

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

SEGUNDO SEMESTRE 2021



# Política Financiera del Banco Central de Chile



- 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.
- Existe estabilidad financiera cuando el sistema cumple sus funciones con normalidad o sin interrupciones 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 (BCCh).
- 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 acciones conjuntas y coordinadas con el supervisor y regulador. En particular, el BCCh emite y administra regulación financiera, elabora informes y emite opiniones sobre el impacto de potenciales cambios legales o regulatorios respecto de los cuales se le consulte. A esto se suma el eventual ejercicio del rol de prestamista de última instancia para las empresas bancarias y otras herramientas de gestión de liquidez.



# El Informe de Estabilidad Financiera



- El Informe de Estabilidad Financiera (IEF) es el principal medio a través del cual, desde 2004, el BCCh comunica su evaluación respecto de los principales riesgos para la estabilidad financiera en el país, sus orígenes, mecanismos de propagación, vulnerabilidades y mitigadores.
- El IEF difiere del Informe de Política Monetaria (IPoM) en cuanto a que, mientras éste último se construye en torno a una proyección del escenario económico más probable, el IEF analiza eventos de menor probabilidad de ocurrencia, pero plausibles, que puedan afectar la estabilidad del sistema financiero.
- Asimismo, mientras del IPoM se desprenden decisiones de política monetaria de responsabilidad directa del Banco, las implicancias de política que se pueden desprender del IEF no son necesariamente de su responsabilidad. Por tal razón, es importante la discusión del IEF con los reguladores, el gobierno, el Congreso Nacional y los agentes de mercado.
- El foco del IEF es la estabilidad financiera, por lo que es inevitable que el grueso de su contenido esté referido al sistema financiero o las implicancias que el desempeño de otros actores o mercados pudiera tener sobre éste. Este foco responde al mandato institucional del BCCh, lo que no significa menospreciar la importancia de otras dimensiones de la vida económica y social del país.
- La experiencia histórica y comparada demuestra que las crisis financieras tienen un impacto directo y duradero sobre los países, absorbiendo muchas veces cuantiosos recursos públicos para su resolución. Por esto, resguardar la estabilidad y prevenir crisis financieras es una tarea que contribuye al bienestar y progreso del país.



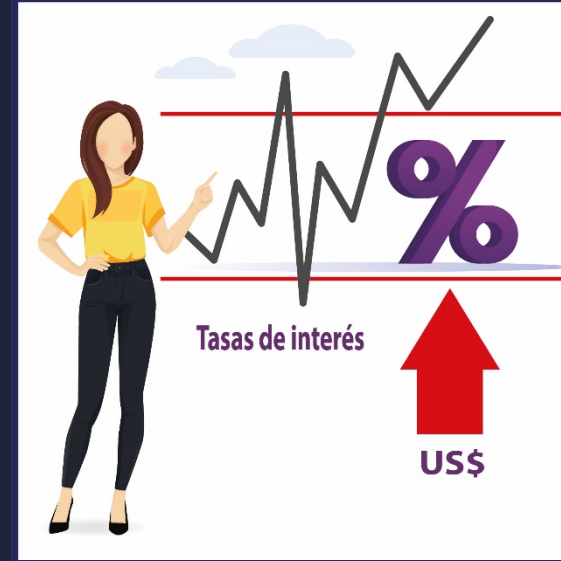
# ¿Que nos dice este IEF?



La economía ha logrado recuperarse de la recesión causada por el Covid-19. Las políticas implementadas evitaron la quiebra de empresas y el contagio de la crisis hacia el sector bancario, que se mantiene resiliente.



Sin embargo, el fuerte aumento del consumo privado ha empujado a la economía más allá de su potencial, las cuentas fiscales se han deteriorado y las liquidaciones forzosas de activos de los fondos de pensiones han creado un escenario complejo.



Estos factores, unidos a una alta incertidumbre han elevado el valor del dólar y las tasas de interés de largo plazo más allá de lo observado en otros países, lo que ha afectado el crédito hipotecario y la valoración de los fondos de pensiones.



Nuevas liquidaciones forzosas de activos representan un riesgo significativo para la estabilidad financiera. El Banco Central continuará actuando para contener la volatilidad de corto plazo, pero no puede revertir cambios de carácter estructural.

# Principales mensajes IEF 2S 2021



- La **economía global ha continuado recuperándose** del shock ocasionado por la pandemia del Covid-19, producto de los avances en el manejo de la situación sanitaria y la efectividad de las políticas implementadas, que han sido clave para evitar la extensión de la crisis a los mercados financieros.
- **En Chile la magnitud de los impulsos ha contribuido a la recuperación económica en el corto plazo** y tanto usuarios como oferentes de crédito permanecen resilientes, en un contexto especialmente desafiante.
- Sin embargo, **el persistente impulso a la demanda local y cambios estructurales en el mercado de capitales**, producto de liquidaciones forzosas de activos de inversionistas institucionales, han impactado significativamente los precios de activos, a lo que se ha unido el deterioro de las finanzas públicas y un aumento de la incertidumbre.
- De esta forma, **el aumento de las tasas de interés de largo plazo, la depreciación de la moneda y la caída de los valores bursátiles** se han ubicado en los extremos de los movimientos internacionales. Por su parte, el sector de empresas no financieras y hogares acumulan salidas de capitales en montos relevantes, y aumenta la preferencia por activos en dólares.
- **El principal riesgo para la estabilidad financiera local proviene de la reiteración de liquidaciones forzosas de activos que continúen erosionando la intermediación de recursos y la mayor incertidumbre que esto conlleva.**
- Estos desarrollos limitan la capacidad del sistema financiero, empresas y hogares, para soportar correcciones y/o eventos disruptivos, los que han cobrado mayor probabilidad de ocurrencia, tanto en el ámbito interno como externo.



# Evolución de riesgos desde último IEF



## IEF mayo

## IEF Actual

### Riesgos

Riesgo de ocurrencia de eventos que retrasen la recuperación económica y deterioren las condiciones financieras.

Ajustes abruptos de las condiciones financieras en algunas de las mayores economías, y su impacto sobre países más rezagados en su recuperación económica.

Riesgo de reversiones en el apetito por riesgo ante cambios en la orientación de la política monetaria en las principales economías.

Reiteración de liquidaciones forzosas de activos que continúen erosionando la intermediación de recursos y la mayor incertidumbre que esto conlleva.

Contracción del crédito por mayor percepción de riesgo.

### Vulnerabilidades

La elevada liquidez global y valorización de activos financieros más riesgosos podría gatillar reversiones abruptas.

Menores holguras de algunos usuarios de crédito reducen su capacidad para enfrentar escenarios de tensión futuros.

Si los inversionistas institucionales no cuentan con condiciones de liquidez o solvencia adecuadas, su estructura de interconexiones podría facilitar la propagación de shocks.

A nivel global, se han continuado acumulando vulnerabilidades asociadas con la mayor liquidez, apetito por riesgo y la búsqueda de retornos.

Las condiciones financieras se han deteriorado producto de la incertidumbre y de liquidaciones masivas de activos de inversionistas institucionales que están reduciendo la profundidad y la capacidad de ajuste del mercado de capitales.

### Mitigadores

Continuidad de las políticas de apoyo, que ha contribuido a mitigar los efectos de la crisis sanitaria.

Las medidas de política fiscal se han extendido más allá de lo previsto, reduciendo el espacio para reaccionar ante eventos disruptivos.

El Banco Central ha iniciado el retiro del estímulo monetario ante el aumento de presiones inflacionarias, con lo que tiene menos espacio para reaccionar con agresividad ante eventos disruptivos.

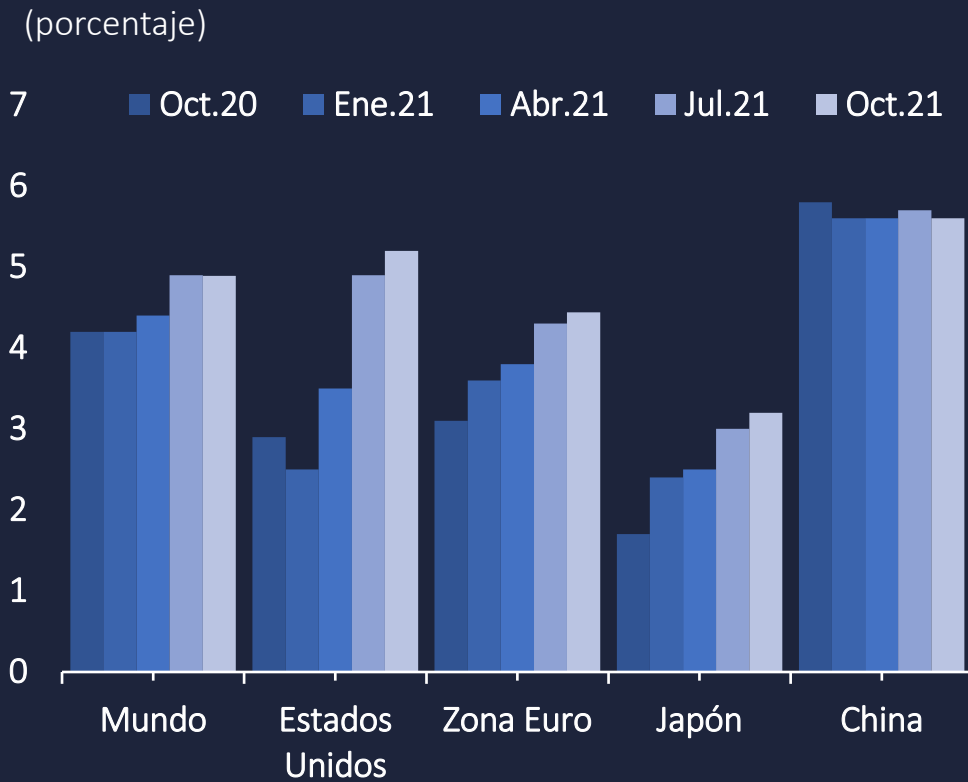


# EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

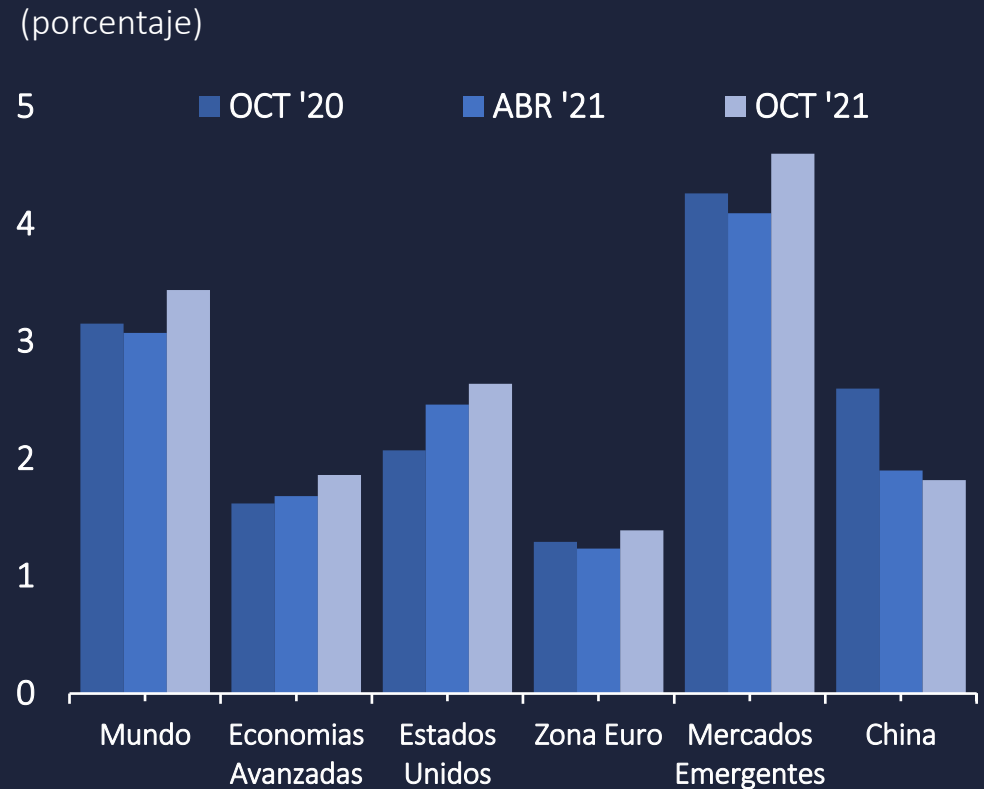
Desde el IEF anterior, el panorama financiero continuó favorable en economías avanzadas, con expectativas de crecimiento que se mantienen positivas, mientras que la inflación ha tomado fuerza.



### Expectativas de Crecimiento para 2022



### Expectativas de inflación para 2022



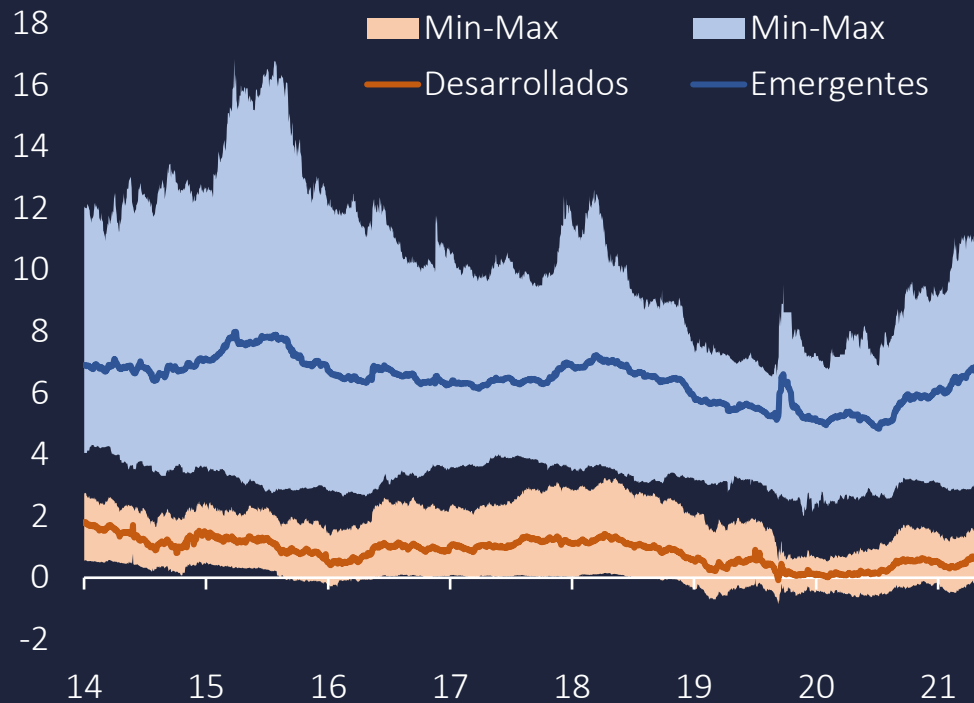
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI.



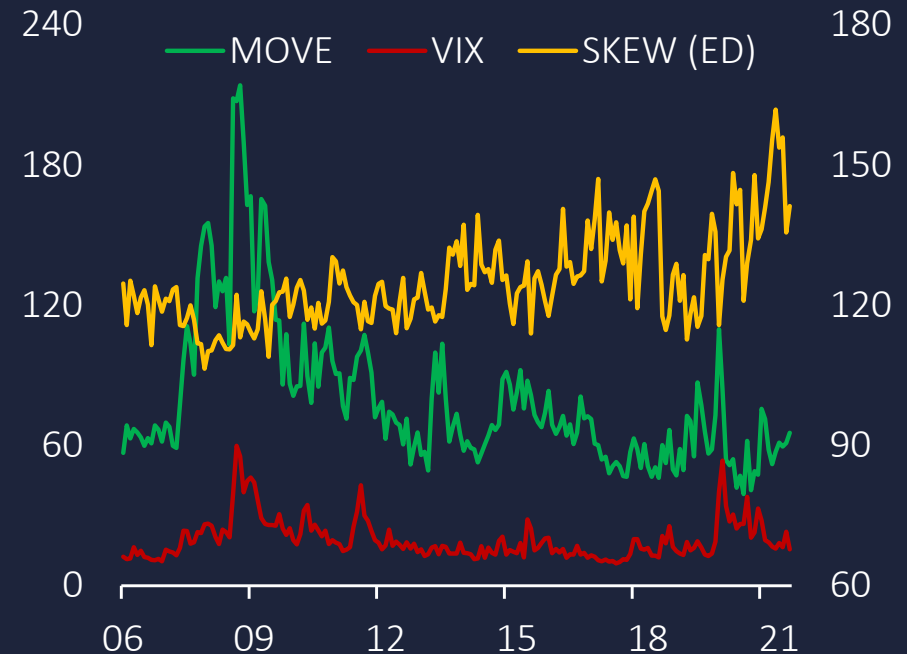
Las condiciones financieras en las economías avanzadas se mantienen favorables, mientras que en los mercados emergentes destaca el alza de tasas de largo plazo. Se mantiene elevada la posibilidad de eventos negativos en mercados internacionales.



Tasas soberanas a 10 años (\*)  
(porcentaje)



Medidas de riesgos de mercado internacionales (\*)  
(índice)



(\*) Desarrollados incorpora Alemania, EE.UU., Japón y Reino Unido. Emergentes incluye Brasil, Chile, China, Colombia, India, Indonesia, México y Perú.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

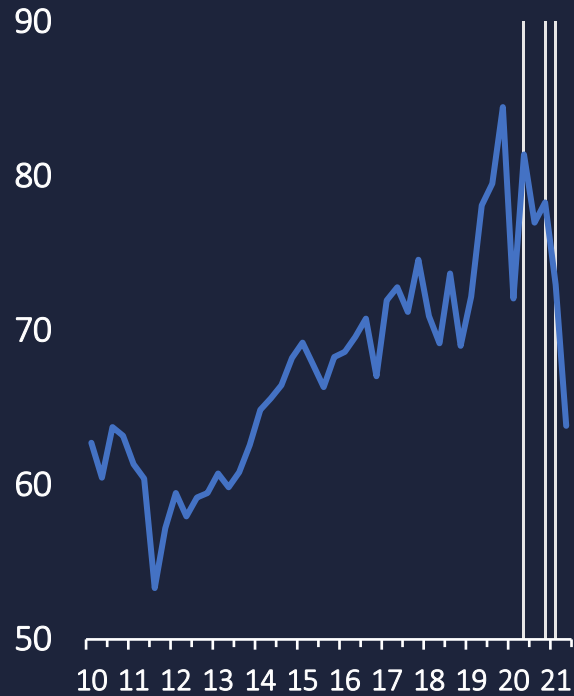
(\*) VIX: volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. a un mes; MOVE: volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes; SKEW: utiliza opciones sobre el S&P500 en EE.UU. para medir su riesgo de cola.  
Fuente: Bloomberg.

