



## **INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

### **PRESENTACIÓN ANTE LA COMISIÓN DE HACIENDA DEL HONORABLE SENADO DE LA REPUBLICA\***

Mario Marcel, Presidente  
Solange Berstein, Gerenta División de Política Financiera  
Banco Central de Chile

05 de mayo del 2021

---

\* El *Informe de Estabilidad Financiera* del primer semestre del 2021 se puede encontrar en <http://www.bcentral.cl>.

Señora Presidenta de la Comisión de Hacienda del Senado, Senadora Ximena Rincón, Senadores miembros de esta Comisión, senadoras y senadores,

Agradezco la invitación para presentar la visión del Consejo del Banco Central de Chile sobre los desarrollos recientes del sector financiero e implicancias para la estabilidad financiera.

Conforme a lo establecido en su Ley Orgánica Constitucional, al Banco Central de Chile le corresponde “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Esto último se asocia directamente a nuestra preocupación por la estabilidad financiera.

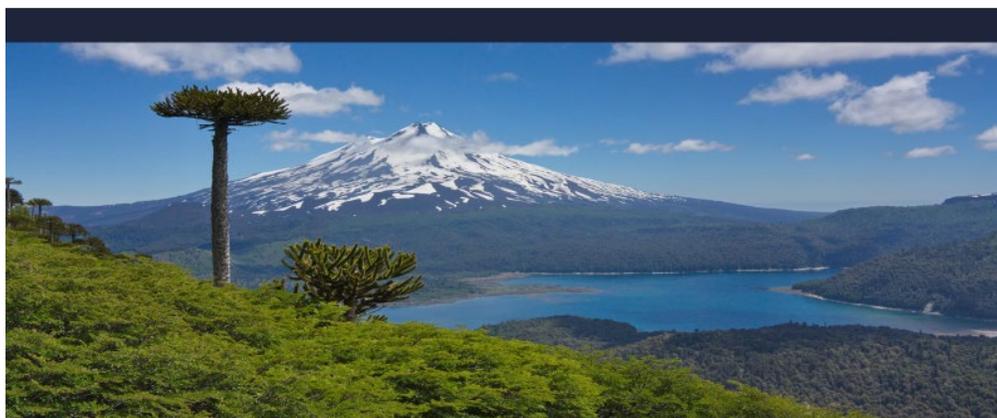
En este contexto, el prefacio del *Informe de Estabilidad Financiera* (o IEF) señala que existe estabilidad financiera cuando el sistema financiero cumple con realizar sus funciones con normalidad o sin interrupciones relevantes, aún frente a situaciones temporales adversas.

El seguimiento efectuado por el Banco Central de Chile a la estabilidad financiera es complementario al que realizan los supervisores especializados, siendo un elemento de análisis independiente respecto de las atribuciones y funciones que les corresponde ejercer a estos en relación con las entidades sujetas a su fiscalización.

La visión que hoy se presenta está contenida en detalle en el IEF del primer semestre del 2021, disponible, desde hoy en la mañana, en la página web del Banco Central de Chile.

## INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

MAYO 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 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 (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.



Es importante recalcar que 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 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.



## ¿Qué nos dice este IEF?



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 (BCCh), 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. Los bancos, por su parte, han hecho cuantiosas provisiones para reflejar el mayor riesgo de sus carteras de crédito, comprimiendo sus utilidades.

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 apunten dicho crecimiento y la necesaria recomposición de las holguras financieras hacia el mediano plazo.



# EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Desde el IEF anterior, las condiciones financieras externas han permanecido favorables, en un contexto de continuidad o ampliación de programas de apoyo y avances en la vacunación contra el Covid-19



A pesar de que la emergencia sanitaria sigue vigente en el mundo, la actividad económica ha mostrado señales de recuperación, debido al avance en los procesos de vacunación y medidas de mitigación de política monetaria, regulatoria y fiscal, las que en algunas jurisdicciones se siguen ampliando.

El impulso de política fiscal y monetaria ha mejorado las perspectivas para la actividad, precios de materias primas y han contribuido a mantener favorables condiciones financieras.



