de proporcionalidad en los requisitos de capital y liquidez que estas entidades deben mantener.

Asimismo, el 8 de marzo se publicó en consulta un nuevo marco de regulación para la creación y el funcionamiento de Cámaras de Compensación de Pagos de Bajo Valor (CPBV). Esta regulación busca adaptarse y dar flexibilidad a los nuevos desarrollos e innovaciones que permitan ampliar y diversificar los medios de pago disponibles en el sistema financiero, permitiendo la compensación de transacciones originadas en distintas plataformas y, al mismo tiempo, estableciendo resguardos prudenciales mínimos. En el Recuadro V.1 se entregan mayores detalles de esta iniciativa.

Se inició la liquidación en dólares de la Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y Extranjera.

Como fue informado en el IEF anterior, desde marzo del 2020 se encuentra en operación la liquidación interbancaria de dólares estadounidenses a través del Sistema LBTR del BCCh (Sistema LBTR USD), canalizando pagos interbancarios que alcanzaron un valor promedio diario de US\$23 millones en marzo de 2021. A partir de esta implementación, se posibilitó el desarrollo de cámaras de compensación de pagos que involucran como etapa final la liquidación en dólares en dicho Sistema.

En particular, en agosto de 2020 fue publicada la normativa aplicable a la Cámara de Compensación de Cheques y otros Documentos en Moneda Nacional y Extranjera, determinando que los saldos netos en dólares resultantes de dicha Cámara fueran liquidados en el Sistema LBTR USD. Esta iniciativa requirió un período de ajuste e implementación operacional que culminó durante este año.



A partir del 1 de marzo de 2021 comenzó a operar la modalidad de liquidación en el sub Sistema LBTR USD de los saldos netos deudores y acreedores en dólares de la Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y Extranjera (Capítulo III.H.1. CNF). Por ello, a partir de esa fecha quedó sin efecto la aplicación de la autorización excepcional y transitoria que establecía que los bancos deudores participantes de esta Cámara podían pagar sus saldos netos deudores en dólares mediante transferencias SWIFT interbancarias, contra cuentas corrientes en dólares que mantengan en sus bancos correspondientes, en la plaza de Nueva York.

Se publicará prontamente el nuevo marco regulatorio para el establecimiento de una Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera.

Luego de un proceso de consulta pública iniciado en enero de 2021, en las próximas semanas se publicará la versión definitiva del marco regulatorio aplicable a las Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor.

De acuerdo con esta nueva regulación, una o más entidades privadas podrían implementar una Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera (CCAV FX) para realizar la compensación de los pagos originados en operaciones de cambios internacionales, efectuadas en el mercado *spot*, correspondientes a compras y ventas de dólares de los Estados Unidos de América contra moneda nacional.

Las entidades interesadas en implementar una CCAV FX que cumplan con los requisitos establecidos en este nuevo marco regulatorio deberán presentar el respectivo Reglamento Operativo con los detalles de funcionamiento de esta Cámara, el cual deberá ser aprobado por el BCCh, así como realizar posteriormente las pruebas operacionales necesarias para liquidar sus operaciones en el Sistema LBTR, tanto en moneda nacional como en dólares.

Adicionalmente, esta nueva normativa incluye el fortalecimiento de los requerimientos prudenciales aplicables a la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional vigente. Los detalles de esta iniciativa se presentaron en el Recuadro VI.1 del IEF anterior.

El Banco reconoció a las bolsas de productos como parte del Mercado Secundario Formal Nacional.

El BCCh otorgó su reconocimiento como mercado secundario formal nacional, para efectos de lo dispuesto en el artículo 48 del D.L. 3.500 de 1980, a las bolsas de productos constituidas según la ley N°19.220, y a los correderos de bolsa que actúen como miembros de ella.

El marco legal establece que las transacciones con recursos de los fondos de pensiones deben realizarse en un mercado secundario formal, facultando al BCCh para determinar cuáles serán considerados como tales. El BCCh ha ejercido dichas facultades en el Capítulo III.F.3 del CNF, determinando que el mercado secundario formal nacional está formado por bolsas de valores constituidas según el Título VII de la Ley de Mercado de Valores, y los correderos de bolsa que actúan como miembros de ella; por el propio BCCh en tanto oferente de títulos, en las condiciones que esa norma contempla; y, desde el 14 de abril de 2021, por bolsas de productos constituidas según lo dispone la Ley N°19.220, y los correderos de bolsa que actúan como miembros de ella.

En paralelo, el BCCh otorgó en términos favorables el informe previo solicitado por la Superintendencia de Pensiones para incorporar los Títulos Representativos de Facturas emitidos por bolsas de productos constituidas según la ley N° 19.220, y custodiados en empresas de depósitos de valores reguladas por la ley N° 18.876, al conjunto de instrumentos elegibles para la inversión con recursos de los fondos de pensiones.



OTRAS INICIATIVAS LOCALES

Implementación de Basilea III

En noviembre del año pasado, la CMF emitió la normativa para la identificación de bancos de importancia sistémica y la determinación de exigencias adicionales para dichas instituciones. Para ello se construye un índice de importancia sistémica en base a cuatro factores: tamaño, interconexión, sustituibilidad y complejidad de la institución^{3/}. Este índice, que se calculará anualmente en base a información reportada por los bancos, determinará un rango de exigencias adicionales de capital.

En marzo de este año por primera vez se informaron, con acuerdo previo del BCCh, los bancos que revisten la calidad de sistémicos en Chile. Estos son: el Banco de Chile, Banco de Crédito e Inversiones, Banco del Estado de Chile, Banco Santander-Chile, Itaú Corpbanca y Scotiabank Chile.

Respecto de los requisitos adicionales, cabe señalar que la CMF decidió en abril del año pasado postergar la implementación este estándar de Basilea III como consecuencia de la crisis sanitaria. Así, los mayores requisitos de capital podrán constituirse gradualmente desde diciembre de 2022 y hasta diciembre de 2025.

Flexibilización de requisitos de apertura de cuentas corrientes

El 28 de abril, la CMF publicó una modificación al Capítulo 2-2 de la Recopilación Actualizada de Normas para permitir a los bancos ofrecer cuentas corrientes sin cheques. Esta propuesta busca que los bancos puedan ofrecer productos más adecuados a las necesidades de sus clientes y a un menor costo, considerando que el uso de los cheques como medio de pago ha disminuido sostenidamente en los últimos años.