Desde el último informe, las condiciones financieras locales se han deteriorado producto de liquidaciones forzosas de activos que están reduciendo la profundidad del mercado de capitales doméstico y han incidido sobre las tasas de largo plazo y el tipo de cambio.



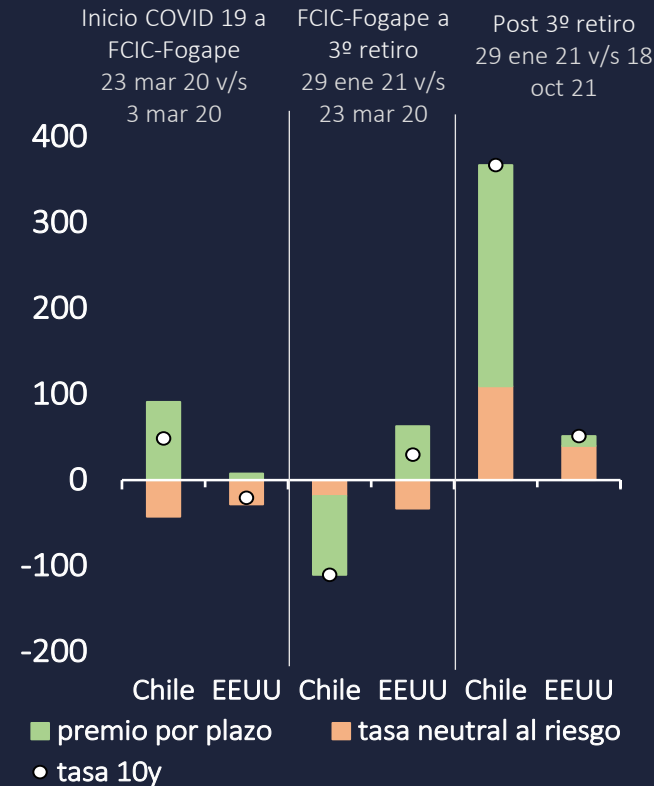
### Activos de los FP (1)

(porcentaje del PIB; act. 30-06-2021)



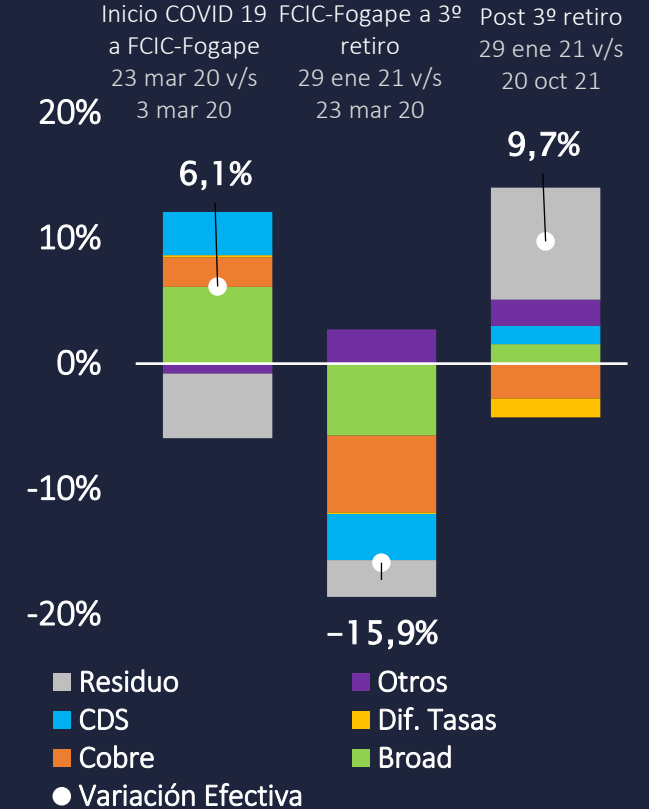
### Variación de la tasa de interés a 10 años en pesos (1)

(puntos base)



### Variación del tipo de cambio nominal (2)

(contribución al cambio en %)



(1) Datos trimestrales. PIB como suma móvil de 4 trimestres. Líneas verticales indican retiros de fondos previsionales. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SP.

(1) Los componentes RN y TP se extraen de las tasas SPC usando la estrategia propuesta por Krippner (2015) que contempla la existencia de un límite inferior para la TPM.

(2) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el TCN según sus fundamentos, como el precio del cobre, nivel de precios interno, entre otros. Para más detalle ver "Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile" (2020).

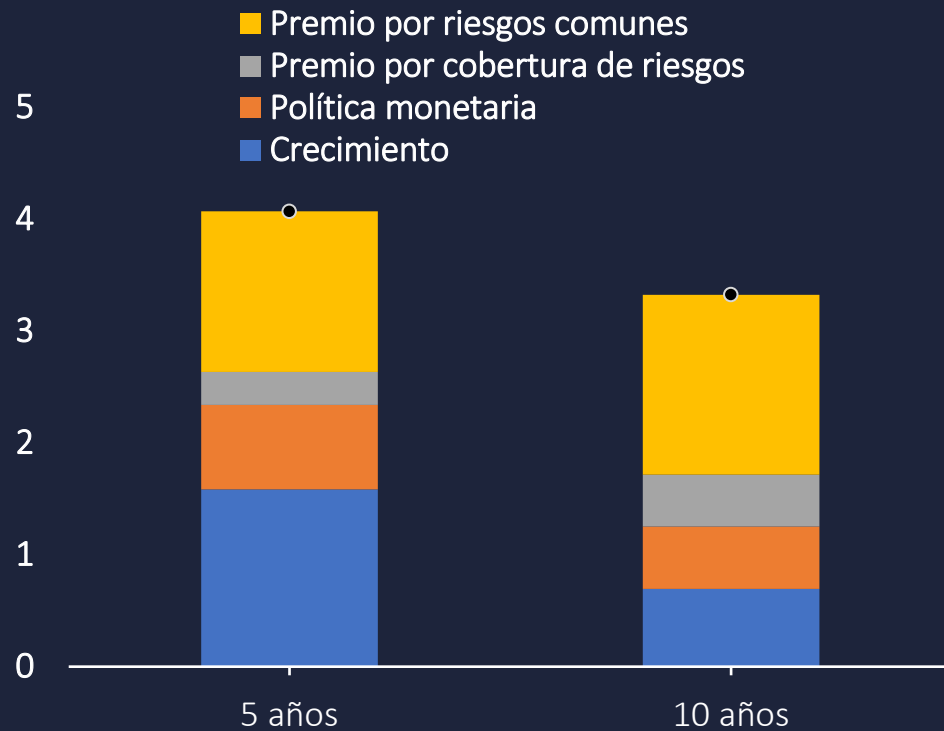
Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y Risk America.

# El retiro del impulso monetario en respuesta a las mayores presiones inflacionarias ha contribuido a estabilizar el tipo de cambio y revertir parcialmente el alza de tasas de mercado, pero no es suficiente para contrarrestar cambios mas estructurales en la economía



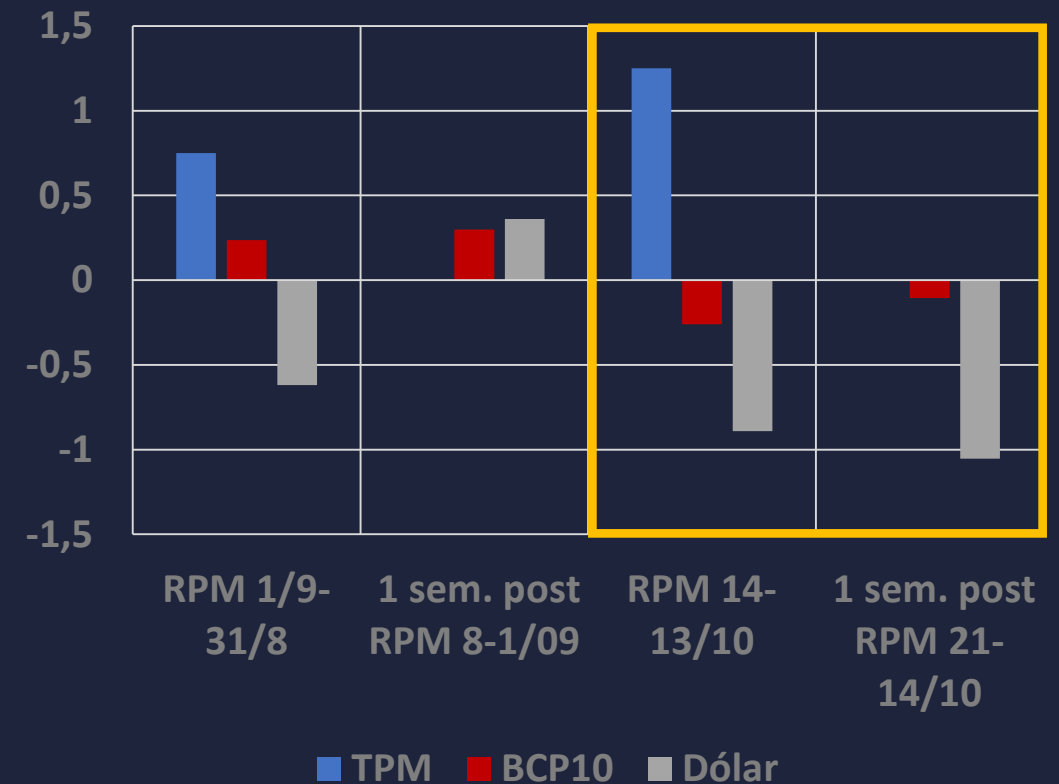
Descomposición cambio en tasas – modelo Cieslak & Pang (2021) (1)(2)(3)

(porcentaje)



Movimientos de variables financieras en torno a decisiones de política (\*)

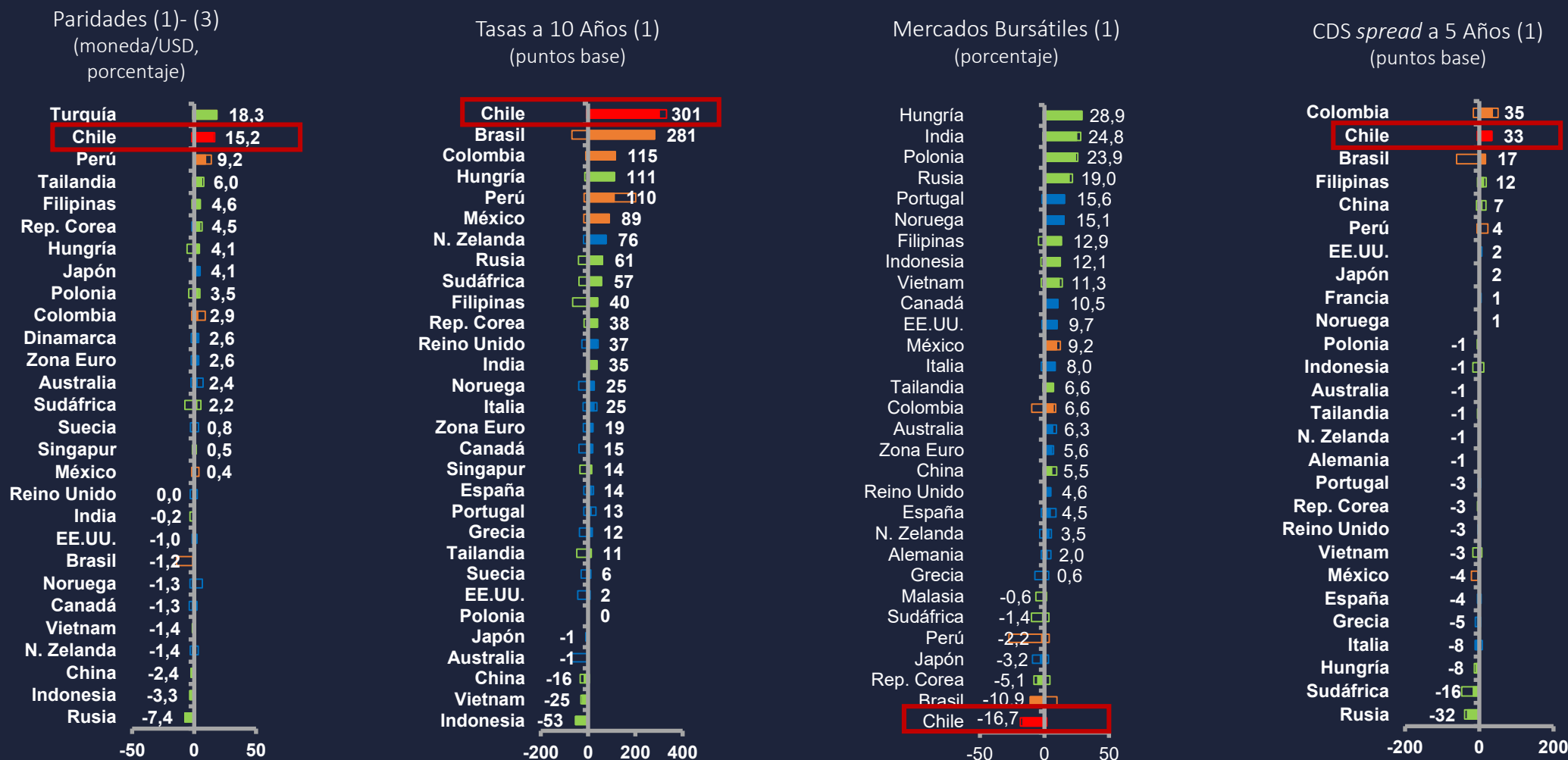
(porcentaje)



(1) Tasas cero swap. (2) Fecha referencia: comienzo discusión tercero retiro 29 de Enero del 2021. (3) Última actualización: 25 de Octubre 2021.  
Fuentes: Banco Central de Chile y RiskAmerica.

(\*) Tipo de cambio medido en variaciones porcentuales, resto en puntos porcentuales.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

# De este modo, tanto el tipo de cambio como las tasas de interés locales han presentado fuertes correcciones en comparación con otras economías...



(1) Comprende cambios entre el 13 de abril y el 22 de octubre de 2021. Barras verdes corresponden a Emergentes, naranjas a Latam y azules a Desarrollados. Barras sólidas representan la variación durante el período y barras transparentes a cambios máximos y mínimos. (2) Aumento indica depreciación. (3) Tipo de cambio de EE.UU. corresponde a tipo de cambio multilateral.

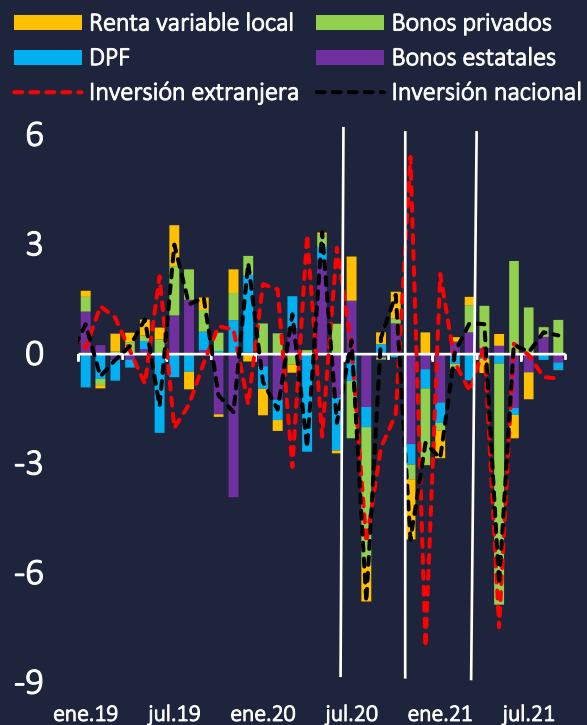
Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

... lo que se ha producido con alzas en la volatilidad de los precios de diversos activos.



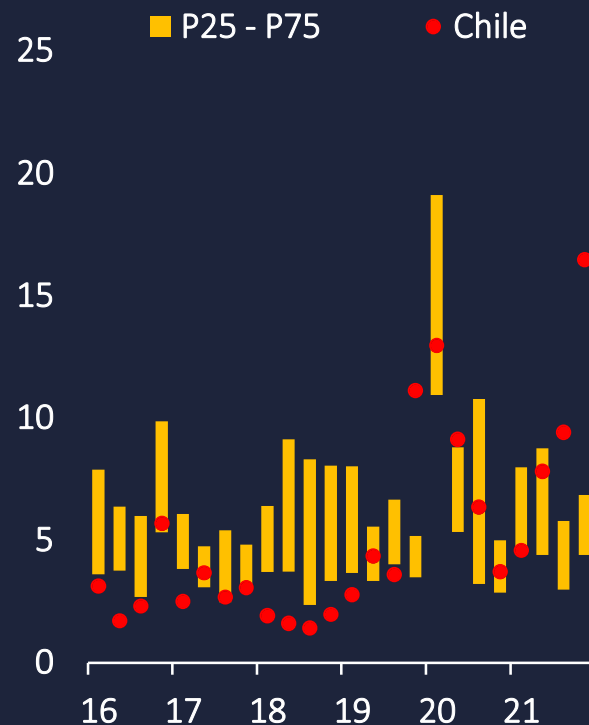
### Flujos de inversión FP (1)

(miles de millones de dólares)



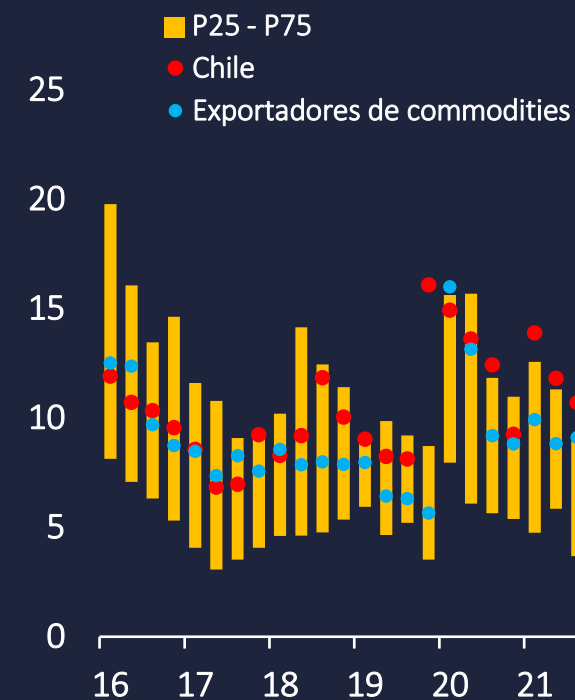
### Volatilidad de tasas soberanas EME (2)

(puntos base)



### Volatilidad TC EME (2)

(porcentaje)



(1) Líneas verticales marcan fechas de retiros de ahorros previsionales. Información al 30 de julio del 2021.