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 ha contribuido a mantener favorables condiciones financieras. 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.

En Chile, las condiciones financieras también permanecen holgadas, con alta liquidez y bajas tasas de interés.

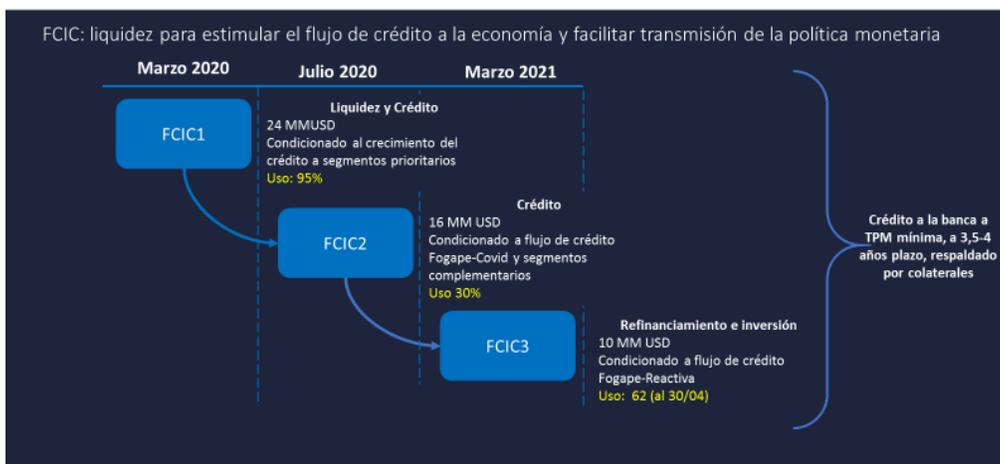


Las economías emergentes han presentado en promedio una recuperación algo más lenta que en países avanzados, producto de una situación fiscal más estrecha y una crisis sanitaria que aún exhibe un elevado ritmo de contagios.

En Chile, el sistema financiero local 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. Así, el sistema financiero local mantiene abundante liquidez y tasas de interés bajas y estables, que aumentan ligeramente en el margen. 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.

Las medidas de apoyo para enfrentar la pandemia se han extendido y adecuado para responder a la evolución de la emergencia sanitaria y las necesidades de los usuarios de crédito.



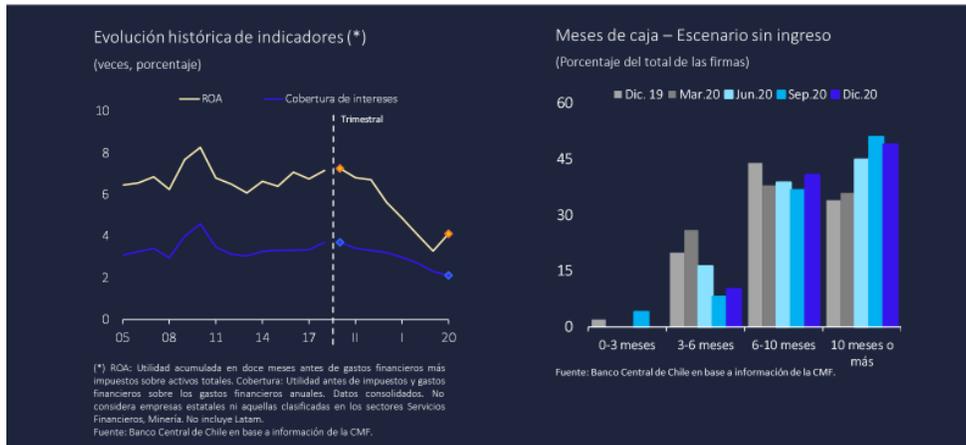
En este contexto, el Gobierno amplió los beneficios y usos del Fondo de Garantía para Pequeños y Medianos Empresarios para potenciar la recuperación económica (FOGAPE-Reactiva). Acompañando a este programa, el Banco Central de Chile (BCCCh) ha continuado con sus facilidades de crédito a la banca, readecuándolas 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 volvió a implementar un cambio normativo transitorio para favorecer la reprogramación de créditos comerciales.