Esta medida también habilitará a personas no domiciliadas o residentes en Chile abrir y mantener cuentas corrientes en pesos, sin necesidad de fijar su domicilio en el país, lo que potenciará las medidas adoptadas por el BCCh, explicadas anteriormente en este capítulo, para permitir el uso de la moneda local en operaciones transfronterizas.

Implementación del estándar contable IFRS17 en el mercado de seguros chileno

La CMF publicó en consulta en el mes de enero una normativa para la implementación de IFRS17 en el mercado de seguros chileno. Este marco regulatorio tiene el objetivo de modernizar la normativa de reservas técnicas, alineándola a las mejores prácticas internacionales, incluyendo la valorización económica de dichos pasivos, y favoreciendo una mejor gestión de riesgos. La adopción de este estándar se fundamenta en una serie de beneficios esperados, como son una mayor congruencia con el marco conceptual de supervisión basada en riesgo (SBR), mayor transparencia y el acceso a información necesaria para una mejor gestión de riesgos, entre otros aspectos.

Desde 2012 el supervisor ha avanzado en la implementación de un modelo de SBR, que evalúa la solvencia y gestión de riesgos en forma individual para cada aseguradora. Esto le ha permitido tener una supervisión activa y focalizar sus esfuerzos de fiscalización en las entidades donde identifica mayores riesgos. Sin embargo, la implementación de requerimientos patrimoniales basados en riesgo y modificaciones al régimen de inversión, necesarios para la aplicación global de SBR, requieren de la aprobación de modificaciones legales que se iniciaron en el Congreso en 2011.

^{3/} Para mayores detalles, ver Informe Normativo, Factores y metodología para calificar un banco o grupo de bancos como de importancia sistémica, conforme al artículo 66 quáter de la LGB, y modificación de las disposiciones del Capítulo 12-14 de la RAN, sobre aplicación del artículo 35 de la misma Ley (CMF, Noviembre 2020).



La implementación de IFRS 17 representa un desafío para la industria, e implicará costos significativos en el desarrollo de sistemas informáticos, generación de información y capacitación actuarial. Este efecto de corto plazo será mitigado por una implementación gradual y flexible por parte de la CMF. Con todo, desde una perspectiva estructural, este avance constituye un desarrollo positivo para el sistema financiero, ya que permitirá reflejar la real situación económica y financiera de las compañías de seguros.

Aumento de envío de información de deudores a la CMF

Los bancos, sociedades de apoyo al giro colocadoras de crédito y las cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la CMF, envían regularmente información de sus deudores a dicho organismo, la cual queda disponible para los deudores y las instituciones financieras que por ley pueden recibirla.

En este contexto, para mejorar la información de deudores en el sistema financiero, la CMF publicó en consulta dos normas. Una busca aumentar la frecuencia de reporte (de mensual a semanal), y reducir los plazos en que las instituciones financieras deben enviar los archivos de deuda asociados a la nómina de deudores a la CMF (de siete días hábiles a uno). La otra establece la información que deben proporcionar los emisores de tarjetas de crédito no bancarias, así como las medidas de control para su preparación y el manejo de la nómina de deudores, dado que fueron habilitados a recibirla luego de un cambio a la Ley General de Bancos.

Estas medidas de la CMF ciertamente contribuyen a contar con mejor información de deudores, pero no son sustitutos de un registro de deuda consolidada.

Iniciativas legales

La recientemente publicada Ley N° 21.314, que refuerza la conducta y responsabilidades de los Agentes de Mercado, tiene por objetivo fortalecer la confianza en los mercados y promover su buen funcionamiento, y para ello modifica varios cuerpos legales, de manera de permitir sancionar conductas abusivas, brindar mayor protección a los accionistas minoritarios y a los inversionistas, clarificar las responsabilidades de los auditores externos y fortalecer el rol de la CMF, entre otras medidas.

Algunas de las medidas contempladas en el Proyecto son un aumento de las sanciones que la CMF puede aplicar, y la incorporación en la Ley de Mercado de Valores de un nuevo Título sobre denunciante anónimo. Asimismo, en el DL 3.5000 se crea la categoría de “Asesores Financieros Previsionales”, los que deberán inscribirse en un Registro mantenido por la SP y cumplir con requisitos como acreditación de conocimientos, prevención de conflictos de interés, y constituir una garantía para responder a los perjuicios que pudieran causar a los afiliados.

Por otra parte, se encuentra en las etapas finales de su tramitación en el Congreso el Proyecto de Ley para regular las tasas de intercambio (TI) de las tarjetas de pago. Como se ha explicado en Informes anteriores, las TI corresponden al pago que los emisores de tarjetas reciben por parte de los adquirentes cuando una tarjeta de pago emitida por los primeros es utilizada en un comercio afiliado a una red por los segundos, y corresponde a una fracción del pago que los comercios realizan por cada transacción a los adquirentes.

Para fijar las TI en el país, la iniciativa que discute el Congreso contempla la creación de un Comité para la Fijación de Límites a las Tasas de Intercambio, el que estará compuesto por cuatro personas designadas por el Ministro de Hacienda, el Consejo del BCCh, la CMF, y la Fiscalía Nacional Económica. Las personas designadas deben ser funcionarios de las instituciones señaladas.

El proyecto contempla inhabilidades e incompatibilidades para los miembros del Comité, regula su funcionamiento y aspectos procedimentales del proceso de regulación de las TI.



COORDINACIÓN INTERNACIONAL

Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por su sigla en inglés)

Durante este año, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional realizarán una evaluación del sector financiero chileno; proceso conocido como FSAP. Esta evaluación tiene como objetivo identificar fortalezas y debilidades del sector financiero de los países analizados^{4/}.

El FSAP fue solicitado conjuntamente por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Chile para ser realizado durante 2020, pero fue pospuesto por la pandemia.

La primera parte de este proceso se llevó a cabo en los meses de marzo y abril. La segunda parte se llevará a cabo en el mes de julio, y el informe final se publicará hacia finales de este año.