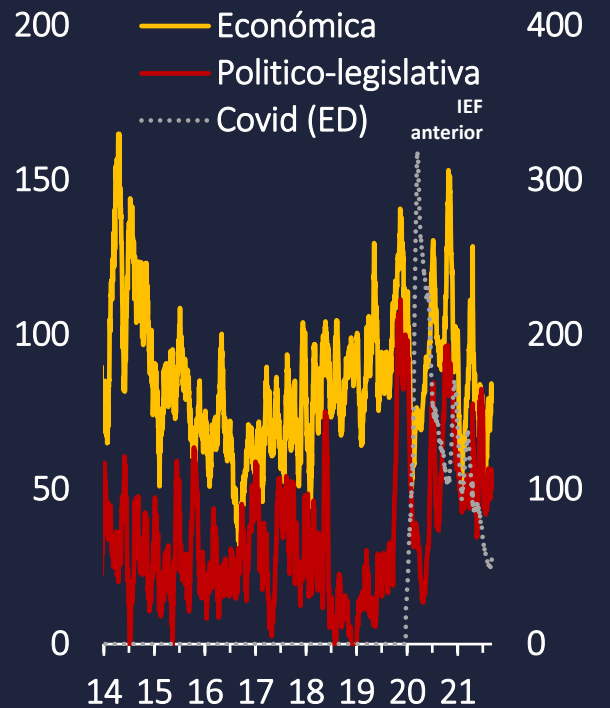
(2) Posición relativa en volatilidad, dentro de una muestra de países emergentes y/o exportadores de commodities. EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Exportadores de commodities incluye a Australia, Canadá, Noruega y N. Zelanda. Datos del cuarto trimestre con datos al 20 de octubre 2021.

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

Como consecuencia de la elevada incertidumbre, ha aumentado la demanda por activos en dólares y se ha intensificado la salida de capitales, que se venía observando desde la crisis social.



Incertidumbre económica para Chile (\*)  
(índice, base 100= promedio 2012-2021)



(\*) "Económica" contiene factores relacionados con la economía general; política fiscal, monetaria y comercial; e incertidumbre. Media móvil 12 meses.

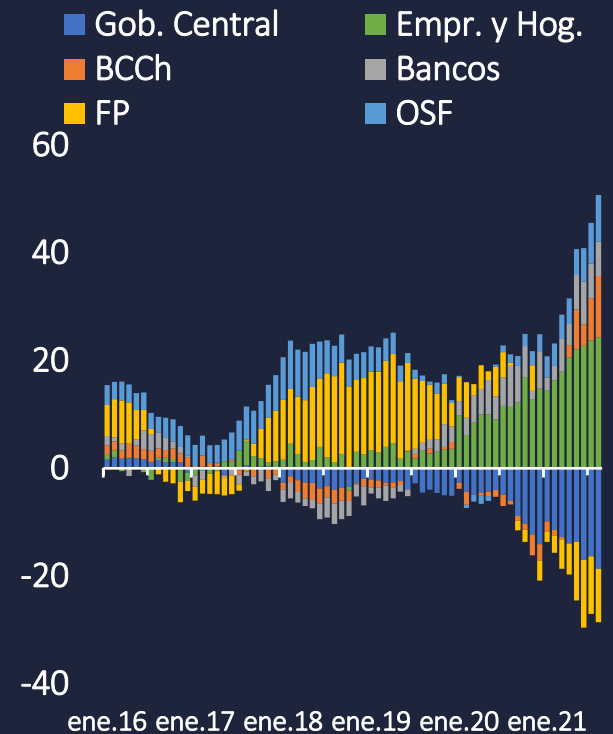
Fuente: Becerra y Sagner (2020) y Baker et. al. (2016).

Número de cuenta corriente de personas naturales en moneda extranjera  
(miles de cuentas, %)



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

Flujos de salidas de activos financieros líquidos  
(miles de millones de dólares, suma acumulada 24 meses Rolling)



Fuente: Banco Central de Chile.



El aumento de interés por invertir en el extranjero ha generado múltiples alternativas que son difundidas para potenciales inversionistas de todos los tamaños.



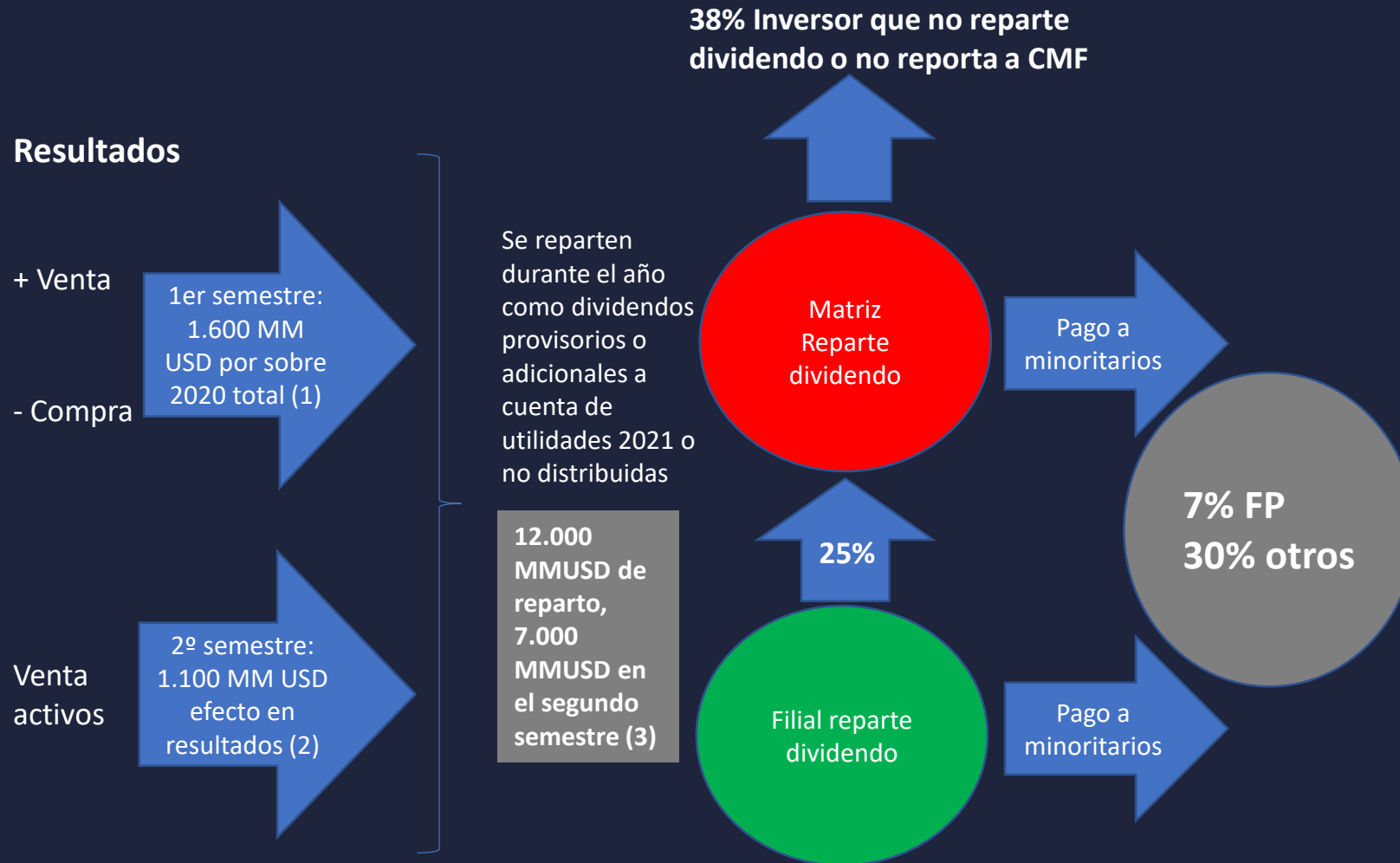
Acceso instantáneo a la inversión, en cualquier momento y en cualquier lugar



Invertir nunca ha sido tan fácil. Todo lo que necesitas es una plataforma de inversión.

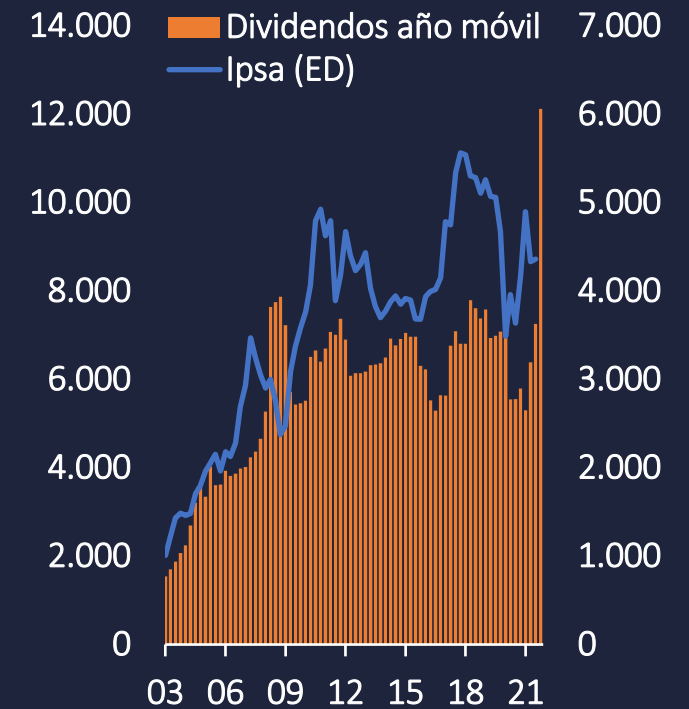


Las empresas han elevado notoriamente el reparto de dividendos combinando el efecto de mayores utilidades en la recuperación de la economía y un menor ahorro corporativo. Estos se distribuyen entre casas matrices, fondos de pensiones y accionistas minoritarios



### Distribución de dividendos e IPSA

(millones de dólares, índice)



(1) Valores sujetos a revisión. Utilizando una muestra relevante de empresas no financieras con reporte a primera quincena octubre. Muestra de empresas que representan cerca del 70% del total de repartos. (2) Operaciones que involucran dos grupos de empresas. (3) Porcentajes representan la participación sobre el total de dividendos repartidos.

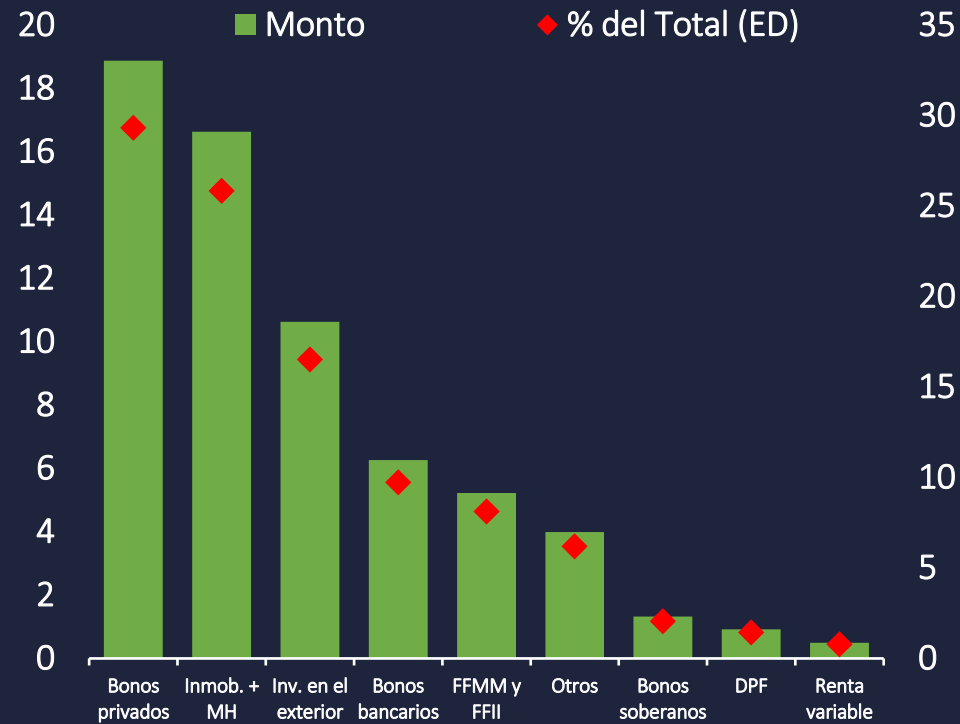
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y CMF.

Las CSV se mantienen solventes debido a una demanda por anticipos menor a la esperada. Estas han disminuido su exposición a RV y Bonos Corporativos, aumentando exposición extranjera y a soberanos.



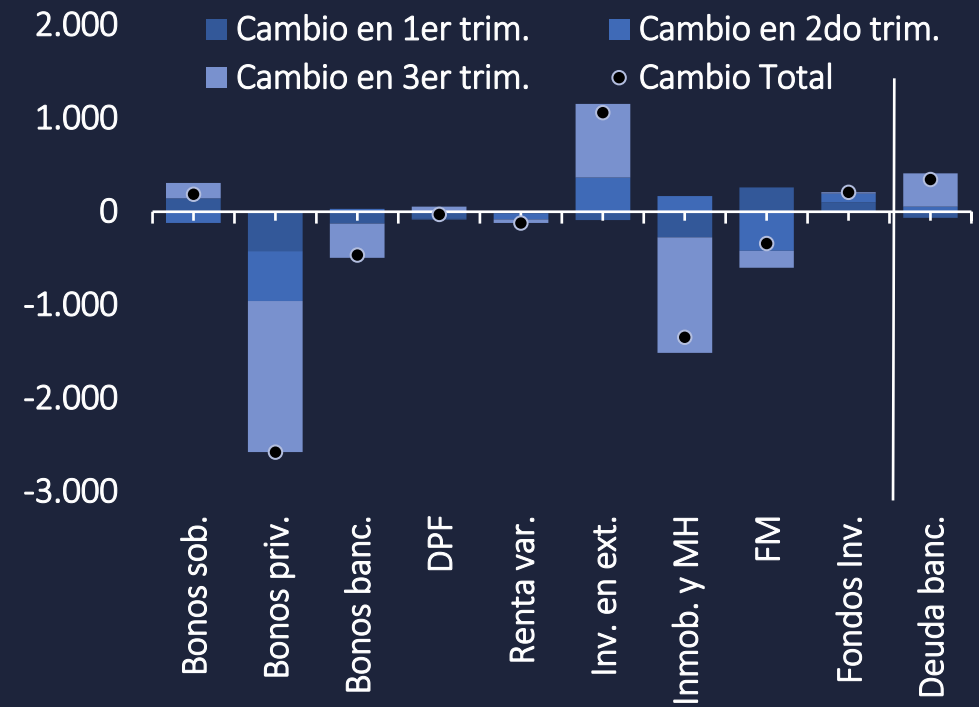
Cartera CSV sep.21

(MMM US\$; porcentaje)



Cambio en la cartera respecto a dic.20

(porcentaje)



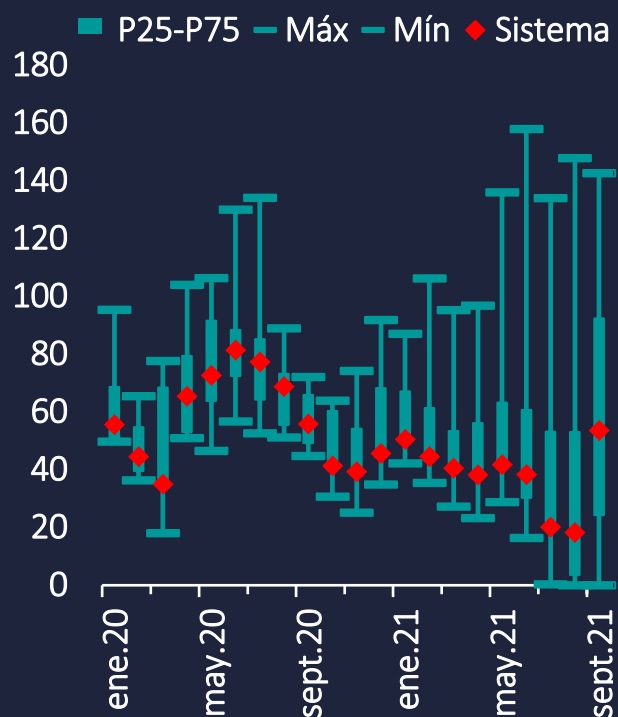
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Las alzas de tasas han implicado revalorización de portafolios de FM1. En tanto, la liquidez de los FM3 ha caído en los últimos meses.



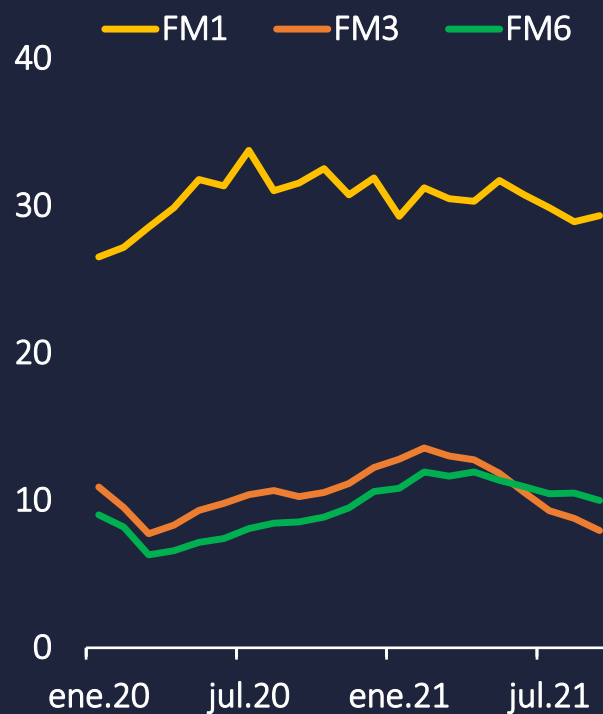
### Revalorización FM1: estimación shock de tasas

(Puntos base, sep 2021)



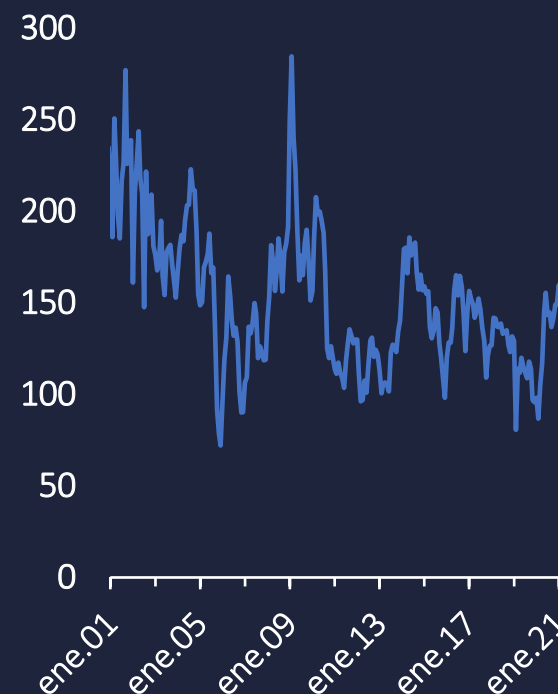
### Activos totales de los FM por tipo de fondo

(miles de millones de dólares)



### LCR fondos mutuos tipo 3 (\*)

(índice)



(\*) LCR FM3: Proporción de activos líquidos (vencimiento igual o menor a 90 días) sobre el máximo retiro potencial del total de activos de FM3 (inversiones de mediano y largo plazo).