Si bien el endeudamiento de las empresas aumentó durante el año 2020, en lo más reciente se ha llegado a niveles similares a los de fines de 2019, a lo cual ha contribuido el menor dinamismo del crédito y la apreciación del peso.



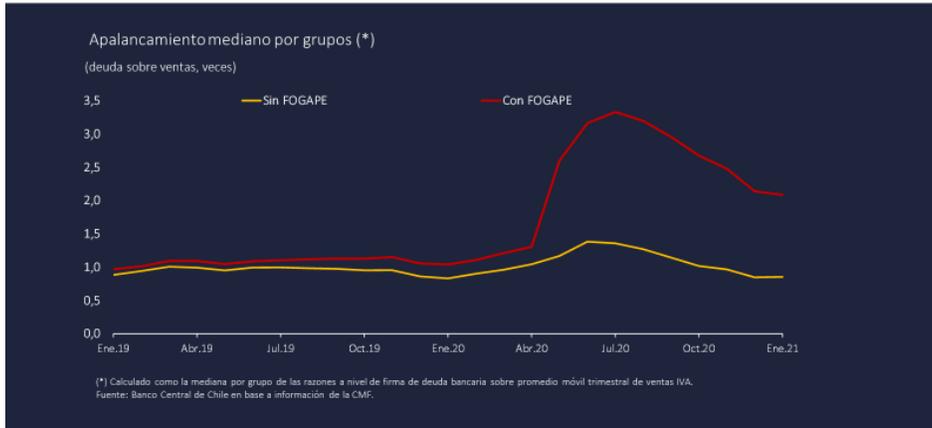
En tanto, desde el último Informe la deuda de las empresas disminuyó alcanzando 125% del PIB a fines del 2020 por el menor dinamismo del crédito, principalmente por menor demanda, y la mejora en la actividad. Así, tras aumentar durante la emergencia sanitaria, el endeudamiento agregado retornó a su nivel del cierre del 2019.

Las empresas grandes no recibieron apoyos especiales, recurriendo al mercado de bonos y líneas de crédito bancarias para financiarse. En los últimos meses mejoraron su rentabilidad y posición de liquidez, y moderaron su endeudamiento en el margen.



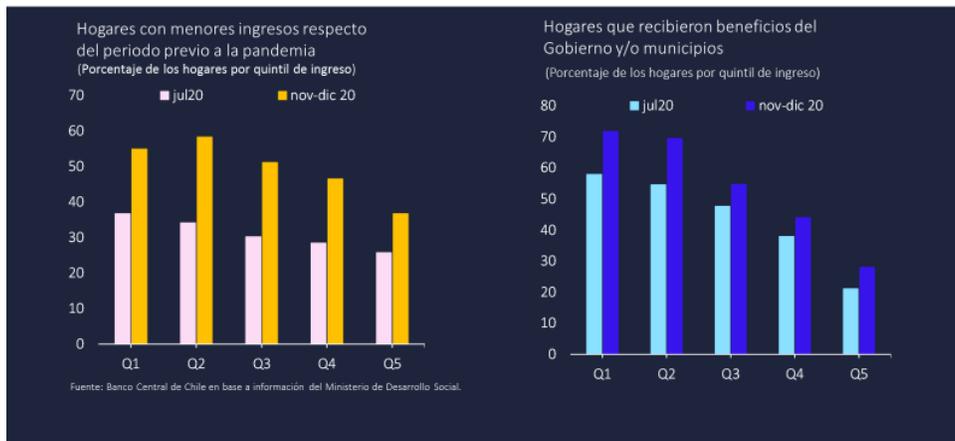
Las empresas grandes mejoraron su rentabilidad y posición de liquidez, y moderaron su endeudamiento en el margen. Durante la pandemia estas firmas se han financiado mayormente mediante la emisión de bonos y líneas de crédito bancarias, sin hacer uso de los programas de apoyo estatales.

Las firmas de menor tamaño accedieron a créditos FOGAPE con garantía estatal y condiciones financieras favorables. Esto elevó el apalancamiento, con una parcial reversión posterior por mayores ventas e indicadores de impago bajos y estables.