Red de Bancos Centrales y Supervisores para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por su sigla en inglés)

El pasado 12 de febrero, el Banco Central de Chile fue admitido como nuevo miembro de la NGFS. Esta entidad se creó en diciembre de 2017 por iniciativa de ocho bancos centrales y supervisores, con el objetivo de contribuir al análisis y manejo de los riesgos relacionados con el clima y medioambiente en el sector financiero. En este sentido, la instancia apunta a fortalecer la respuesta global necesaria para cumplir con el Acuerdo de París, mejorar el papel del sistema financiero en la gestión de los riesgos y movilizar capital hacia inversiones bajas en emisiones de carbono. La institución promueve las mejores prácticas más allá de quienes la conforman, y realiza análisis sobre finanzas verdes y riesgos financieros derivados del cambio climático, entre otros temas. La NGFS cuenta hoy con 87 miembros entre bancos centrales y supervisores.

En su primer reporte, la NGFS concluyó que los riesgos relacionados al clima son fuentes de riesgo financiero y, por lo tanto, caben dentro de la supervisión y mandato de estabilidad financiera de los bancos centrales y supervisores financieros. A la fecha, la NGFS ha producido más de 20 reportes sobre materias económicas y financieras relacionadas con el cambio climático. Este foro cuenta actualmente con cinco líneas de trabajo o workstreams sobre temas Microprudenciales o de Supervisión; Macrofinanciero; Ampliación de las Finanzas Verdes; Reducción de las brechas de datos e; Investigación. El Banco Central de Chile espera que su participación en la NGFS sea una fuente importante de insumos que permitan mejorar el trabajo interno en materia de cambio climático, así como su aporte a otras instancias locales, como la Mesa de Finanzas Verdes.

OTROS DESARROLLOS INTERNACIONALES

Fin de la tasa LIBOR y desarrollo de tasas libre de riesgo

Históricamente, la tasa LIBOR era la tasa interbancaria de referencia más relevante a nivel internacional, principalmente para el mercado de préstamos sindicados y de derivados. Sin embargo, hacia finales de 2013 los reguladores a nivel global definieron la necesidad de migrar de LIBOR hacia otras tasas de referencia, debido a la pérdida de credibilidad que sufrió la LIBOR luego de conocerse en 2012 que era manipulada por algunos bancos. Así, a fines de este año termina la obligación para los bancos de entregar estimaciones para LIBOR (excepto para USD). En el intertanto se han desarrollado nuevas tasas de referencia, pero la transición no está exenta de riesgos, lo que se discute en el Recuadro V.2.

^{4/} El último FSAP en Chile se realizó el año 2011.



Monedas Digitales de Bancos Centrales

Diversos países continúan con el análisis de motivaciones, riesgos y posibles implicancias de la emisión digital de su moneda de curso legal (CBDC, por su sigla en inglés). En algunos casos este análisis se ha traducido en desarrollos más concretos, tales como pruebas de concepto o fases más avanzadas de implementación en jurisdicciones tales como China, Bahamas, Tailandia, Hong Kong y Singapur.

Entre las motivaciones que señalan los bancos centrales para emitir CBDC están la inclusión financiera, implementación de la política monetaria, y eficiencia de los pagos tanto domésticos como transfronterizos. Estas motivaciones son relativamente similares para países avanzados y emergentes, con la excepción de la de inclusión financiera, que es más relevante para este último grupo de países (BIS, 2020).

En este escenario, el BCCh analiza con detención los desarrollos relacionados con las CBDC.

TABLA V.3 PRINCIPALES NORMAS PROMULGADAS DURANTE PERÍODO IEF 2021.1

Fecha publicación	Organismo	Documento	Contenido
01.12.2020	CMF	Circular N° 2281	Incorpora a la RAN nuevo Capítulo 21-6 sobre metodología estandarizada para el cómputo de activos ponderados por riesgo de crédito y los límites, requisitos y demás condiciones para la utilización e implementación de metodologías propias.
01.12.2020	CMF	Circular N° 2282	Incorpora a la RAN nuevo Capítulo 21-7 sobre determinación de activos ponderados por riesgo.
01.12.2020	CMF	Circular N° 2283	Incorpora a la RAN nuevo Capítulo 21-20 sobre la promoción de la disciplina y transparencia de mercado a través de la divulgación de requerimientos de información desde las entidades bancarias (Pilar 3).
24.12.2020	BCCh	Acuerdo 2363-04-201224	Dispone renovación adicional de medidas excepcionales y transitorias en materia de gestión y medición de la posición de liquidez de empresas bancarias.
29.12.2020	BCCh	Acuerdo 2363-05-201224	Modifica el Compendio de Normas de Cambios Internacionales para efectos de autorizar nuevas operaciones que se pueden realizar en moneda nacional.
31.12.2020	CMF	Circular N° 2284	Crea archivo R11 relacionados con la medición del índice de importancia sistémica.
25.01.2021	CMF	NCG N° 451	Establece características o condiciones que se deberán cumplir, a efectos de inscribir los títulos de deuda bajo la modalidad de registro automático.
22.02.2021	CMF	NCG N° 452	Exceptúa de la obligación de inscripción a determinadas ofertas públicas de valores y modifica la NCG N° 336 de 2012
26.02.2021	CMF	Circular N° 2286	Información de créditos amparados por las garantías de los programas FOGAPE de las leyes N° 21.299 y N° 21.307.
06.04.2021	BCCh	Acuerdo 2383-02-210401	Renovación de medida excepcional y transitoria que flexibiliza la aplicación de la normativa que rige la Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y en Dólares.
13.03.2021	BCCh	Acuerdo 2383-02-210401	Modifica Capítulo III.I.2 sobre Operación de Tarjetas de Pago.
01.04.2021	BCCh	Acuerdo 2383-01-210401	Dispone renovación adicional de medidas excepcionales y transitorias en materia de gestión y medición de la posición de liquidez de empresas bancarias.
28.04.2021	CMF	Circular 2289	Permite la apertura de cuentas corrientes bancarias por personas no residentes en el país, y pactar la no entrega de formularios de cheques a sus titulares