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



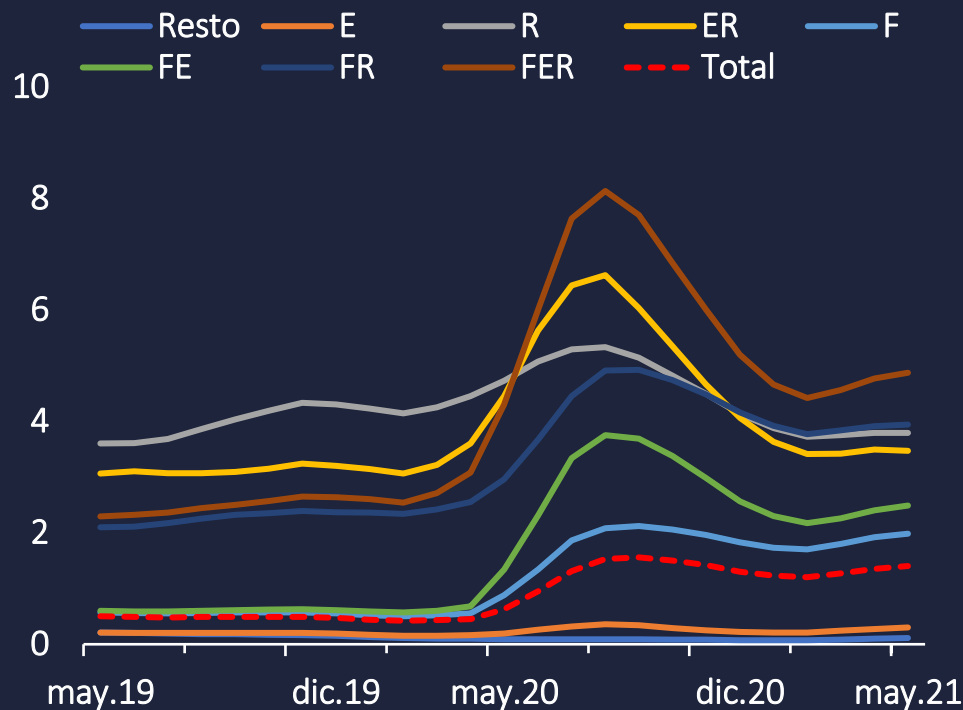
# DESARROLLOS USUARIOS Y OFERENTES DE CRÉDITO

# La situación financiera de las empresas no financieras ha mejorado como producto de la efectividad de las medidas de política y la recuperación de las ventas.



## Deuda sobre ventas mensuales (\*)

(veces, promedio móvil trimestral para ventas)

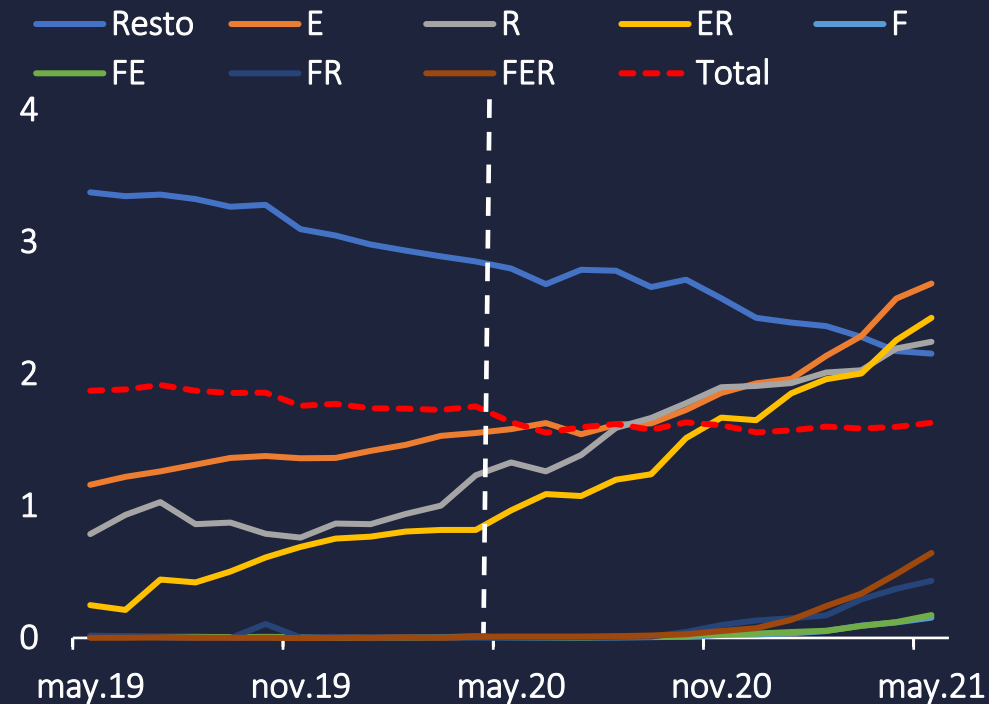


### Participación de los grupos

	% del total	
	Deuda	N
Nada	42	51
E	6	8
R	16	2
ER	6	1
F	11	22
FE	8	11
FR	6	3
FER	6	2

## Índice de cuota impaga (\*)

(porcentaje de las colocaciones comerciales)



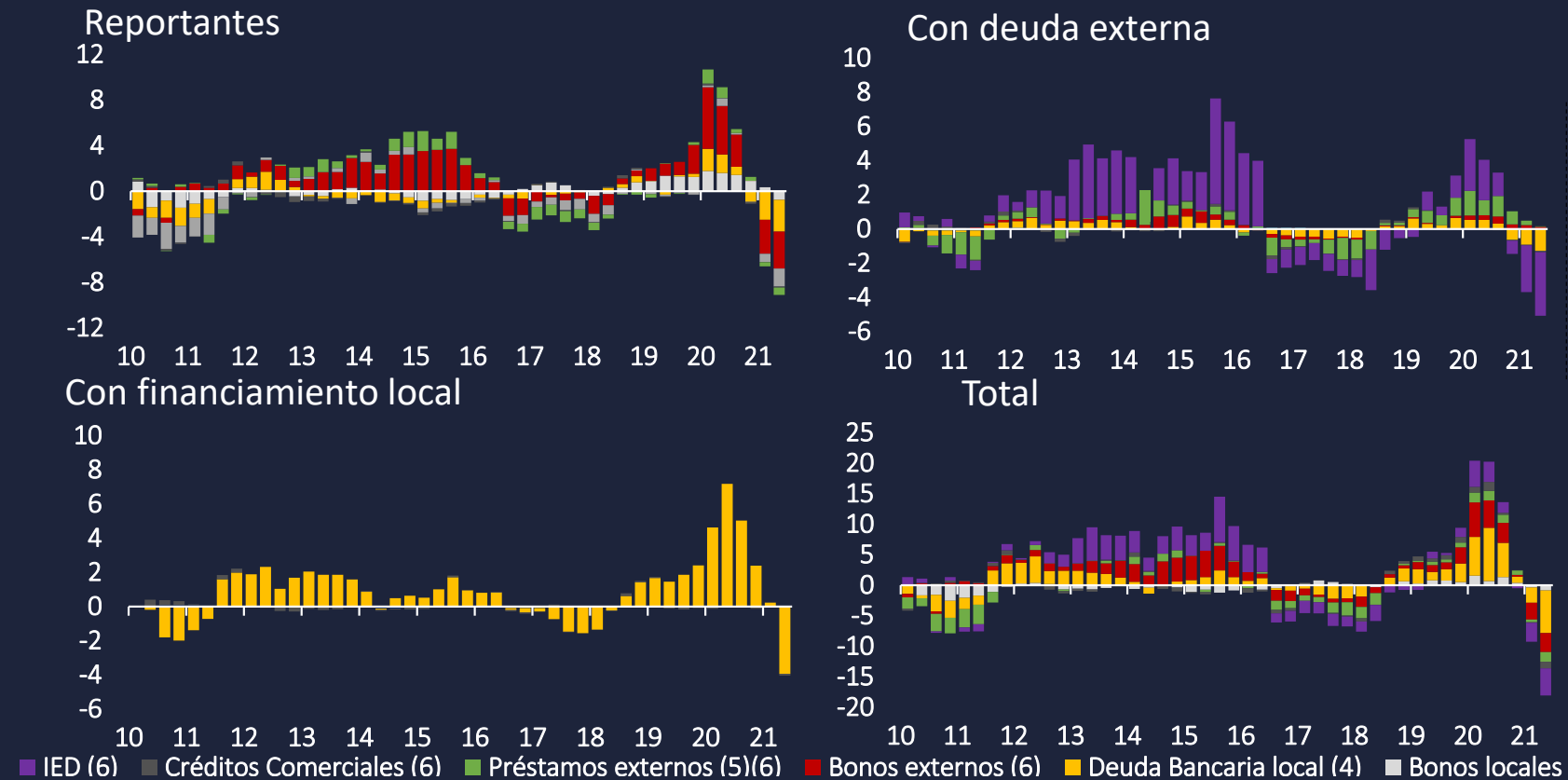
(\*) F: programa de crédito Fogape-Covid19, E: Ley de Protección del Empleo, R: reprogramación. FE, FR, ER y FER corresponden a las combinaciones respectivas. N: no accede a ninguna política. No considera personas. Participaciones de los grupos al segundo trimestre del 2021.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF, Dirección del Trabajo, Ministerio de economía y SII.

Durante la pandemia las empresas de mayor tamaño se financiaron principalmente con emisiones en el exterior, mientras que las de menor tamaño utilizaron crédito bancario. En lo más reciente, todas las empresas han reducido su demanda por crédito.



## Deuda total de empresas según tipo de empresa (\*) (variación anual)



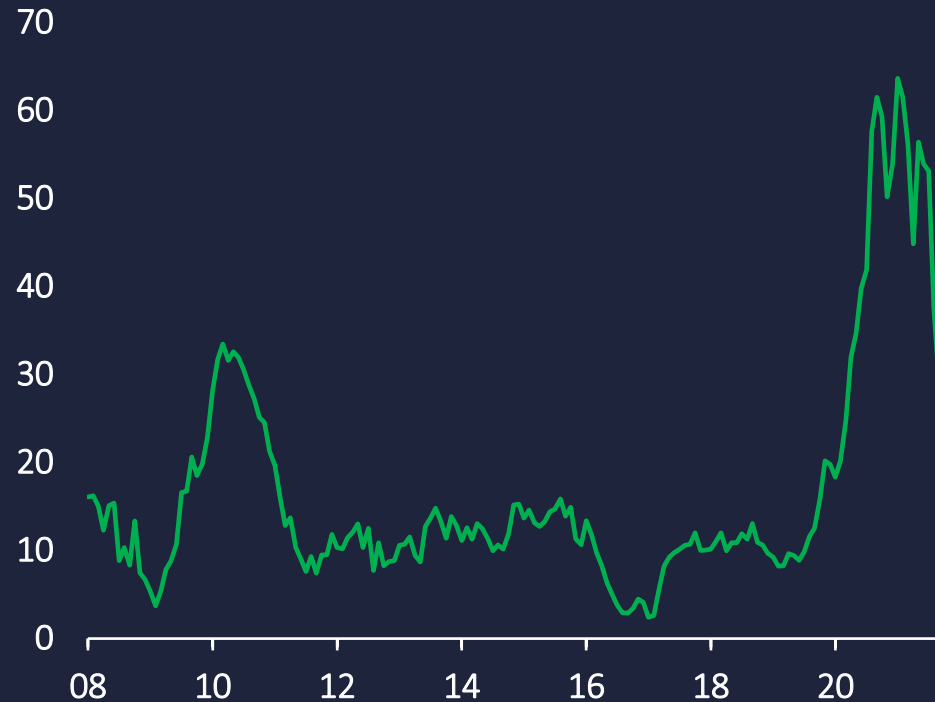
(\*) Definición de empresas CMF incluye a filiales directas. Empresas con deuda externa se refiere a firmas que al menos una vez entre el 2009 y 2021 han poseído alguna clase de esta deuda sean préstamos, bonos externos o IED. No se incluyen factoring, leasing, bonos securitizados y efectos de comercio por no disponer de microdatos. Se considera el PIB de año móvil terminado en cada trimestre. Incluye créditos contingentes, personas y comex. Incluye a organismos multilaterales. Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del último mes de cada trimestre.

Los hogares permanecen con alta liquidez, han visto reducidas sus necesidades de financiamiento y han mantenido acotado el impago en el corto plazo, aunque erosionando sus ahorros.



### M1 promedio

(variación nominal anual, porcentaje, ago-21)



### Ahorro Bruto

(porcentaje del PIB, promedio móvil anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

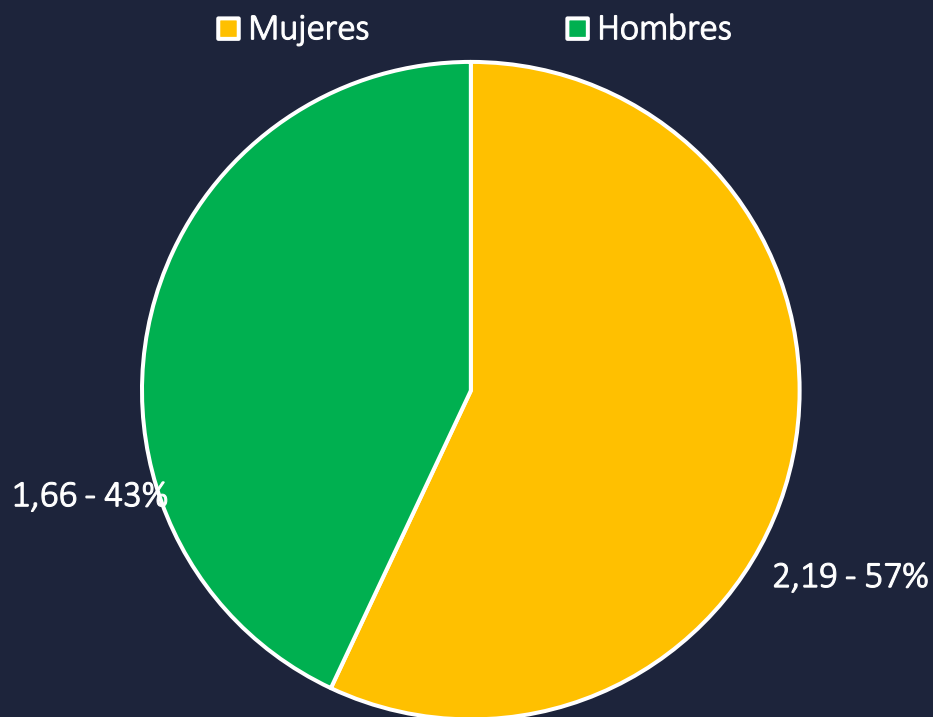


Luego de tres retiros, casi cuatro millones de personas agotaron el saldo en sus cuentas individuales, esto ha afectado en mayor proporción a las mujeres (57%). Las tasas de incumplimiento de créditos se han reducido para hombres y mujeres, manteniéndose estas últimas como mejores pagadoras.



### Personas que agotaron saldo por sexo

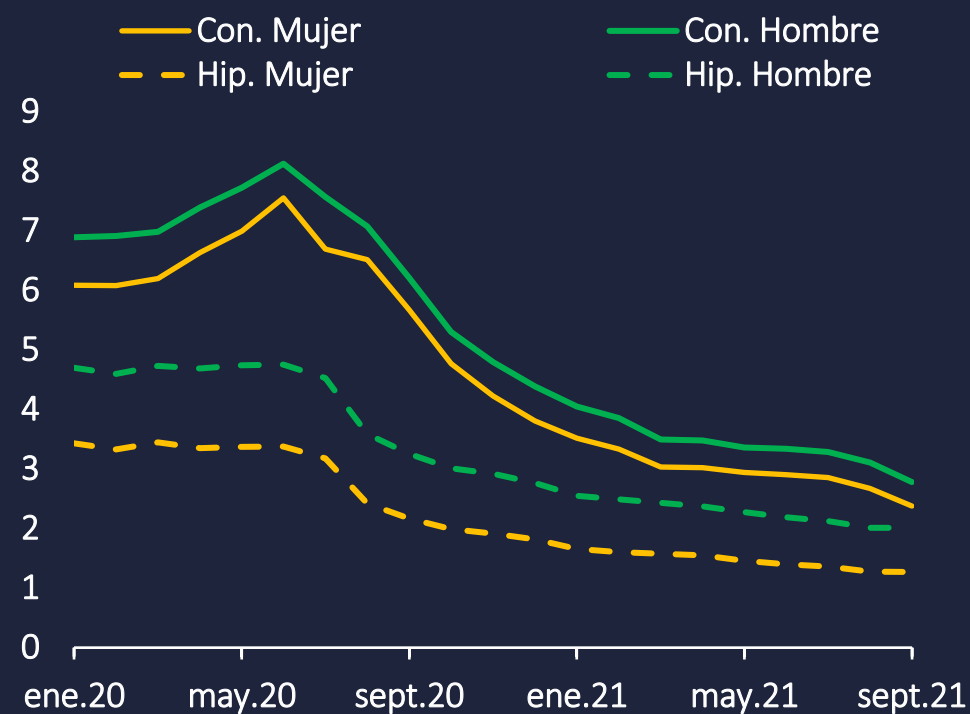
(millones de personas, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a Superintendencia de Pensiones al 31 de julio de 2021.

### Tasa de Incumplimiento por sexo

(porcentaje del total por sexo)



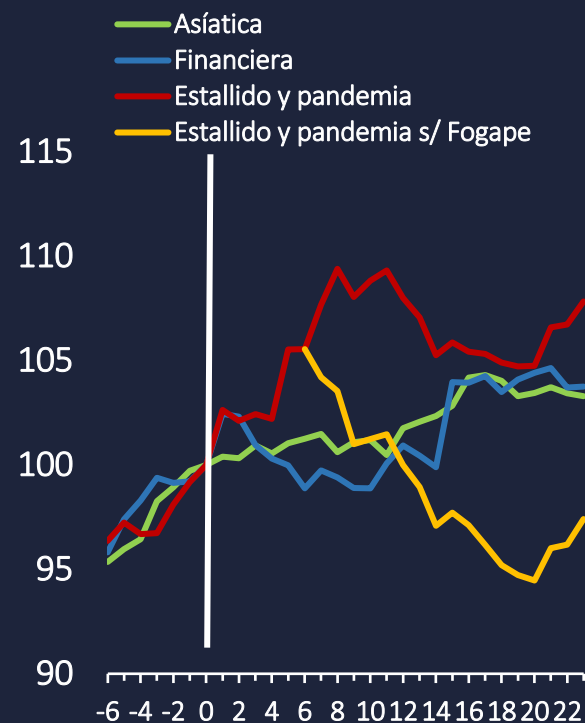
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de CMF y Servel.