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. El grupo de empresas que se financia con la banca local ha mantenido indicadores de impago bajos y estables, esto en buena parte gracias a los programas de apoyo, liquidez y reprogramaciones voluntarias de la banca, a su adaptación al contexto actual 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.

Durante la pandemia más de la mitad de los hogares ha visto reducido su ingreso, especialmente en los primeros quintiles. Las transferencias fiscales sólo se materializaron a partir del tercer trimestre, focalizadas en los más vulnerables, aunque más de 70% de menores ingresos recibe algún beneficio.



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

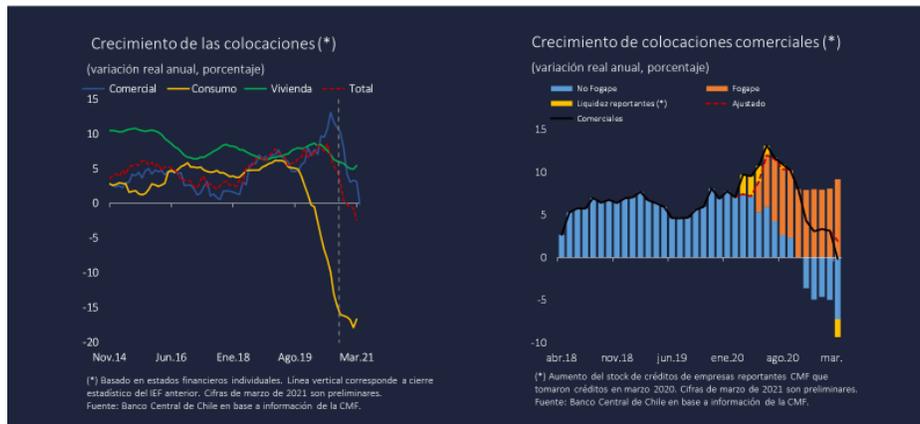
tener menos ingresos que antes de la pandemia. En tanto, según el Ministerio de Desarrollo Social (MDS), con información al cuarto trimestre, más de un 55% de los hogares en los primeros dos quintiles vieron reducido su ingreso respecto del periodo previo a la pandemia, dicho número se reduce a 37% en el quintil más alto. Así, desde el inicio de la emergencia sanitaria se han agregado programas de apoyo y otros se han extendido, de tal modo que, según 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.

Las transferencias fiscales y los retiros de ahorros previsionales han permitido compensar el shock sobre los ingresos de los hogares, manteniendo contenidos los impagos.



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.

El crédito bancario creció significativamente, liderado por el segmento comercial hasta el tercer trimestre de 2020, desacelerándose a partir de entonces. El crédito de consumo se ha contraído y el hipotecario se ha mantenido relativamente estable.



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. Si bien el financiamiento a través del programa FOGAPE-Covid 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 de comparación anual, donde el crédito a este segmento creció en forma extraordinaria, por acopio de liquidez de empresas reportantes.

Los OCNB han reducido sus colocaciones en el segmento de consumo, con una caída de la morosidad en lo más reciente.



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.

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

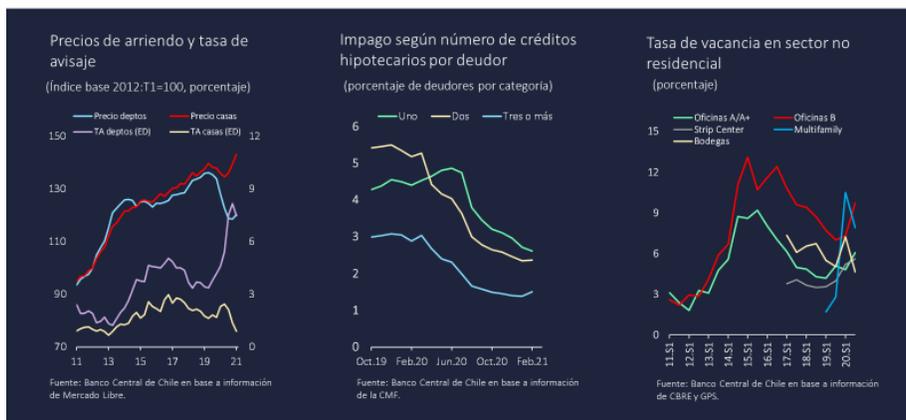
buena parte, al uso de los recursos obtenidos a través de los distintos programas de ayuda y al retiro de ahorros previsionales.