Fuente: Sitios web de cada institución



TABLA V.4 PRINCIPALES NORMAS PUESTAS EN CONSULTA DURANTE EL PERIODO IEF 2021.1

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
21.12.2020	CMF	Gestión de riesgo operacional y ciberseguridad	Norma de carácter general que imparte instrucciones en materia de gestión de riesgo operacional y ciberseguridad, así como de la realización periódica de autoevaluaciones en ambas materias en entidades aseguradoras y reaseguradoras.
12.01.2021	CMF	Implementación del estándar contable IFRS17 en el mercado de seguros chileno	Modernizar normativa de reservas técnicas de compañías de seguros, alineándolas con las mejores prácticas internacionales en la materia.
15.01.2021	BCCh	Regula el establecimiento de una Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera	Fortalecer la regulación aplicable a las infraestructuras de los mercados financieros, en lo que se refiere a la compensación y liquidación de pagos interbancarios en moneda extranjera.
18.03.2021	CMF	Modifica frecuencia de envío de los archivos de deudores	Mejorar la oportunidad del informe de deuda y mejorar la gestión del riesgo de crédito de los fiscalizados, que actualmente controlan importantes factores de riesgo con una frecuencia mensual.
18.03.2021	CMF	Establece requisitos para el cumplimiento del artículo 14 de la LGB a emisores de tarjetas de crédito no bancarios	Imparte normas generales para las empresas emisoras de tarjetas de crédito relativas al tratamiento de la nómina de deudores, dado el carácter sensible de la misma, así como referencias al archivo que deberá ser enviado a la CMF.
22.03.2021	CMF	Incorpora temáticas de sostenibilidad y gobierno corporativo en la Memoria Anual	Modernizar y perfeccionar la información en materia medioambiental, social y de gobernanza ("ESG", por su sigla en inglés) que los emisores de valores de oferta pública inscritos en el Registro de Valores deben remitir en su Memoria Anual.
08.03.2021	BCCh	Autoriza la creación y reglamenta el funcionamiento de Cámaras de Compensación de Pagos de Bajo Valor	Adaptarse y dar flexibilidad a los nuevos desarrollos e innovaciones que permitan ampliar y diversificar los medios de pago disponibles en el sistema financiero, permitiendo la compensación de transacciones originadas en distintas plataformas, y al mismo tiempo estableciendo resguardos prudenciales mínimos.

Fuente: Sitios web de cada institución



RECUADRO V.1:

Nuevos desarrollos normativos en medios de pago de bajo valor

El Plan Estratégico 2018-2022 del BCCh incorporó la comprensión y el análisis de impacto de las tecnologías disruptivas como parte de sus objetivos, incluyendo la identificación de posibilidades de desarrollo regulatorio que permitan promover servicios financieros más eficientes, inclusivos y confiables.

Inspirado en estos objetivos, el BCCh publicó en consulta un nuevo marco de regulación para Cámaras de Compensación de Pagos de Bajo Valor (CPBV)^{1/}. Esta nueva regulación está desarrollada siguiendo un formato flexible, capaz de adaptarse a diversos sistemas de pago de bajo valor, permitiendo su reconocimiento bajo el marco regulatorio del BCCh.

Los administradores de las CPBV deberán establecer reglas básicas para que sus respectivos participantes, presenten a compensación sus transacciones, para posteriormente ser liquidadas (pagadas).

Este recuadro describe los principales beneficios esperados de esta regulación.

Permitir el desarrollo de infraestructuras financieras robustas para pagos de bajo valor

El uso de medios de pago de bajo valor diferentes al efectivo ha aumentado de manera considerable durante los últimos años. Por ejemplo, el volumen y número de transacciones realizadas actualmente con tarjetas, o iniciadas por internet, triplican los niveles del 2013 (gráfico V.1). Adicionalmente, la estructura del mercado ha cambiado en lo más reciente, y se registran numerosos nuevos entrantes que tienden a desafiar los marcos regulatorios disponibles.

El procesamiento de los pagos generalmente requiere que las instituciones financieras involucradas asuman entre sí posiciones deudoras o acreedoras asociadas a los pagos que efectúen sus clientes. Estas posiciones deudoras o acreedoras son resueltas a través de mecanismos de compensación y posterior liquidación.

Existen en estos procesos riesgos para la estabilidad financiera que es relevante mitigar, como el riesgo de crédito y el operacional. Ello pues estos riesgos pueden afectar la continuidad, seguridad y eficiencia de los pagos, especialmente si son masivos. Entonces, la relevancia de contener estos riesgos se relaciona con preservar su contribución, esencial para el funcionamiento del sistema económico y el bienestar de las personas.

En este sentido, resultan fundamentales las infraestructuras financieras que procesan pagos, las que, en la mayor parte de los casos – incluyendo Chile – se encuentran ampliamente desarrolladas para pagos de alto valor, pero están usualmente más fragmentadas y menos desarrolladas en el caso de pagos de bajo valor.

En efecto, en Chile únicamente los pagos con cheques y los retiros de efectivo de cajeros automáticos son compensados a través de mecanismos regulados por el Banco Central^{2/}. El resto de los pagos de bajo valor no cuentan con un marco de regulación a través del cual puedan ser canalizados. En estos casos, los pagos son realizados a través de mecanismos de compensación definidos de manera privada, y respecto de los cuales es deseable aplicar estándares de regulación prudencial.

^{1/} Ver detalle en [Banco Central de Chile desarrolla nuevo marco de regulación flexible y adaptable a innovaciones en los sistemas de pagos de bajo valor](#)

^{2/} Capítulos III.H.1 y III.H.3 del Compendio de Normas Financieras, respectivamente.



GRAFICO V.1 EVOLUCIÓN DEL MONTO Y NÚMERO DE LAS TRANSACCIONES CON TARJETAS, TRANSFERENCIAS Y PAGOS INICIADOS POR INTERNET (*)
(índice, ene. 2013=100)



(*) Para las transferencias de fondos y pagos iniciados por internet, se consideran únicamente las transferencias realizadas por personas naturales entre cuentas de distintos RUT. También se excluyen los pagos de créditos y suscripciones de productos bancarios. Para las transacciones con tarjetas, se excluyen los retiros de efectivo y suscripciones de productos.