# Los ejercicios de tensión dan cuenta que la banca permanece resiliente y con un elevado nivel de solvencia.



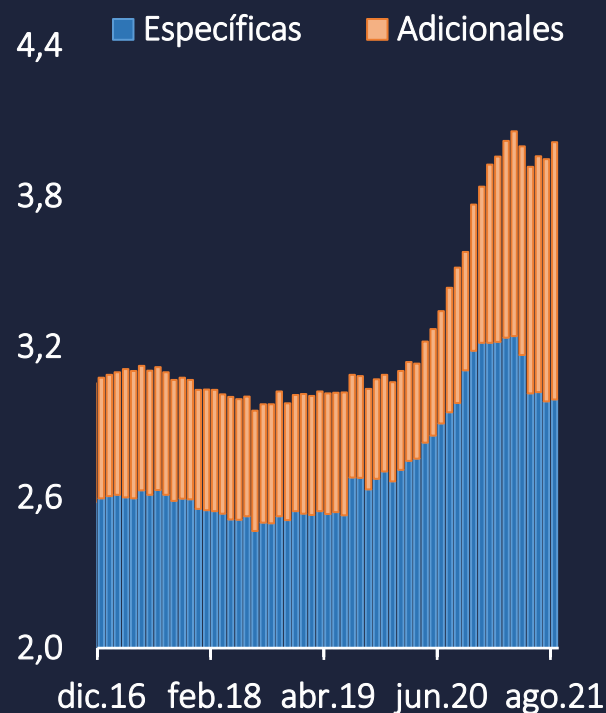
## Deuda Cartera Comercial (\*)

(nivel, t=0: 100)



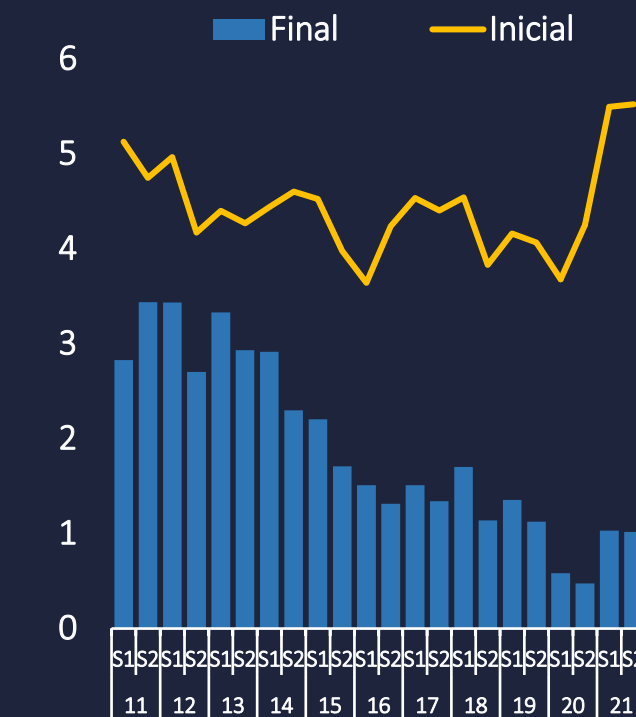
## Stock provisiones comerciales

(porcentaje)



## Holgura de capital bajo escenario de estrés severo (\*)

(porcentaje de activos ponderados por riesgo)



(\*) El periodo t=0 corresponde a jul.98 para la Crisis Asiática, sep.08 para la Crisis Financiera Global y oct.19 para la Crisis Social y Sanitaria.

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

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

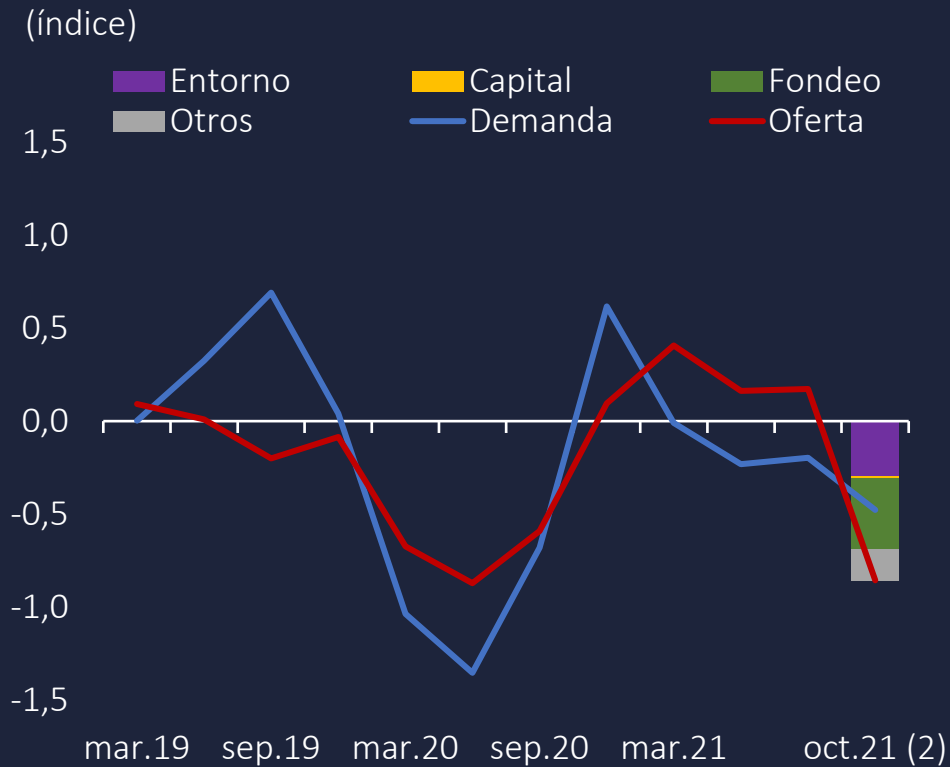
(\*) Exceso de patrimonio efectivo sobre el mínimo regulatorio. Considera los límites particulares de cada banco.

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

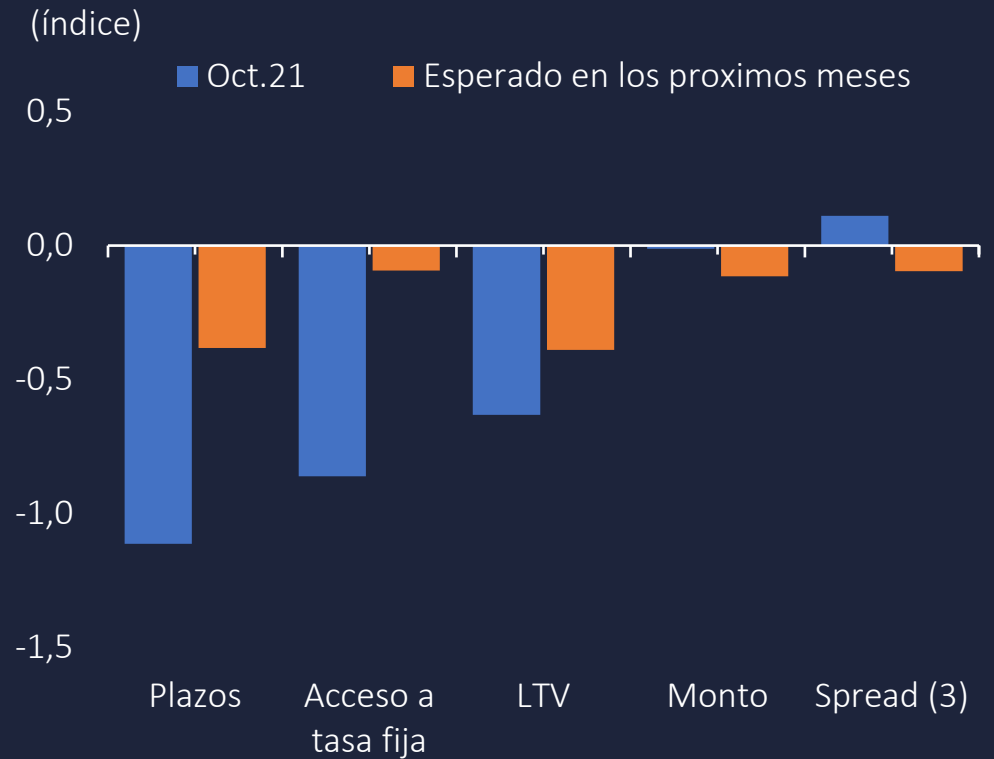
No obstante, el cambio en las condiciones de fondeo de los bancos ha afectado la oferta de crédito, especialmente de largo plazo, incluyendo el hipotecario.



### Condiciones de créditos para la vivienda (1)



### Restricciones en los estándares de créditos para la vivienda (1)



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

(2) Encuesta especial sobre condiciones de créditos.

(3) Corresponde a la diferencia entre las tasas de interés del crédito y el costo de fondeo del banco.

Fuente: Banco Central de Chile.



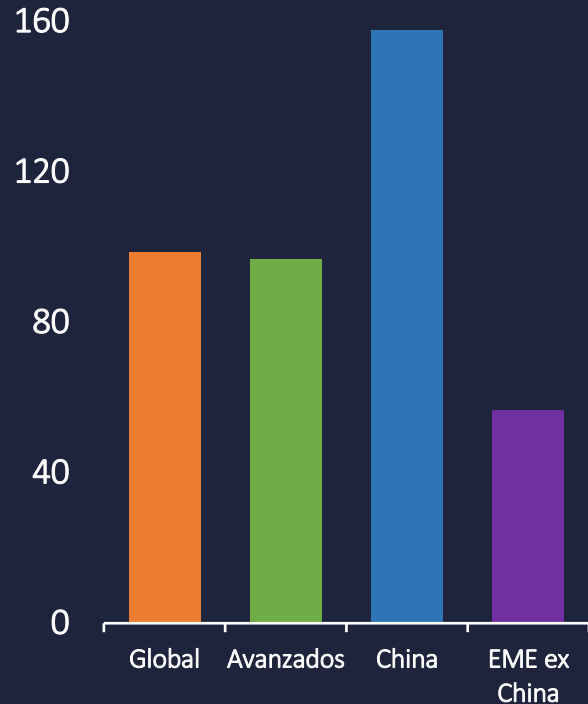
# RIESGOS, VULNERABILIDADES Y MITIGADORES

A nivel global, pese a los avances en el manejo de la situación sanitaria, se han continuado acumulando vulnerabilidades asociadas con la mayor liquidez, apetito por riesgo y la búsqueda de retornos.



### Deuda corporativa no financiera a 2021.T2

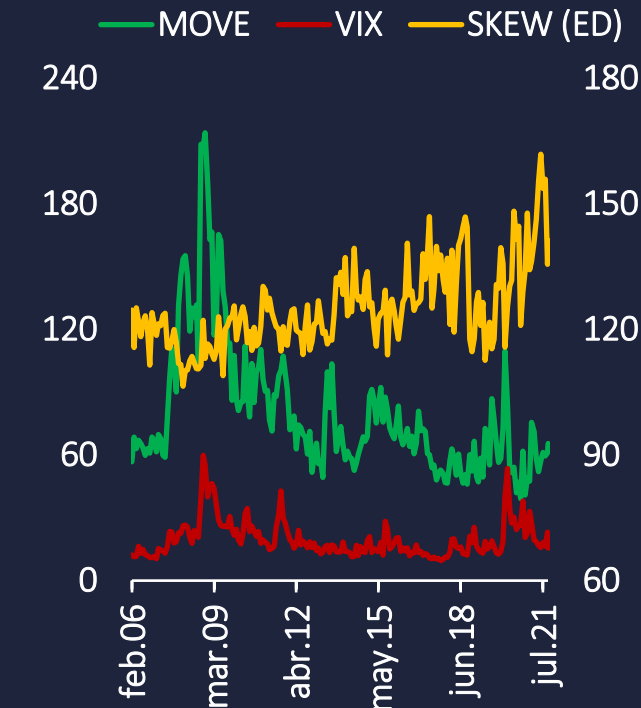
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile en base a IIF.

### Volatilidad Financiera Externa (\*)

(índice)



(\*) VIX: volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. a un mes; MOVE: volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes; SKEW: utiliza opciones sobre el S&P500 en EE.UU. para medir su riesgo de cola.  
Fuente: Bloomberg.

### Principales eventos Evergrande

Fecha	Evergrande	Rating E-G
Sep.20	Descuentos de 30% en ventas.	
Jun.21	Anuncia venta de 58% de Calxon Group (US\$400 mill.).	
Jul.21		Fitch baja a CCC+
Ago.21	Acuerda venta de filial (US\$400 mill.), paraliza algunos proyectos y reconoce problemas de liquidez	Moody's baja a CCC
Sep.21	No paga intereses a bancos y vende banco por bonos, y acuerdo con un acreedor.	
Oct.21	Continúa impago de cupones, aunque finalmente se pone al día.	S&P baja clasificación a 2 inmobiliarias chinas

Nuevas liquidaciones forzosas de activos que continúen debilitando al mercado de capitales local de forma estructural y limiten su capacidad de enfrentar eventos disruptivos son el principal riesgo para la estabilidad financiera local.

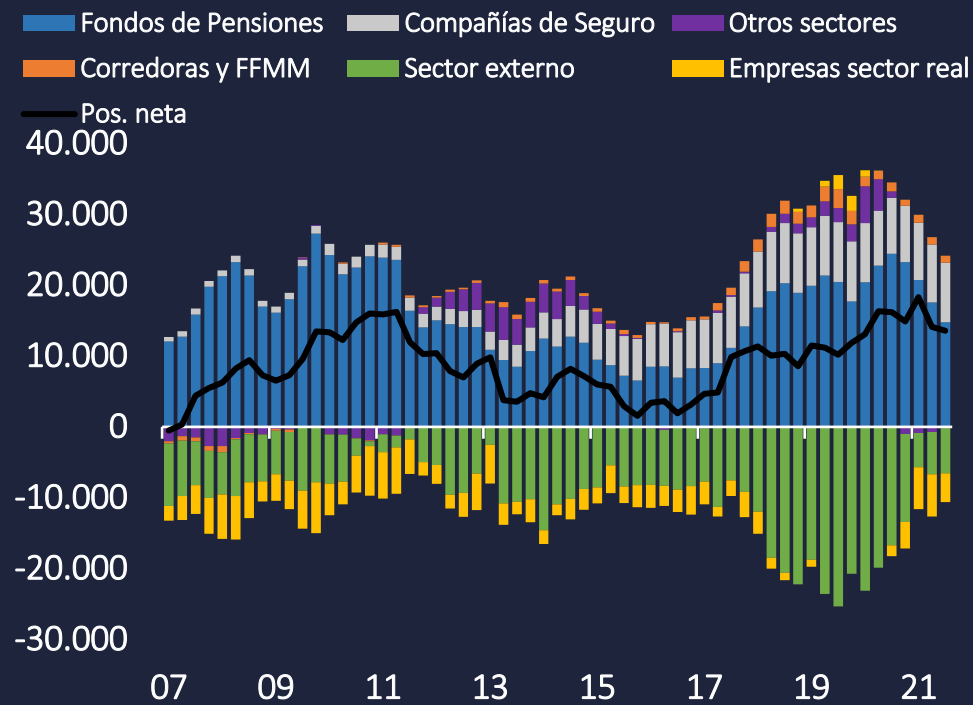


Agente	Corto Plazo	Mediano y Largo Plazo
<p><b>Mercado de capitales</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducción en tamaño de fondos intermediados (FP, CSV).</li> <li>• Solvencia de las CSV.</li> <li>• Salida de capitales y mayor demanda por activos en dólares.</li> <li>• Corrección de precios. Mayor volatilidad de tipo de cambio y tasas de interés.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducción del mercado de bonos de largo plazo afecta crédito hipotecario e inversión.</li> <li>• Reducción del mercado derivados cambiarios afecta cobertura de empresas.</li> <li>• Aumenta la dependencia de mercados externos.</li> <li>• <b>Se podrían dar salidas abruptas de capitales y no-linealidades.</b></li> </ul>
<p><b>Hogares y Empresas</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Aumento de liquidez.</b></li> <li>• <b>Reducción del impago (aunque efecto es cada vez menor).</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducción de ahorros y <u>menor acceso</u> (mayor costo) al crédito y a cobertura del riesgo cambiario.</li> </ul>
<p><b>Bancos y OCNB</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Mayor liquidez.</b></li> <li>• <b>Portafolio de crédito con bajo riesgo materializado.</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menor fuente de financiamiento de largo plazo. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayor exposición a refinanciamiento.</li> </ul> </li> </ul>

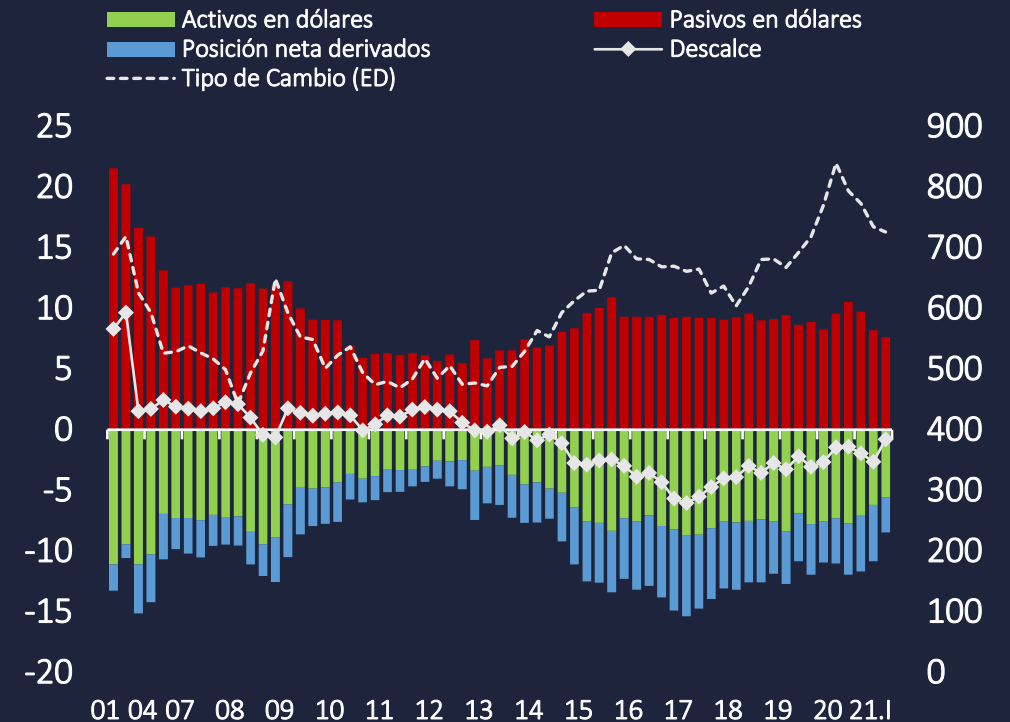
Asimismo, el mercado de derivados se haría menos profundo, lo cual restringe los mecanismos de manejo de riesgos cambiarios para las empresas. Todos estos elementos volverían más vulnerable a la economía chilena a vaivenes externos y cambios en condiciones globales de financiamiento.