Fuente: Banco Central de Chile en base a CMF

Respecto a esta última situación, son relevantes los casos de las Transferencias Electrónicas de Fondos interbancarias (TEF), y la compensación de operaciones con Tarjetas de Pago^{3/}. En ambos casos, la regulación que se propone crear permitiría, entre otras ventajas, dotar a estas operaciones de un marco de gestión robusto y capaz de proveer los principios fundamentales de firmeza e irrevocabilidad de acuerdo con estándares internacionalmente aceptados^{4/}.

Promover la innovación en el desarrollo de sistemas de pago de bajo valor

Esta nueva regulación permitirá que entidades que cumplan el rol de “Administradores de Cámara” operen distintos modelos de funcionamiento con distintos participantes. Para conseguir este objetivo, la regulación propuesta, adoptando una estrategia diferente a la habitual, se concibe como adaptativa o progresiva en la incorporación de requerimientos prudenciales, requisitos y estándares de funcionamiento y otras definiciones. Esto implica que, en un inicio, se estipulan requerimientos prudenciales livianos, los que en el futuro serán modificados de acuerdo con la forma de funcionamiento de las distintas Cámaras y al tipo de pagos canalizados a través de éstas.

Por otro lado, con el fin de fomentar el ingreso de nuevas CPBV –que a su vez admitan nuevas formas de realizar pagos– el marco regulatorio permite acoger proyectos experimentales, permitiendo que las cámaras que procesen volúmenes acotados sean eximidas de algunos de los requerimientos prudenciales aplicables.

Por último, con el objetivo de fomentar la competencia es fundamental facilitar y promover la interoperabilidad de las instituciones que ofrecen servicios de pago, asegurando condiciones de acceso públicas, objetivas y no discriminatorias a los participantes de las cámaras. Este aspecto específico es de especial importancia debido a que las instituciones financieras que ofrezcan un determinado servicio de pago a sus clientes necesariamente deben tener acceso a la Cámara donde se compensen esos pagos^{5/}.

^{3/} La regulación de tarjetas de pagos del BCCh establece requerimientos para Emisores y Operadores, pero no son aplicables a procesos de compensación.

^{4/} La LOC establece que los pagos efectuados de conformidad a las normas de sistemas de pago regulados por el BCCh se considerarán firmes para todos los efectos legales.



En particular, en sistemas financieros avanzados es relativamente común que participantes no bancarios supervisados tengan algún tipo de acceso a las cámaras de compensación que procesan transferencias electrónicas de fondos⁶, permitiendo de esta forma que estas entidades ofrezcan nuevos servicios a sus clientes.

Potenciar el desarrollo de sistemas de pagos instantáneos (*fast payments*)

Durante los últimos años, diversas jurisdicciones han creado infraestructuras que permiten pagos instantáneos. Estos consisten, en términos generales, en pagos directos recibidos en tiempo real entre personas o empresas de manera firme e irrevocable⁷.

Una de las principales ventajas que los pagos instantáneos pueden atraer a los consumidores es que ellos pueden ser utilizados en transacciones en las cuales el plazo de recepción del pago es crítico, tales como en la compra de bienes y servicios en el comercio⁸. De esta forma, estas infraestructuras enriquecen los ecosistemas de pagos, debido a que entregan la base para que los bancos y otros proveedores de servicios de pagos ofrezcan una alternativa a los medios de pago que existen hoy, permitiendo que las personas y empresas elijan de acuerdo con sus necesidades e intereses particulares.

Las infraestructuras de pagos instantáneos en otras jurisdicciones tienen diferencias relevantes entre sí. En un extremo, existen infraestructuras como la del Reino Unido que funcionan como cámaras de compensación operadas por el sector privado, las cuales liquidan en tiempo diferido los pagos efectuados. En el otro extremo, existen infraestructuras como la de México, que son operadas completamente por el Banco Central y que liquidan en tiempo real, funcionando de esta forma como un Sistema LBTR para pagos de bajo valor (tabla V.5). La nueva regulación contribuirá a implementar pagos instantáneos en Chile debido a que permitirá que se constituyan cámaras de compensación que procesen pagos instantáneos que sean firmes e irrevocables⁹.

Amplificar beneficios de una eventual nueva legislación para permitir el desarrollo de Open Banking

Simultáneamente al desarrollo de pagos instantáneos, diferentes autoridades extranjeras han avanzado en crear marcos de Banca Abierta u “Open Banking” en sus respectivas jurisdicciones. Estas soluciones, entre otras cosas, buscan mejorar los servicios provistos directamente al cliente final de los proveedores de servicios de pago.

Dentro de las materias que típicamente están involucradas en los marcos de *Open Banking* se encuentra el funcionamiento de los “iniciadores de pago”, los cuales pueden iniciar transferencias a nombre de los clientes titulares de esas cuentas, previo consentimiento de estos; siendo independientes a las instituciones que proveen las cuentas de pago.

⁵/ En rigor, este principio no se cumple cuando los pagos son realizados entre cuentas provistas por una misma institución financiera, en lo que se conoce como sistemas de pagos cerrados u “on-us”.

⁶/ De acuerdo con *Global Payment Survey 2019* del Banco Mundial, dentro de las cámaras de compensación encuestadas que procesan transferencias directas, un 23% permite que entidades no bancarias supervisadas tengan acceso directo, y un 33% les permite acceso indirecto.

⁷/ BIS (2016) define los pagos instantáneos como pagos en que la transmisión del mensaje de pago y la disponibilidad firme e irrevocable de los fondos para el receptor del pago es realizada en tiempo real, o casi real, en una base de disponibilidad 24/7.

⁸/ Para el comercio es de especial interés mitigar el riesgo de no pago cuando entrega bienes y servicios. En el caso de los pagos con efectivo, este riesgo se mitiga debido a que el comercio recibe el pago en tiempo real. En el caso de los pagos con tarjetas, los fondos típicamente son recibidos en tiempo diferido, pero la regulación y las normativas internas de las marcas de tarjetas eliminan o mitigan el riesgo de no pago.

⁹/ Al respecto, cabe señalar que, si bien hoy existen TEF interbancarias que son instantáneas desde el punto de vista de los clientes bancarios, éstas no alcanzan el estándar de pagos instantáneos debido a que los procedimientos de compensación y liquidación no son realizados a través de infraestructuras reguladas por el Banco Central y, por lo tanto, no son firmes e irrevocables.

**TABLA V.5 IMPLEMENTACIÓN DE PAGOS INSTANTÁNEOS EN JURISDICCIÓN SELECCIONADAS**

Jurisdicción y año de implementación	Nombre de la infraestructura	Tipo de liquidación	Límite máximo por transferencia (*)
Reino Unido (2008)	Faster Payment Service	Diferida (3 veces cada día hábil)	US\$ 344.050
China (2010)	IBPS	Diferida	US\$ 7.631
India (2010)	Immediate Payment Service	Diferida (4 veces al día)	US\$ 2.733
Suecia (2012)	BiR/Swish	En tiempo real	US\$ 17.183
Singapur (2014)	FAST	Diferida (2 veces al día)	US\$ 7.435
México (2015)	SPEI	En tiempo real	No tiene
India (2016)	Unified Payment Interface	Diferida (4 veces al día)	US\$ 1.366
Australia (2018)	New Payment Platform	En tiempo real	No tiene
Brasil (2020)	PIX	En tiempo real	No tiene

(*) Los límites máximos por transferencia son al tipo de cambio del 31 de marzo de 2021

Fuente: Banco Central de Chile.

De esta forma, los iniciadores de pago buscan entregar alternativas para que los consumidores puedan realizar pagos a personas o comercios mediante transferencias directas. Estos pagos eventualmente podrían ser iniciados mediante diferentes mecanismos tales como internet, códigos QR, tecnologías de comunicación de campo cercano (NFC por sus siglas en inglés), dispositivos biométricos, entre otros^{10/}.

Sin perjuicio de la forma en que finalmente sean iniciadas las transferencias de fondos, una vez implementada la norma de CPBV, la compensación de la mayoría de estas transferencias debiese ser realizada a través de una CPBV regulada.

Por ello, se considera que la normativa puesta en consulta, al permitir la creación de infraestructuras de pagos robustas e interoperables, debiera favorecer el surgimiento de entidades que se dediquen a la iniciación de pagos en el país.

Siguiendo esta lógica, el nuevo marco de regulación para CPBV en consulta, se complementa con la agenda anunciada por el Ministerio de Hacienda, quien ha mencionado la intención de proponer proyectos de ley que permitan desarrollar iniciativas de *Open Banking* en Chile.

Reflexiones finales

La regulación en consulta pretende constituir una piedra angular que permita sustentar el funcionamiento del sistema de pagos local, tanto en términos de su estructura como de su resiliencia. Asimismo, esta iniciativa representa un cambio en la forma en que el BCCh tradicionalmente ha definido su regulación.

El desarrollo de sistemas de pagos de bajo valor eficientes y seguros se relaciona directamente con los objetivos del BCCh y, por lo tanto, esta iniciativa es prioritaria y se inserta en su Agenda de Desarrollo para los Sistemas de Pago de Bajo Valor en Chile.

^{10/}Es importante notar que nada impide que estas formas de iniciar pagos también sean adoptadas por TEF iniciadas por los mismos proveedores de cuentas o por pagos con tarjetas.



RECUADRO V.2:

Transición de índices de referencia: fin de la LIBOR y desarrollo de tasas libres de riesgo

La *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) es un índice de referencia que refleja la tasa de interés a la cual los bancos pueden acceder a financiamiento en el mercado interbancario no colateralizado. Hacia fines de 2013, los reguladores a nivel global, coordinados por el *Financial Stability Board* (FSB), definieron la necesidad de migrar desde la LIBOR hacia otras tasas de referencia, como consecuencia de su pérdida de credibilidad en relación con denuncias de manipulación¹.

El presente recuadro discute brevemente los principales riesgos y desafíos que este proceso pudiera implicar para la estabilidad financiera, tanto a nivel global como local.

Fin de la LIBOR

Desde su creación a fines de los años 60, la LIBOR ha sido el principal índice de referencia para el mercado de préstamos sindicados y de derivados. El índice se calcula diariamente para un conjunto de monedas y plazos que varían desde un día hasta los 12 meses, en base a la información remitida por un panel de bancos seleccionados². El índice de mayor uso en términos de volúmenes transados es la LIBOR en dólares estadounidenses (USD), siendo también relevantes aquellos en libras esterlinas (GBP), euros (EUR), francos suizos (CHF), y yenes japoneses (JPY). En términos de plazos, los de mayor uso corresponden a los de tres y seis meses.

Los problemas de credibilidad de la LIBOR, sumados a requerimientos de capital relativamente mayores para las operaciones de financiamiento no colateralizadas a consecuencia de la implementación internacional de Basilea III, han tendido a reducir la liquidez de los mercados de financiamiento de los que se deriva la LIBOR.

Esta situación motivó a la *Financial Conduct Authority* (FCA) del Reino Unido a anunciar en julio 2017³ que no obligaría a los bancos componentes del panel de la LIBOR a contribuir al mismo más allá de diciembre 2021 (junio 2023 para USD LIBOR)⁴, señalando que posterior a dicha fecha la emisión del índice no estaría garantizada y dejaría de estar disponible al mercado.

Respuesta internacional al fin de la LIBOR

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) desarrolló y publicó en julio de 2013 el documento “*Principles for Financial Benchmarks*”, el cual establece principios generales para el desarrollo y mejora de los índices de referencia, promoviendo el que estos se encuentren basados en transacciones de mercados lo suficientemente líquidos, entre sus principales características (IOSCO, 2013). Asimismo, FSB (2014), mandatado por el G20, publicó en julio 2014 un documento para guiar procesos de desarrollo de nuevos índices de referencias, a través de su reporte “*Reforming Major Interest Rate Benchmarks*”.

¹/ En mayo de 2008 se denunció la manipulación de la tasa LIBOR por parte de un grupo de bancos que participaban en su elaboración, por un periodo que abarcó al menos 8 años entre 2003 y 2011.

²/ Para mayor detalle véase [ICE Benchmark Administration's-LIBOR](#).