Posiciones netas de derivados del Mercado Cambiario Formal  
(promedio trimestral, millones de dólares)



Descomposición del descalce cambiario empresas (\*)  
(porcentaje de activos totales)



(\*) Considera empresas que reportan sus balances en pesos. No considera empresas Estatales ni aquellas clasificadas en los sectores Servicios Financieros y Minería. El descalce corresponde a pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales. Tipo de cambio promedio del último mes del trimestre (o año).

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



La caída en el tamaño de los fondos intermediados por FP reduce la capacidad del mercado de renta fija para proveer financiamiento de largo plazo. Esto ya se ha traducido en restricciones al crédito hipotecario, las que podrían afectar a sectores como el inmobiliario y la construcción.



### Plazo de inversiones en activos de bancos (\*)

(años)

2018

2021

Instrumento	Bancos	FP	FM	CS
Bonos banco	6.3	6.7	2.8	10.9
Bonos subordinados	-	15.1	10.0	18.0
Depósitos PF	0.5	0.7	0.2	11.0
Letras hipotecarias	10.9	7.4	8.1	10.9
Bonos hipotecarios	9.7	11.3	9.8	9.8

Instrumento	Bancos	FP	FM	CS
Bonos banco	5.3	5.2	2.5	9.0
Bonos subordinados	-	14.5	7.3	16.3
Depósitos PF	0.5	0.6	0.2	10.2
Letras hipotecarias	9.4	6.5	6.7	10.7
Bonos hipotecarios	7.5	8.4	6.8	6.8

### Cambio en condiciones crediticias

Variables	Mediana 2020	Extremo actual
Plazo	25	15
Tasa	Fija: 2.9%	Variable
LTV	80	70

(\*) Promedio ponderado en años y peso relativo en pasivos de bancos en porcentaje. Bancos incluye Banco Central de Chile.

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

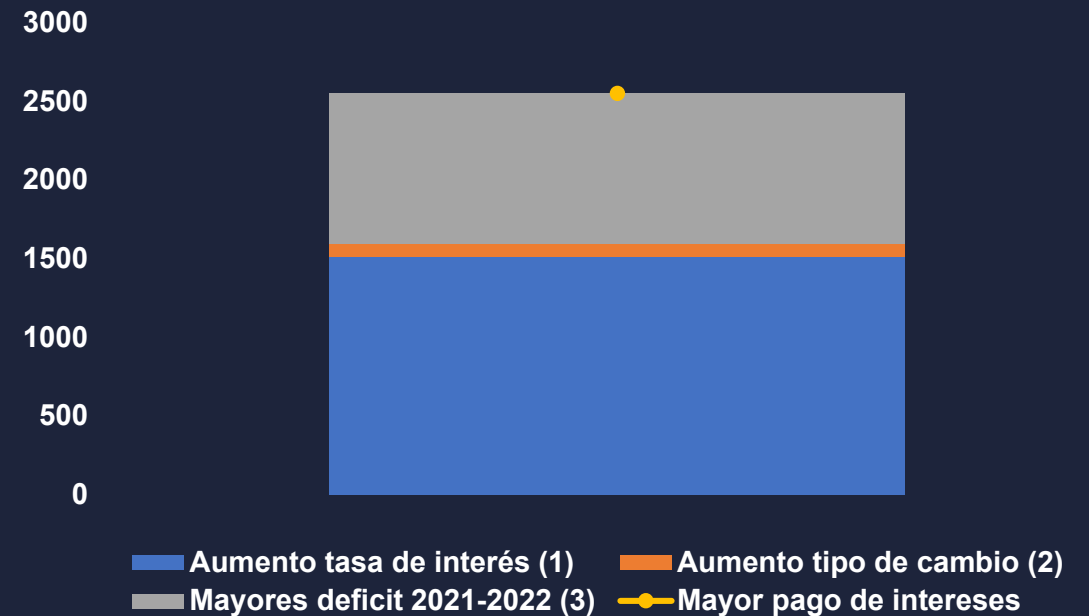
El efecto del aumento de la tasa sobre el pago de intereses es superior al de los mayores déficits entre 2021 y 2022 y equivale a todo el paquete de financiamiento previsto en el proyecto de ley corta de pensiones.



Tasas 10y bono soberano (1)



Simulación del mayor pago de intereses a fin de 2022 versus fin de 2020 (millones de dólares)



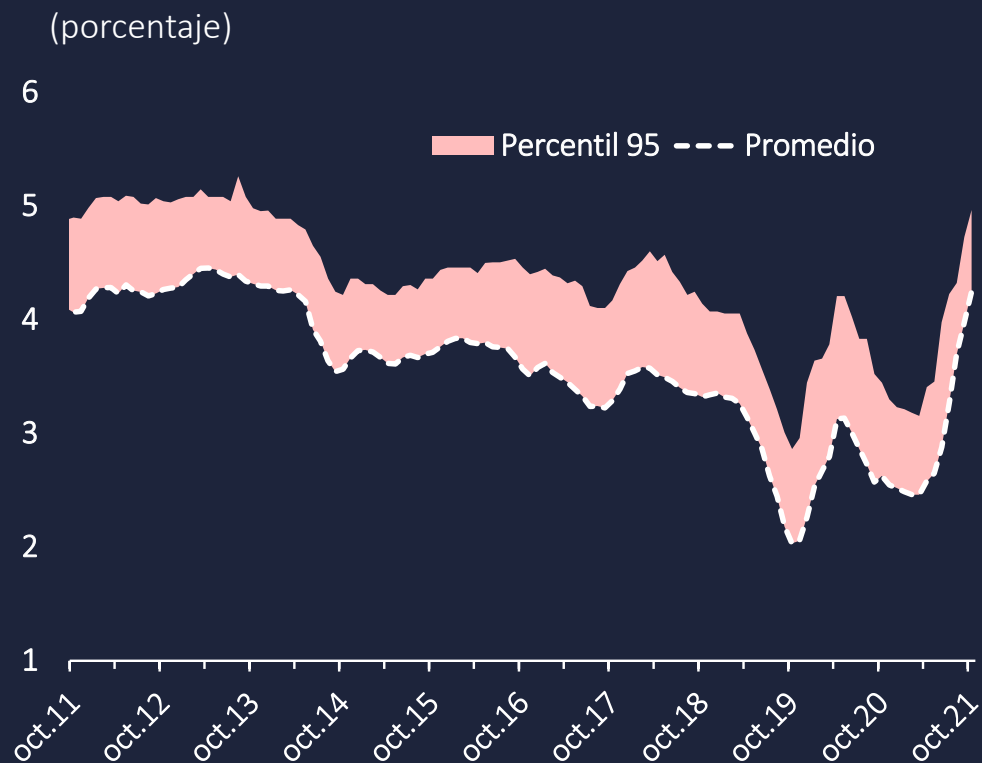
(1) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de Chile. Verticales corresponden a IPoM de marzo, junio y septiembre de 2021.  
 (2) US\$1.800 millones surge de comparar tasa actual versus canasta comparable mientras que US\$2800 millones surge del delta de tasa de interés versus enero 2021.  
 Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

(1) Mayor tasa: Para su cálculo se toma el diferencial spot versus fin de 2020 en las tasas de bonos soberanos en pesos a 10 años y se lo multiplica por el nuevo endeudamiento 2021-2022 en base al IFP3-21. (2) Mayor tipo de cambio: A los intereses anuales de la deuda en dólares se le considera el diferencial de tipo de cambio spot versus fin de 2020. Tener en consideración que el mayor impacto del tipo de cambio sobre la deuda se da al momento de amortizar la deuda y en menor medida sobre los intereses. Este efecto sobre la amortización, no está considerado. (3) Mayor déficit: Se toma los déficit proyectados del IFP3-21 para 2021-2022 y se los multiplica por la tasa de bonos soberanos en pesos a 10 años vigente a fin de 2020. Se utiliza esa tasa dado que el efecto de las mayores tasas se captura en el punto 1). Esta simulación asume el nuevo endeudamiento se hace en moneda local.  
 Fuentes: Banco Central de Chile, Informe de Finanzas Públicas del 3T21 (IFP3-21), y Bloomberg.

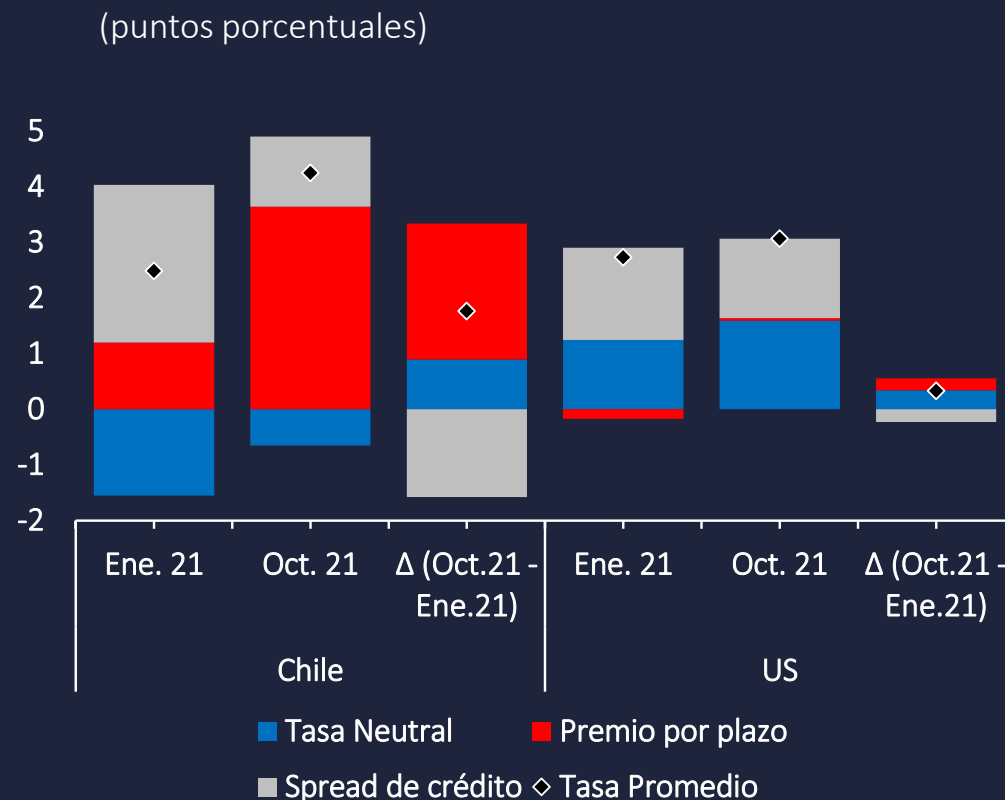
En lo más reciente, la tasa promedio de la cartera hipotecaria alcanza niveles similares a los vistos hace una década. El aumento se explica principalmente por premios por plazo, los que se ven compensados por una caída del spread de créditos.



Tasas de interés cartera de vivienda (\*)

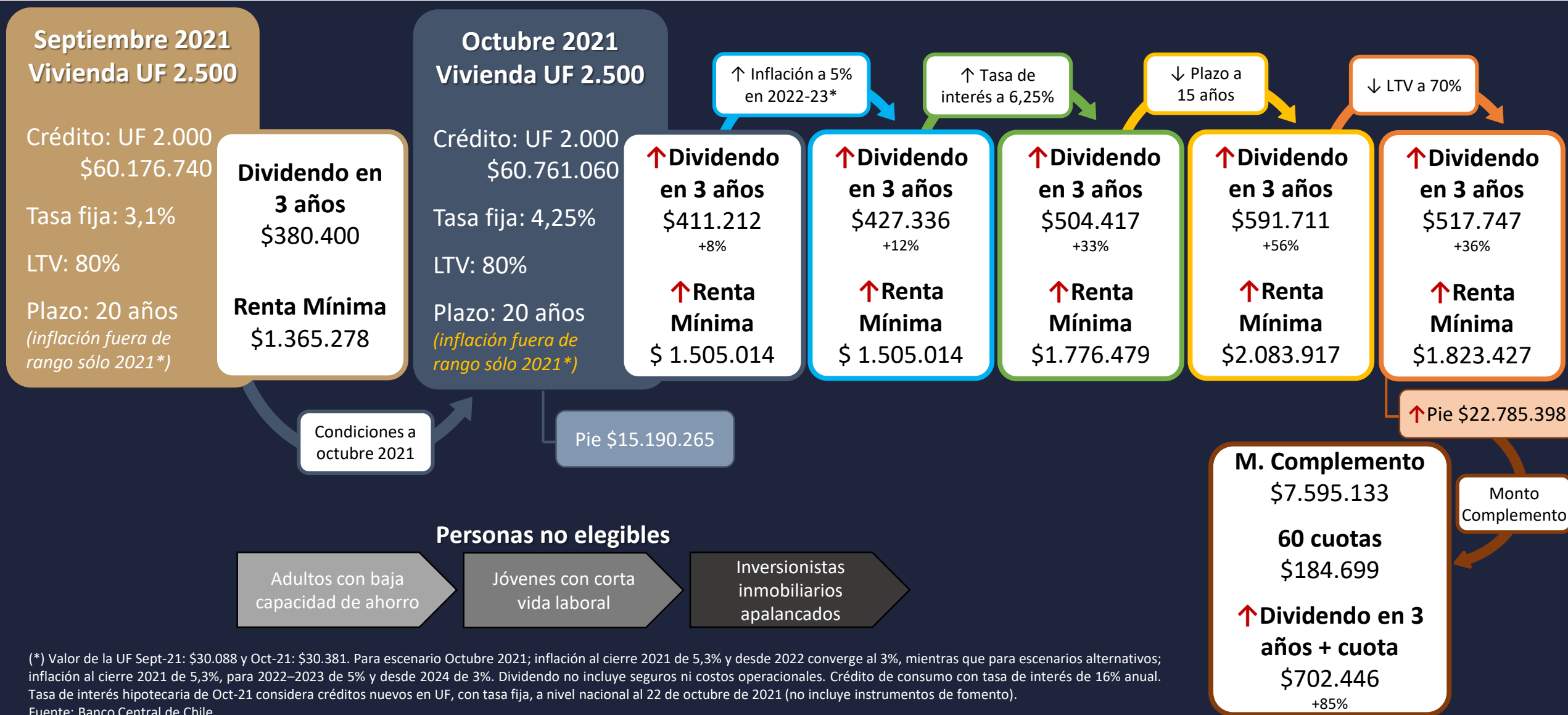


Descomposición tasas de vivienda



(\*) Sólo incluye operaciones en cuotas en UF, tasas fijas, originales y no vinculadas a instrumentos de fomento.  
Fuente: Elaboración propia en base a información de la CMF.

Las restricciones crediticias implicarían un aumento significativo de los dividendos y rentas exigidas, lo que limitará el acceso a la vivienda.



Para hacer frente a los retiros de fondos, los FP liquidaron instrumentos con menores plazos y mayor liquidez relativa, para disminuir impactos en precios. Sin embargo, aún combinando esta estrategia con las medidas implementadas, la envergadura de los retiros y la incertidumbre que ello generó, hizo aumentar las tasas largas de forma considerable, generando pérdidas relevantes para los afiliados más expuestos a renta fija local.



### Estimación Incidencia Rentabilidad: AFP

Mercado	Fondo D	Fondo E
Renta Fija Local	↓	↓
Renta Variable Local	-	-
Renta Fija Internacional	↑	-
Renta Variable Internacional	↑	↑

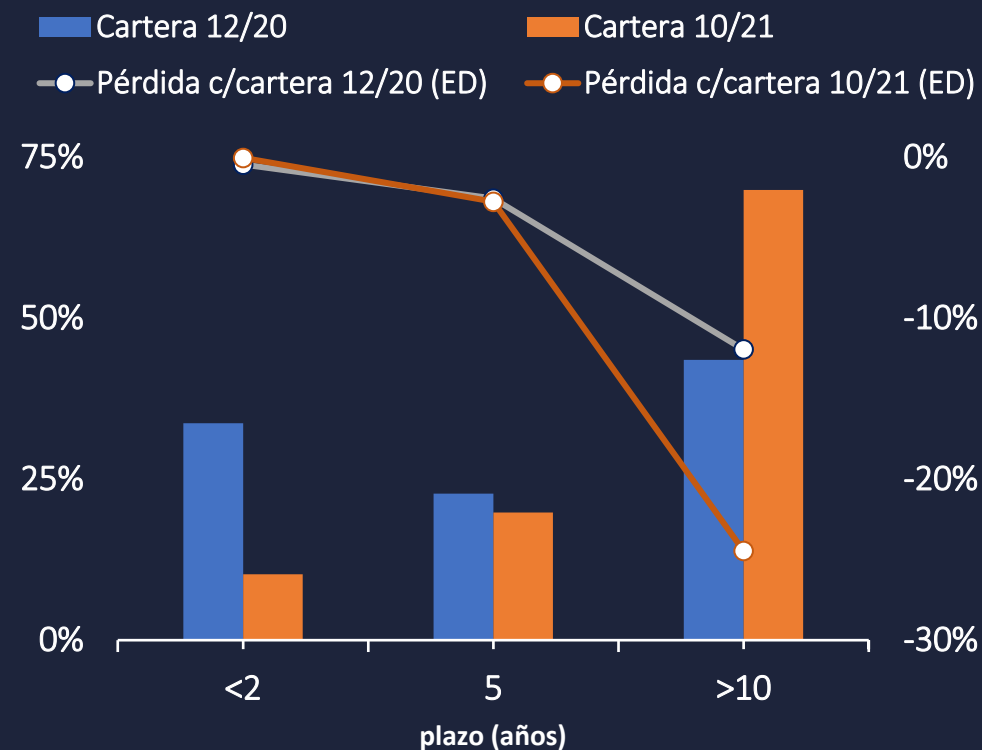
### Estimación Incidencia Rentabilidad Renta Fija Local

Plazo	Fondo D	Fondo E
2Y	-	-
5Y	↓	↓
10Y	↓	↓

(\*)Buckets: 0<2a <3; 3<5a< 7; 7<10a.