³/ Para mayor detalle véase [The future of LIBOR](#).

⁴/ Tasas LIBOR en USD para los plazos *overnight* 1, 3, 6 y 12 meses, dejarán de ser garantizadas a fines de junio de 2023. Para mayor detalle véase [Comunicado FCA](#).



Posteriormente, sobre la base de estos principios y bases teóricas, las autoridades y el sector privado emprendieron el desarrollo de *risk-free rates* (RFRs) asociadas a las cinco monedas principales. En todos los casos se optó por un tipo de tasa basada 100% en transacciones, la mayoría derivadas de mercados más allá del interbancario (mayorista), siendo principalmente vinculadas al mercado monetario y al mercado de transacciones repo (tabla V.6). Cabe destacar que las RFRs de Japón, Unión Europea y Reino Unido son tasas no colateralizadas, mientras que Estados Unidos y Suiza optaron por RFRs colateralizadas, por tratarse de los mercados de mayor profundidad en cada jurisdicción.

TABLA V.6 PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS TASAS LIBRES DE RIESGO EN SUS 5 MONEDAS PRINCIPALES

Jurisdicción	Líbor asociada	Administrador	RFR	Administrador RFR	Basada en Transacciones	Overnight	Mercado "Wholesale"	Colateralizada	Fecha término LIBOR asociada
Japón	JPY LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	TONA	Bank of Japan	SI	SI	SI	No Colateralizada	Dic-21
UE	EONIA/EURIBOR	European Money Market Inst.	ESTR / Reformed EURIBOR	European Central Bank (ECB)	SI	SI (ESTR)	SI	No Colateralizada	Dic-21
Reino Unido	GBP LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	SONIA	Bank of England	SI	SI	SI	No Colateralizada	Dic-21
EE.UU	USD LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	SOFR	Federal Reserve Bank of NY	SI	SI	SI	Colateralizada	Jun-23 *
Suiza	CHF LIBOR	ICE Benchmark Administration (IBA)	SARON	SIX Swiss Exchange	SI	SI	NO	Colateralizada	Dic-21

(*) Para plazos *overnight* y de 1, 3, 6 y 12 meses

Fuente: ECB, Banco de Japón, Banco de Inglaterra, Reserva Federal de Nueva York, *Financial Stability Board, Bank of America Merrill Lynch, e International Swaps and Derivatives Association*.

Principales riesgos y desafíos de la transición

El impacto de la transición de índices de referencia de la LIBOR a las RFRs ha sido evaluado de manera dispar por distintas jurisdicciones, siendo aquellas vinculadas a las LIBOR principales (USD, GBP, YEN, CHF, EUR) las que le otorgan un mayor potencial negativo.

A 2020, casi US\$400 billones en contratos que referencian la LIBOR deberán migrar a nuevas tasas a través de la introducción de medidas y cláusulas que aseguren la continuidad de los contratos. Adicionalmente, reguladores e instituciones deben resolver, entre otras, complejidades operacionales, transparencia y desarrollo de protocolos⁵.

Entre los principales riesgos que posee la transición sobre la estabilidad financiera (tabla V.7), destacan, en particular, el riesgo legal asociado a la adecuación de contratos e instrumentos vinculados a la LIBOR, y el riesgo de liquidez vinculado a la necesidad de contar con una estructura de tasas en plazos basada en RFRs.

Exposición y efectos en Chile

Para el caso de Chile, los riesgos se asocian principalmente a productos y entidades que utilizan la LIBOR como referencia. En el caso de la industria bancaria los balances de estas instituciones utilizan tasas de referencia locales, mientras los productos y contratos que referencian a la LIBOR corresponden principalmente a productos derivados referenciados a moneda extranjera y créditos con el exterior. A febrero de 2021, de acuerdo con información cambiaria administrada por el BCCh, el stock de créditos bancarios con el exterior, que utilizan LIBOR, alcanzó a US\$7,7 mil millones, equivalentes a 1,8% de los pasivos bancarios. Por su parte, las posiciones brutas de derivados en LIBOR con no residentes alcanzan a la misma fecha un valor nacional de US\$133 mil millones para el sector bancario, equivalentes a 47,9% del stock total de derivados de la industria con el mercado externo. Asimismo, es probable que estos contratos deban adoptar estrategias de transición al contar en gran parte con plazos que sobrepasan las fechas de término de la LIBOR (con US\$95,4 mil millones en derivados referenciando USD LIBOR venciendo con posterioridad a junio 2023).

⁵/ Ver [ISDA 2020 LIBOR Fallbacks Protocol](#).



En particular, los principales riesgos a consecuencia de la exposición local se vinculan a la gestión de riesgos realizada a través de instrumentos derivados. Asimismo, si bien parece acotado en términos relativos al mercado, cabría considerar el riesgo de legado al existir contratos con fecha de vencimiento posterior al término de la LIBOR.

TABLA V.7 PRINCIPALES RIESGOS ASOCIADOS A LA TRANSICIÓN DE LA LIBOR

Riesgos principales	Descripción
Infraestructura	Las entidades de infraestructura deberán aceptar e incluir procedimientos y productos que refieran a las RFRs y facilitar el uso y transición a las mismas.
Legal	Adecuación de contratos a nuevas tasas y elaboración de documentos ajustados a los productos basados en RFRs, pueden generar riesgos (Riesgo de Legado) y costos operacionales relevantes.
Liquidez	Contar con mercados líquidos, referenciando las RFRs resulta crucial para el potencial uso de estas en estructuras de plazos variados (1M, 3M, etc.).
Valoración y Risk Management	Cambio en el uso de tasas puede afectar la valoración de instrumentos y coberturas, requiriendo de ajustes para incorporar las diferencias entre tasas.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FSB, BIS y IOSCO.

Reflexiones y pasos a seguir

A nivel internacional, las estrategias de transición hacia nuevas RFRs en contratos e instrumentos se han mantenido en constante desarrollo, enfocadas en la minimización del riesgo para la estabilidad financiera que puedan subyacer en el reemplazo de la LIBOR.

Aun considerando el grado de apertura a mercados internacionales y relevancia del mercado de derivados de la economía chilena, el riesgo de la transición de las tasas se estima acotado. Sin embargo, en atención al grado de incertidumbre que persiste respecto del proceso, resulta apropiado mantener una evaluación constante de la exposición local al índice LIBOR y RFRs respectivas, así como sobre el desarrollo de las estrategias de transición a nivel internacional.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Álvarez, N., Fernandois, A. y Sagner, A. 2019. "Rol de Inversionistas Institucionales Domésticos sobre la Volatilidad de las Tasas Soberanas de Economías Emergentes". Revista Economía Chilena, vol. 22 (1), 82-101.
- Amiti, M. y D. Weinstein. 2018. "How Much Do Idiosyncratic Bank Shocks Affect Investment? Evidence from Matched Bank-Firm Loan Data", Journal of Political Economy 126 (2): 525-587.
- Arrau, P. 1994. "Fondos de Pensiones y Desarrollos del Mercado de Capitales en Chile: 1980-1993". Serie Financiamiento del Desarrollo (19), CEPAL.
- Auer, R., G. Cornelli y J. Frost. 2020. "Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies". BIS Working Papers Nº 880, Agosto.
- Baker, S. R., N. Bloom y S. J. Davis. 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty", Quarterly Journal of Economics 131(4): 1593-1636.
- Banco Central de Chile. 2021. "Informe de Política Monetaria marzo 2021".
- Bank for International Settlements. 2016. "Fast Payments – Enhancing the Speed and Availability of Retail Payments".
- Bank for International Settlements. 2020. "Central Bank Digital currencies: foundational principles and core features". Joint report by The Bank of Canada, European Central Bank, Bank of Japan, Sveriges Riksbank, Swiss National Bank, Bank of England, Board of Governors of the Federal Reserve and Bank for International Settlements.
- Bank for International Settlements. 2021. "The News Sensitivity of High Equity Prices when Long Term are Low". BIS Quarterly Review, Marzo.
- Baudino, P. 2020. "Public Guarantees for Bank Lending in Response to the Covid-19 Pandemic". BIS FSI Brief 5.
- Becerra, J. S. y A. Sagner. 2020. "Twitter-Based Economic Policy Uncertainty Index for Chile". Documento de Trabajo Nº 883, Banco Central de Chile.
- Bergant, K. y T. Kockerols. 2020. "Forbearance Patterns in the Post-Crisis Period". IMF Working Paper No. 20/140.
- Céspedes, L.F. y J. de Gregorio. 2021, "Central Banking and Credit Provision in Emerging Market Economies During the COVID-19 Crisis". Mimeo, Universidad de Chile.
- Céspedes, L., J. García-Cicco y D. Saravia. 2013. "Monetary Policy at the Zero Lower Bound: The Chilean Experience". Revista Economía Chilena, vol. 16(2), 92-121.
- CMF. 2020. "Factores y metodología para calificar un banco o grupo de bancos como de importancia sistémica, conforme al artículo 66 quáter de la LGB, y modificación de las disposiciones del Capítulo 12-14 de la RAN, sobre aplicación del artículo 35 bis de la misma ley". Informe Normativo. Noviembre.



- Cobas, A. 2021. "Un Análisis de Red para las Interconexiones entre Instituciones Financieras No Bancarias y Bancos". Mimeo. Banco Central de Chile.
- Consejo Fiscal Autónomo. 2021. "Informe del Consejo Fiscal Autónomo para el Fortalecimiento de la Regla Fiscal: Ancla de deuda, Cláusulas de escape y Mecanismos de corrección". Marzo.
- Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K. 2003. "Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile".
- Córdova, F. y C. Toledo. 2020. "Reprogramaciones de Créditos y sus Implicancias sobre Estabilidad Financiera". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Córdova, F. y M. Valencia. 2020. "Impago y Destrucción de Empleo: Una Investigación Empírica en Base a Relaciones Laborales". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Córdova, F., C. Toledo, F. Vasquez. 2021. "Necesidades de financiamiento de las empresas en Chile, un ejercicio basado en microdatos". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Deutsche Bundesbank. 2018. "The Importance of Bank Profitability and Bank Capital for Monetary Policy". Monthly Report. Enero.
- Financial Stability Board. 2014. "Reforming Major Interest Rate Benchmarks". Julio.
- Financial Stability Board. 2020. Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation.
- Fishman, M., J. Parker y L. Straub. 2020. "A Dynamic Theory of Lending Standards".
- García, P. 2021. "The Monetary and Financial Policy Response to the CV19 Crisis: The Case of Chile". Documentos de Política Económica N°69, Banco Central de Chile.
- Goodman, L., J. Zhu, B. Bai. 2016. "Women Are Better Than Men At Paying Their Mortgages". Urban Institute Research Report.
- Hollo, D., M. Kremer y M. Lo Luca. 2012. "CISS – A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System". Documento de Trabajo N° 1426, Banco Central Europeo.
- International Monetary Fund. 2020. "Pandemic persistence clouds the recovery". Regional Economic Outlook: Western Hemisphere. Octubre.
- IOSCO. 2013. "Principles for Financial Benchmarks". Julio.
- Koepke, R. 2019. "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of Empirical Literature". Journal of Economic Surveys, 33 (2): 516–40.
- Martínez, J.F., R. Cifuentes y J.S. Becerra. 2017. "Pruebas de Tensión Bancaria del Banco Central de Chile: Actualización". Documento de Trabajo N° 801. Banco Central de Chile.
- Martínez, J., Matus, J. y Oda, D. 2018. "Taxonomy of Chilean Financial Fragility Periods from 1975 to 2017". Documento de Trabajo N° 822. Banco Central de Chile.
- Saavedra, C y A. Sagner. 2021. "Long-Term Sovereign Interest Rate Pass-Through in Emerging Markets." Mimeo, Banco Central de Chile.



Santillán-Salgado, R., Lopez, D. y Montenegro, J. 2013. "Las Administradoras de Fondos de Pensiones y el Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile". *Ensayos Revista de Economía* (XXIX), N°2, 53-76.

Stiglitz, J. y A. Weiss. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.

Walker, E y Lefort, F. 2000. "Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links". *Abante* (5), 77-149.



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMER SEMESTRE 2021