Incidencia Negativa ↓: Incidencia estimada menor a -1%  
 Incidencia Neutra (-): Incidencia estimada entre -1% y 1%  
 Incidencia Positiva ↑: Incidencia estimada mayor a 1%

### Incidencia de tasas de interés en valor del Fondo, E por plazo (\*)



(\*)Buckets: 0<2a <3; 3<5a< 7; 7<10a. Las estimaciones se realizaron con las carteras de inversión de las AFP de diciembre 2020 y octubre 2021.

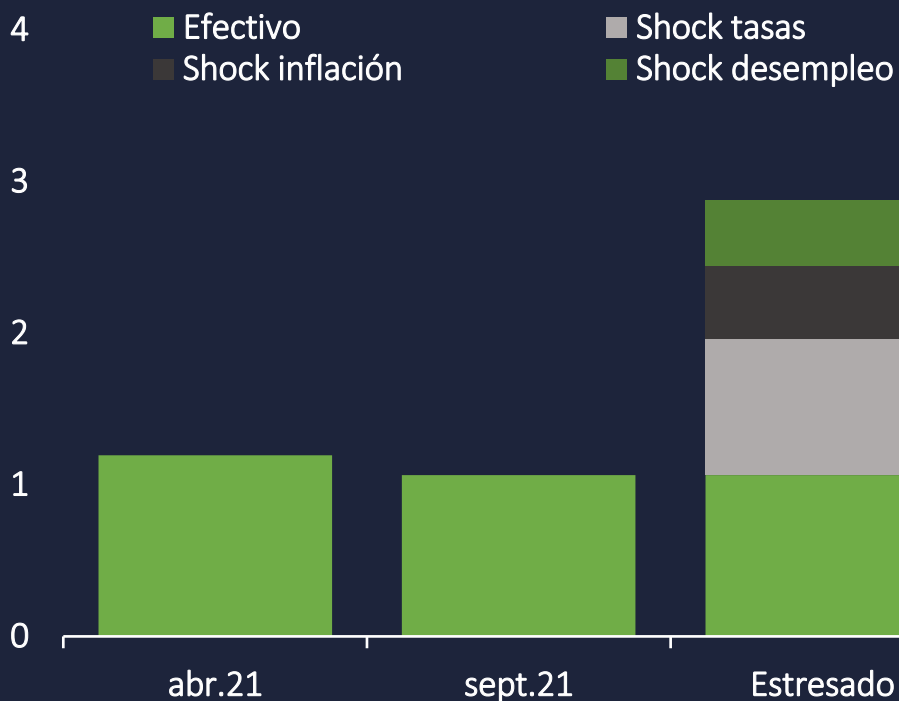
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SPensiones.

Pese a observarse indicadores de morosidad estables y bajos, ha aumentado la expectativa de impagos futuros por parte de usuarios de crédito más vulnerables frente a escenarios de tensión.



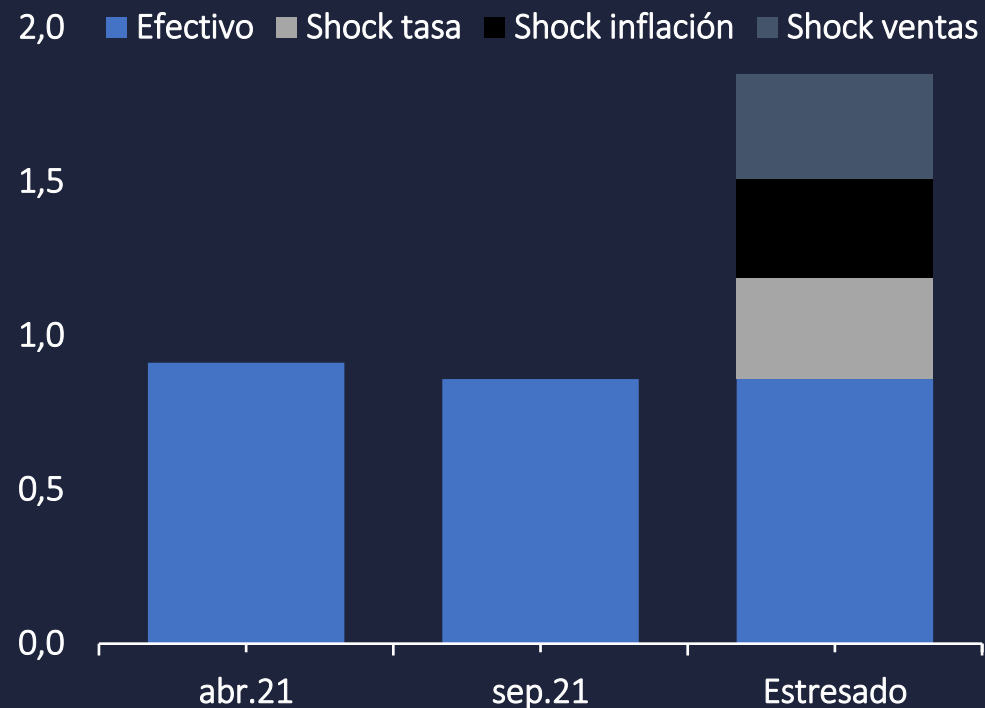
Deuda en riesgo de hogares (consumo e hipotecaria bancaria) (1)

(porcentaje del PIB 2019)



Deuda en riesgo de empresas con financiamiento local (2)

(porcentaje del PIB 2019)



(1) Deuda bancaria de los hogares (consumo e hipotecaria) equivale a 37% del PIB y 40% de las colocaciones bancarias totales al cierre del 2019. Área gris corresponde a simulación para escenario estresado. El shock de tasas corresponde a un aumento de 300pb en la tasa de consumo y 100pb en la tasa hipotecaria. El shock de inflación corresponde a crecimiento de 5% anual de inflación por tres años consecutivos. El shock de desempleo es un aumento hasta 15% en un año.

(2) Corresponde al monto adeudado por cada firma ponderado por su probabilidad individual de entrar en impago dentro del próximo año.

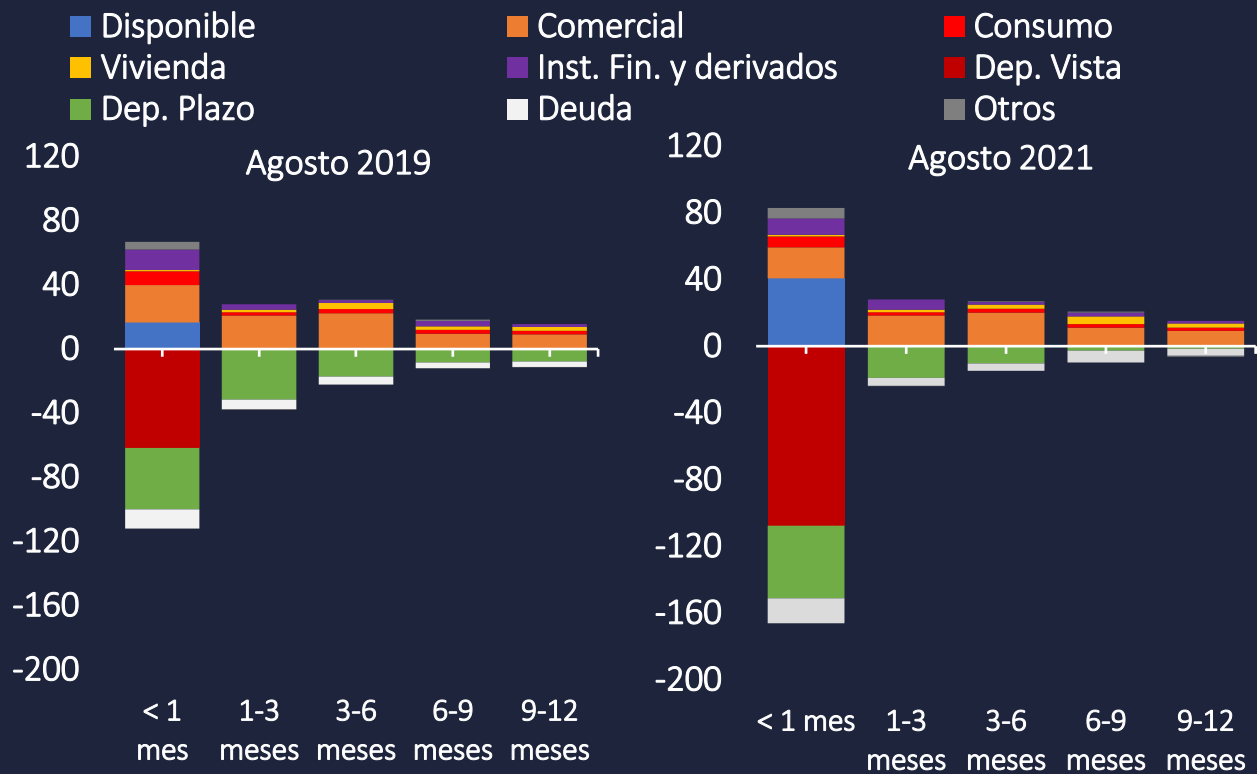
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SUSESO y CMF.

# El acortamiento del plazo de los pasivos de la banca la vuelve más sensible a shocks de tasas, especialmente para algunas entidades.



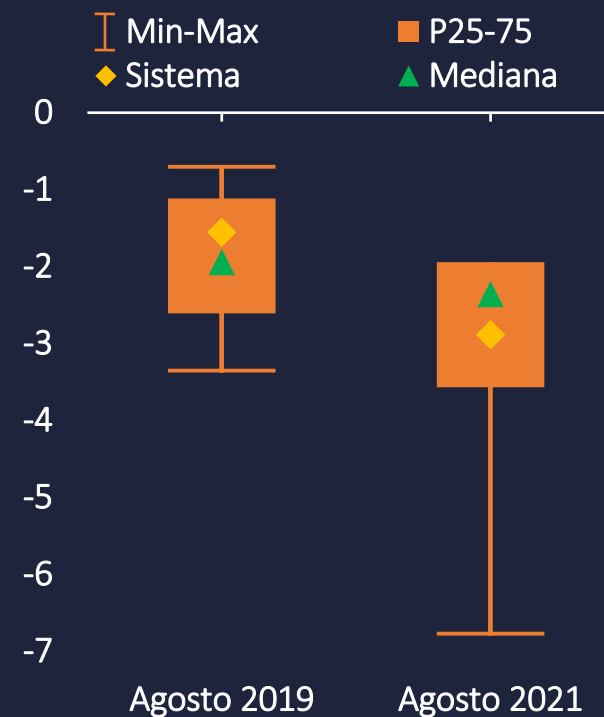
## Flujos de libro de banca hasta 1 año

(USD MMM)



## Descalce hasta 1 mes

(veces el capital)

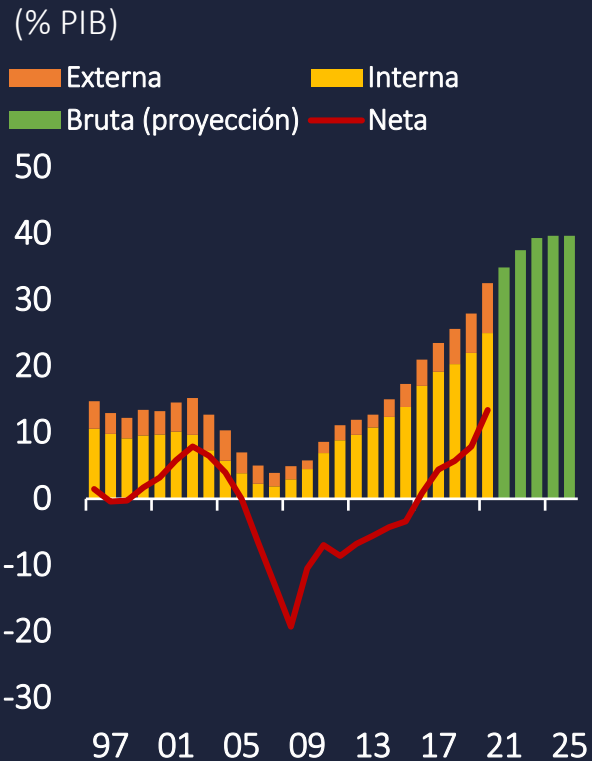




# El uso de holguras durante la crisis, el riesgo de sobrecalentamiento y los cambios estructurales en el mercado de capitales reducen el espacio de política para mitigar shocks futuros.

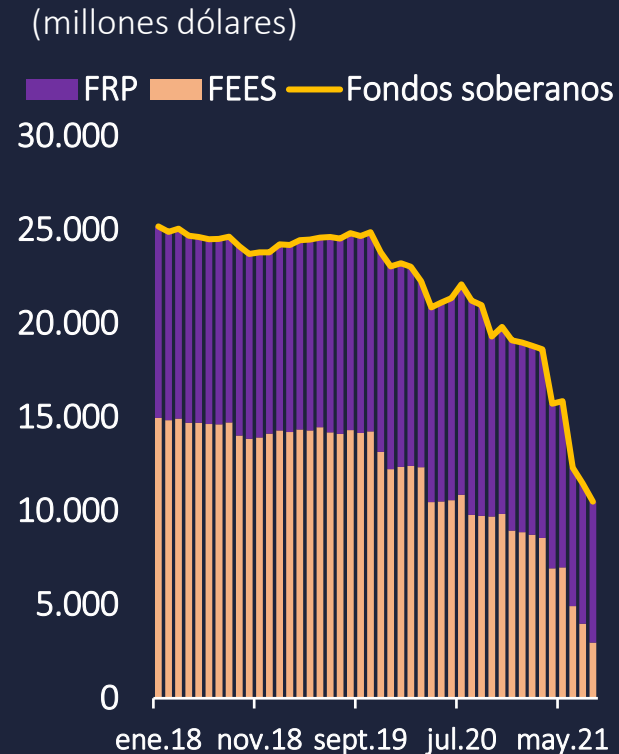


## Deuda Gobierno Central (\*)



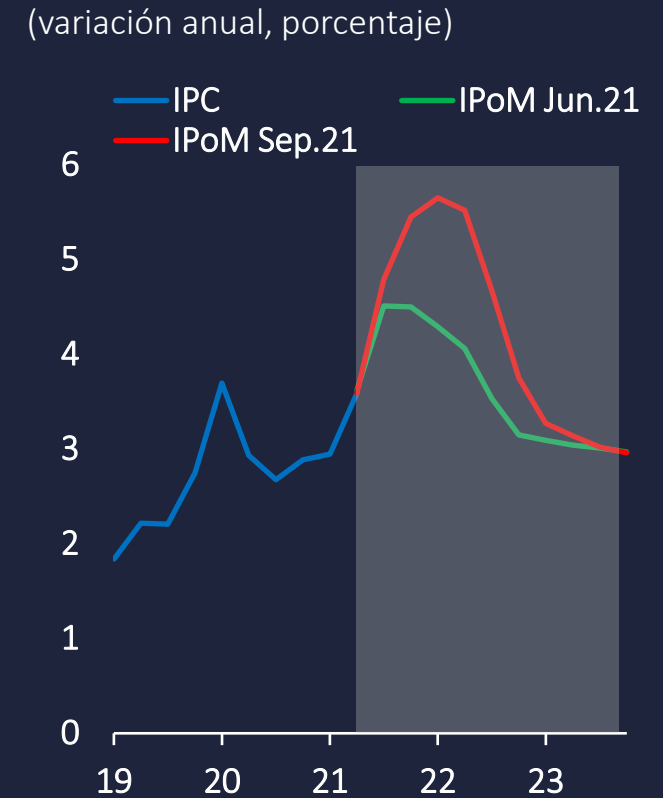
(\*) Proyecciones de deuda para periodo 2021-2025 (DIPRES, 2021).  
Fuente: Banco Central de Chile y DIPRES (2021).

## Fondos soberanos



Fuente: Banco Central de Chile.

## Proyección de inflación (\*)

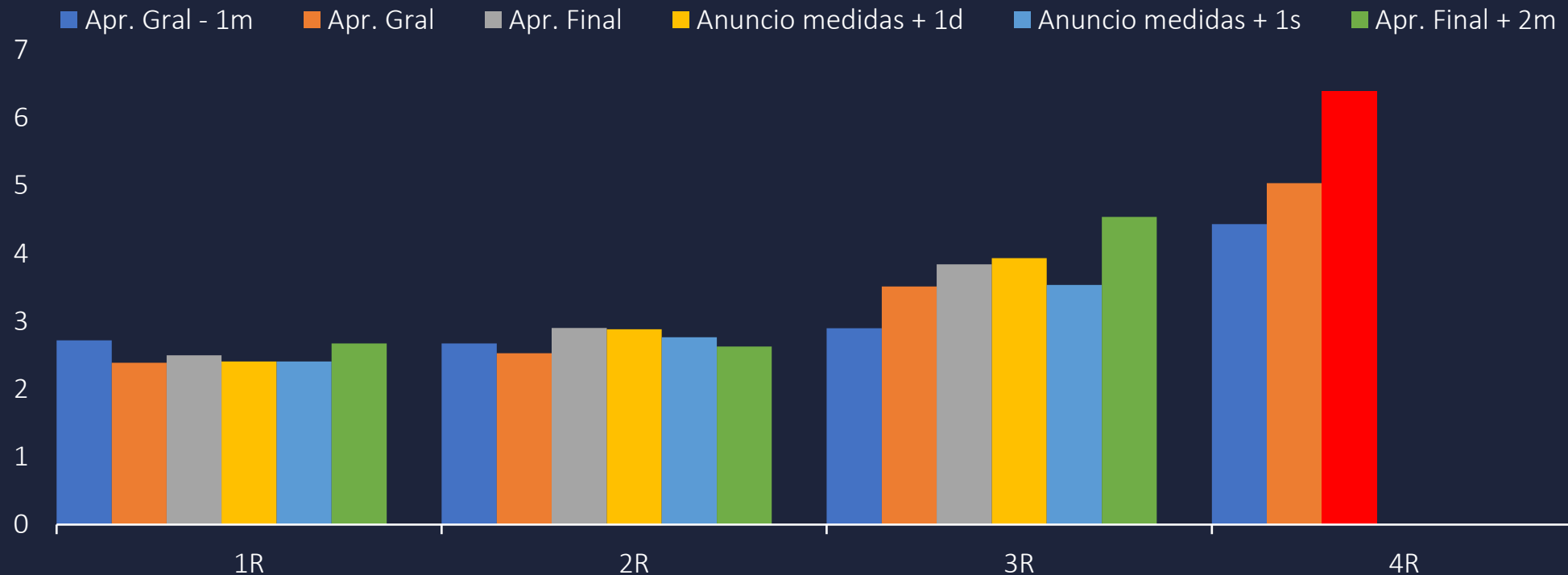


(\*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2021, corresponde a la proyección.  
Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Esto se refleja en el comportamiento de las tasas de largo plazo en los sucesivos episodios de retiros de ahorros previsionales.



Tasas a 10 años en pesos (\*)  
(porcentaje)



(\*) Barra roja indica el nivel de la tasa de interés al cierre estadístico (20/10/2021). Aprobación general (Apr. Gral) corresponde a la fecha en que la Comisión de Constitución de la Cámara de Diputados y Diputadas aprueba y despacha a la sala el proyecto del respectivo retiro. Aprobación final (Apr. Final) corresponde a la aprobación final de la ley (fallo del TC en el 3er retiro). Barra roja indica el nivel de la tasa de interés al cierre estadístico (20/10/2021). 1d (s/m) indica un día (semana/mes) siguiente a la fecha referida.

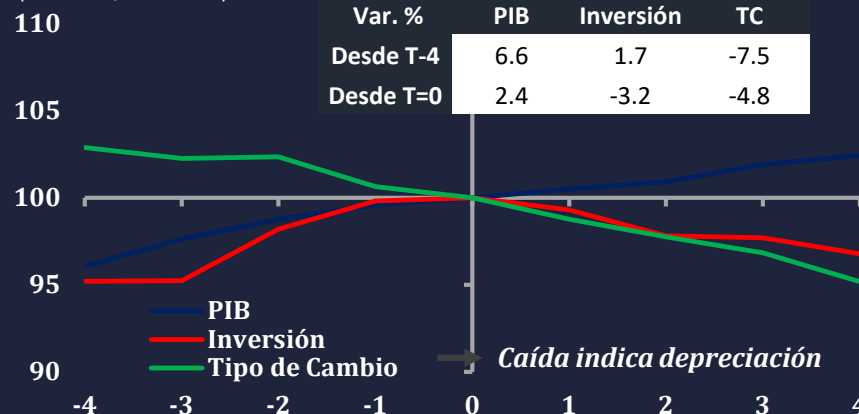
Los mercados financieros no se comportan linealmente. Las salidas de capitales, por ejemplo, se relacionan con un deterioro de distintas variables macro-financieras y su efecto presenta no-linealidades relevantes.



Salidas brutas y netas de capital están asociadas a caídas de la inversión y una depreciación del tipo de cambio.

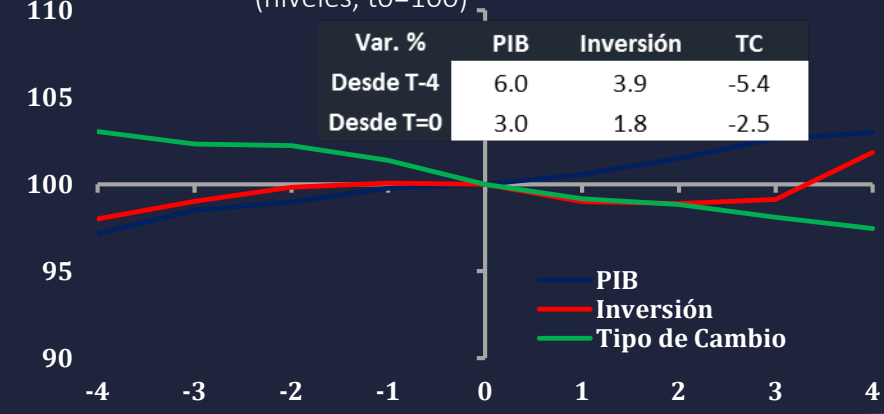
Salidas Brutas de Capital Extranjero (1)

(niveles, t0=100)



Salidas Netas de Capital (1)

(niveles, t0=100)

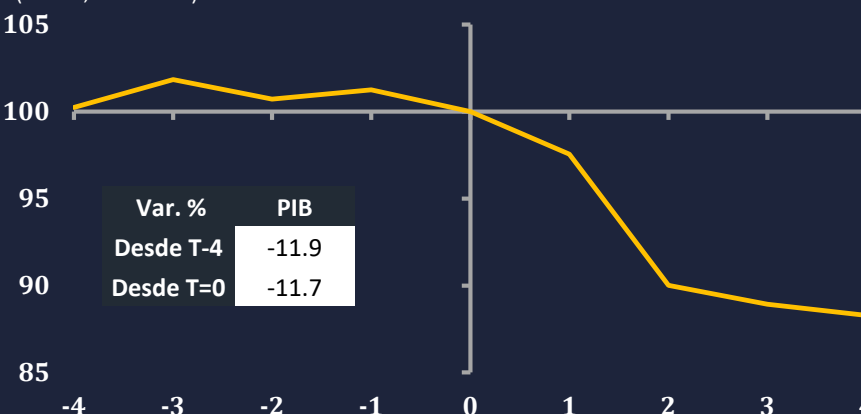


Salidas Extremas(2)

Salidas abruptas de capital están asociadas a caídas significativas del PIB y un fuerte aumento de las tasas de interés.

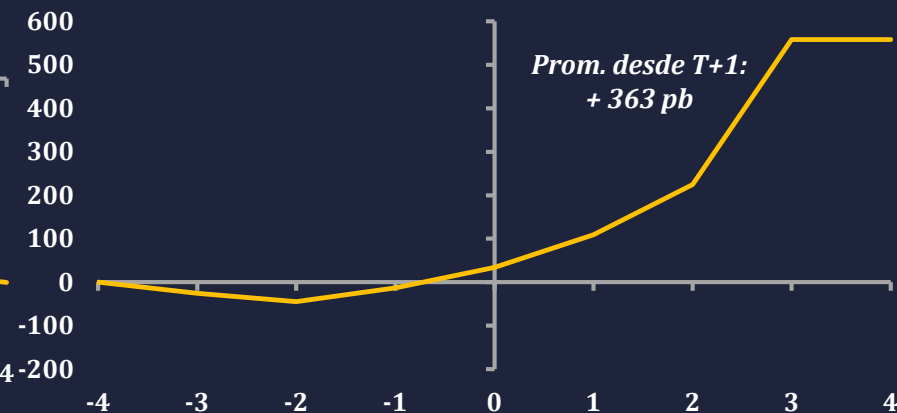
Nivel del PIB

(nivel, t0=100)



Tasas de Bonos Soberanos a 10 Años

(variación respecto a t-4, puntos base)



(1) Salidas que sobrepasen 2 desviaciones estándar. (2) Salidas que sobrepasen 3 desviaciones estándar.

Fuente: Banco Central en base a datos del Fondo Monetario Internacional y Haver Analytics. La identificación de episodios se realiza siguiendo la metodología de Forbes y Warnock (2012).

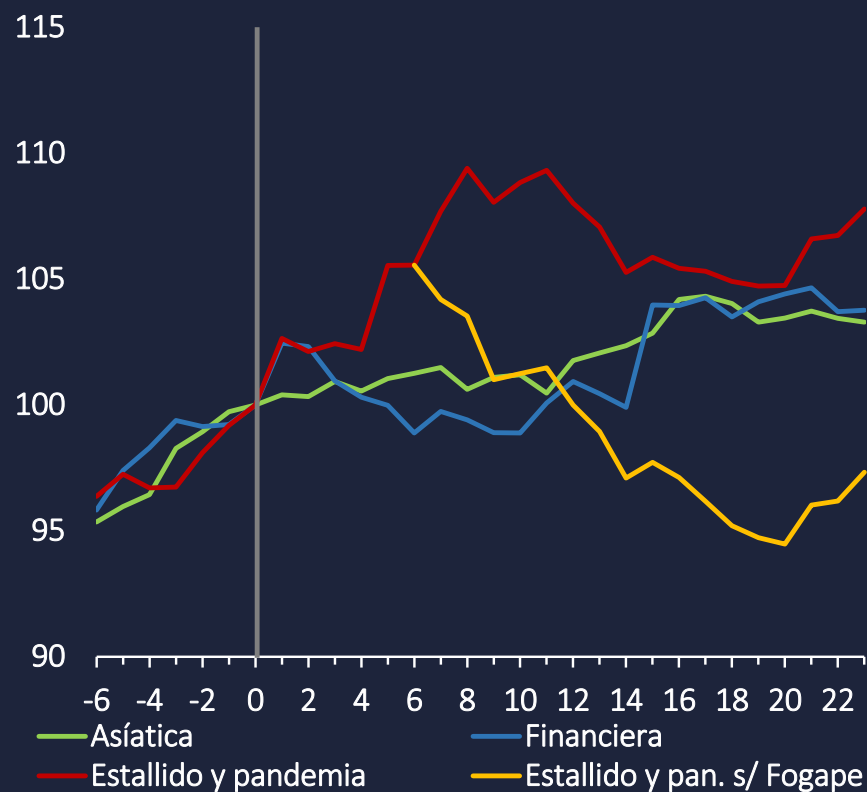


# DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

La FCIC canalizó recursos a la banca lo que permitió, en conjunto con otras medidas, que el crédito se comportara de manera contracíclica a diferencia de crisis pasadas, destacando el crecimiento de la cartera comercial.



Monto de colocaciones comerciales (\*)  
(índice base 100=t0)



**FCIC**  
**US\$40.000 millones**

**Flujo cartera comercial no FOGAPE entre mar.20  
– jun.21**  
**US\$51.000 millones**

**Reprogramaciones**  
**Aprox. US\$ 6.000 millones**

**FOGAPE – Crédito a 460 mil empresas de menor  
tamaño**  
**\$20.000 millones**

(\*) El periodo t=0 corresponde a jul.98 para la Crisis Asiática, sep.08 para la Crisis Financiera Global y oct.19 para la Crisis Social y Sanitaria.

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

La facilidad de compra al contado venta a plazo - CCVP - permitió a las administradoras de los fondos de pensiones obtener liquidez para pagar los retiros en los plazos determinados por ley.



- Características de la facilidad de compra al contado con venta a plazo:

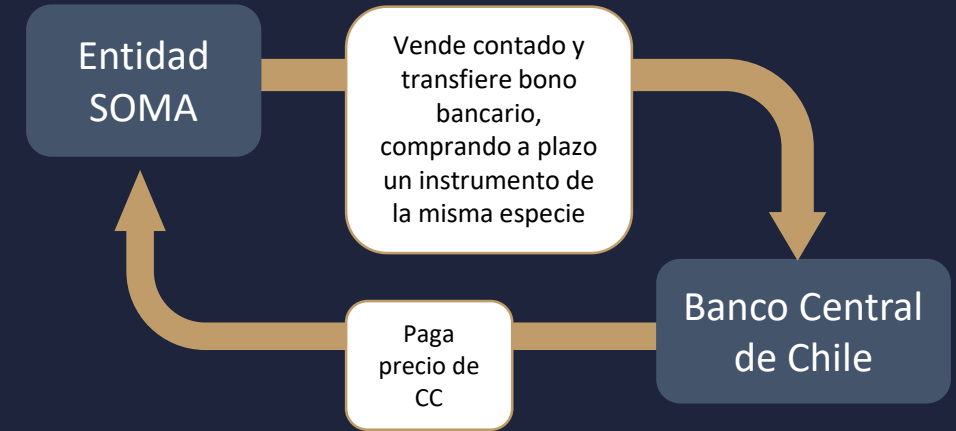
- Duración de 1 o 3 meses.
- Solo se aceptan bonos emitidos por empresas bancarias.
- Suma de hasta por US\$10.000 millones en cada ocasión.
- Condiciones son pactadas ex ante y la venta de bonos es a la misma contraparte a través de SOMA.
- Inicio 3 de agosto de 2020.

- De esta forma, en conformidad con lo previsto en el artículo 34 N° 6 de la LOC del BCCh, y el artículo 8 bis de la Ley N° 18.876, el Banco Central compró, al contado, bonos bancarios y, conjunta y simultáneamente, vendió a plazo instrumentos de la misma especie a la misma contraparte.

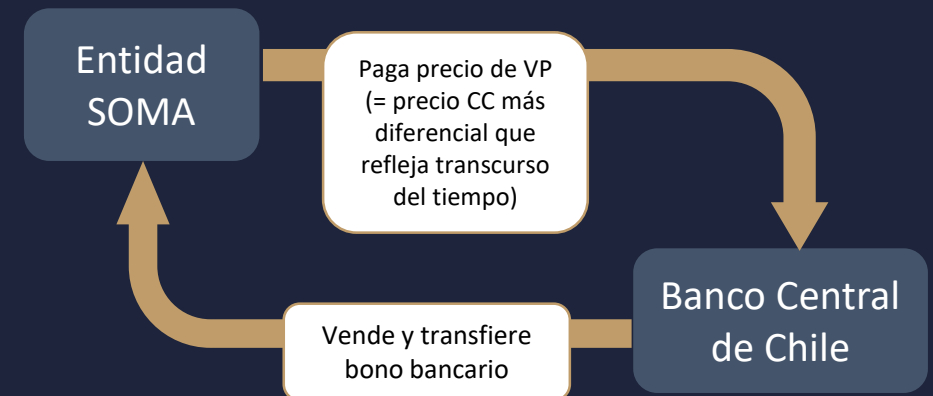
- No hay una entrega de dinero de una parte a otra que se obliga a restituirla más adelante, sino la compra de un activo, por el cual se paga un precio, y que ingresa al patrimonio del comprador (BCCh), mediante una transferencia de dominio que se efectúa y registra a través del DCV. Acorde a ello, si el bono tiene cupones de intereses que vencen durante la vigencia del plazo, el BCCh también los adquiere en su carácter de dueño del instrumento.

- Hasta el momento, las recompras alcanzan el 100% del monto utilizado a través de esta facilidad.

### Al comienzo de la operación



### Al vencimiento del plazo



Destacan en este período los avances en regulación bancaria y de cooperativas, la internacionalización del peso, y desarrollos en sistemas de pago e infraestructuras de mercado.



Área de desarrollo	Iniciativa
Regulación bancaria y de CAC	<ul style="list-style-type: none"><li>• Implementación RCC</li><li>• Reforma de regulación de liquidez</li><li>• Límites de inversión FP en “bonos perpetuos” emitidos por bancos</li><li>• Transición de regulación de riesgo de mercado</li><li>• Reconocimiento de nuevas tasas de interés de referencia</li><li>• Modernización a la regulación de CAC</li></ul>
Agenda de pagos minoristas	<ul style="list-style-type: none"><li>• Promover desarrollo de “pagos instantáneos”</li><li>• Grupo de trabajo pagos digitales</li></ul>
Internacionalización del peso y desarrollos en infraestructuras relacionadas	<ul style="list-style-type: none"><li>• Modernización de la regulación cambiaria e incorporación del Peso Chileno a CLS</li><li>• Marco regulatorio definitivo para Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional y Moneda Extranjera</li></ul>

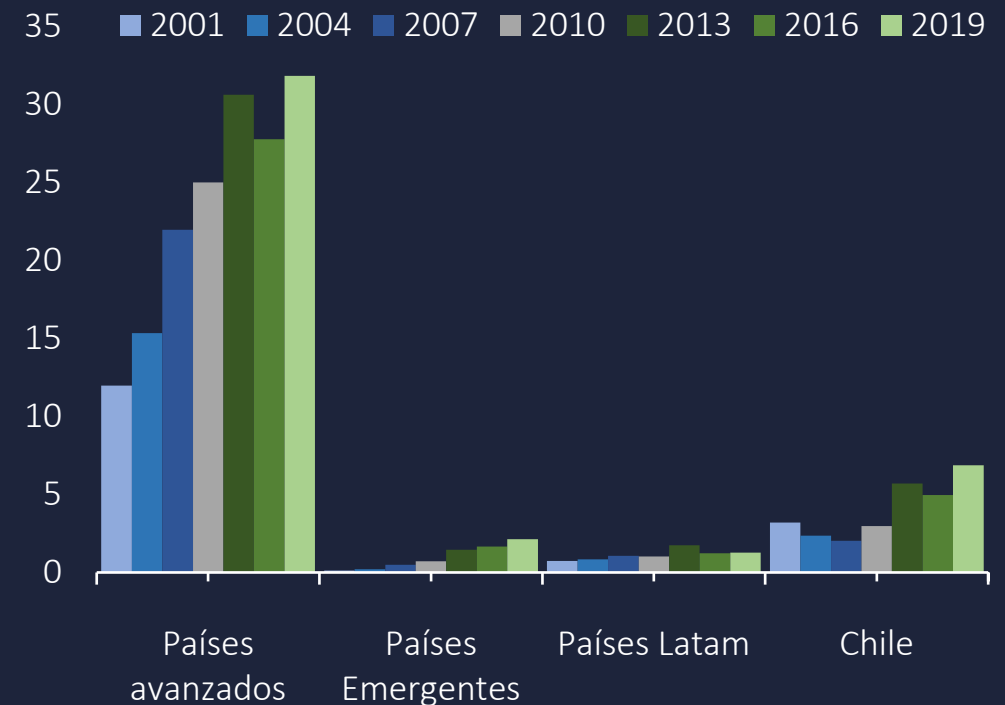
La eficiencia y seguridad del mercado cambiario son muy importantes en un régimen de flotación, por lo que el Banco ha impulsado diversas medidas para promoverlas.



- El BCCh lleva a cabo un proceso de modernización de su regulación cambiaria.
- Un cambio de política relevante es la permitir ampliar el uso transfronterizo del peso chileno. Esto contribuye a la internacionalización de la moneda y alinea la práctica internacional con la de países avanzados.
- En paralelo, el Banco impulsa una agenda de fortalecimiento de las infraestructuras que se relacionan con el mercado cambiario.
- El conjunto de iniciativas pueden llevar en el mediano plazo a cambios relevantes en la estructura y funcionamiento de este mercado.

## Volumen diario de transacción de instrumentos FX

(abril de cada año, porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI y BIS, basado en Villena y Hynes (2019).



# Comentarios finales



La economía global ha continuado recuperándose producto de los avances en el manejo de la situación sanitaria y la efectividad de las políticas de contención económica. No obstante, el aumento del endeudamiento soberano y la mayor exposición de las autoridades monetarias al sector financiero reduce su capacidad para mitigar futuros shocks.

En Chile la magnitud de los impulsos ha contribuido a la recuperación económica en el corto plazo. Sin embargo, el persistente impulso a la demanda local y cambios estructurales en el mercado de capitales, producto de liquidaciones forzosas de activos de inversionistas institucionales, han impactado significativamente los precios de activos, a lo que se ha unido el deterioro de las finanzas públicas y un aumento de la incertidumbre.



El principal riesgo para la estabilidad financiera local proviene de la reiteración de liquidaciones forzosas de activos que continúen erosionando la intermediación de recursos y la mayor incertidumbre que esto conlleva. Estos desarrollos limitan la capacidad del sistema financiero, empresas y hogares, para soportar correcciones y/o eventos disruptivos, los que han cobrado mayor probabilidad de ocurrencia, tanto en el ámbito interno como externo.



**INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA**  
SEGUNDO SEMESTRE 2021