Las medidas extraordinarias apoyaron el crecimiento del crédito en la segunda mitad de 2020, reduciéndose la demanda en lo más reciente. El mayor riesgo reduce la capacidad de recomponer holguras, lo que podría representar un desafío para la dinámica futura del 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, sin embargo, 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.

El sector inmobiliario presentó una recuperación, lo que disminuye la presión sobre los inversionistas minoristas. No obstante, permanece el riesgo de 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 a la crisis 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.

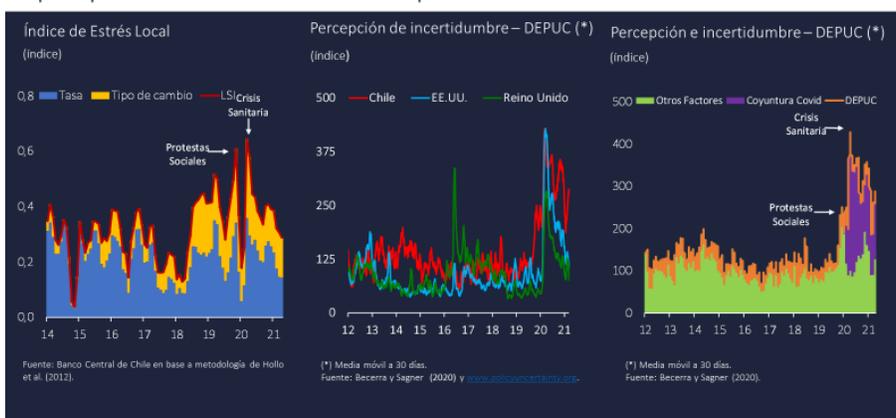
Sin embargo, éstos continúan siendo una fuente de vulnerabilidad, debido a que un nuevo deterioro del mercado del trabajo pudiera afectar no sólo a quienes pierden su fuente laboral de forma directa, sino también, a aquellos que dependen del pago de arriendo para hacer frente a sus obligaciones financieras 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.



## RIESGOS, VULNERABILIDADES Y MITIGADORES

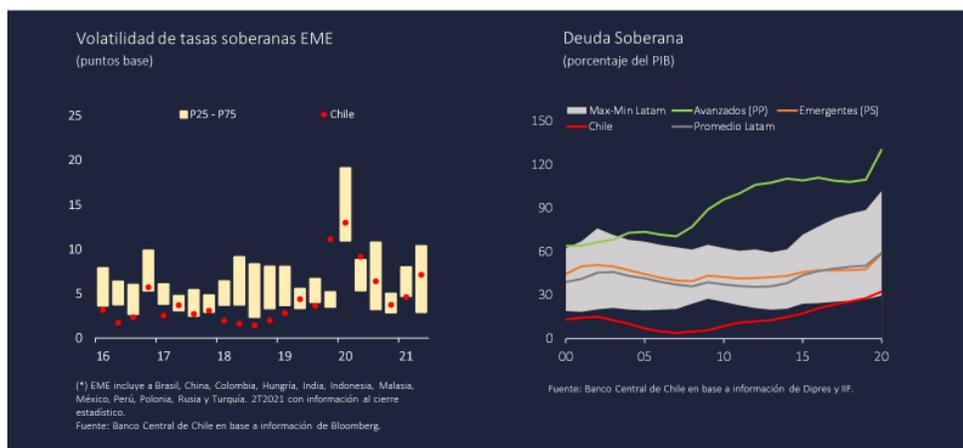
Hacia adelante, se mantiene latente a nivel global el riesgo de ocurrencia de eventos que retrasen la recuperación económica y deterioren las condiciones financieras. La percepción de incertidumbre se mantiene particularmente alta en Chile



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, muy superiores a los de dos años atrás.

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. En América Latina algunos países han elevado aún más su endeudamiento soberano.



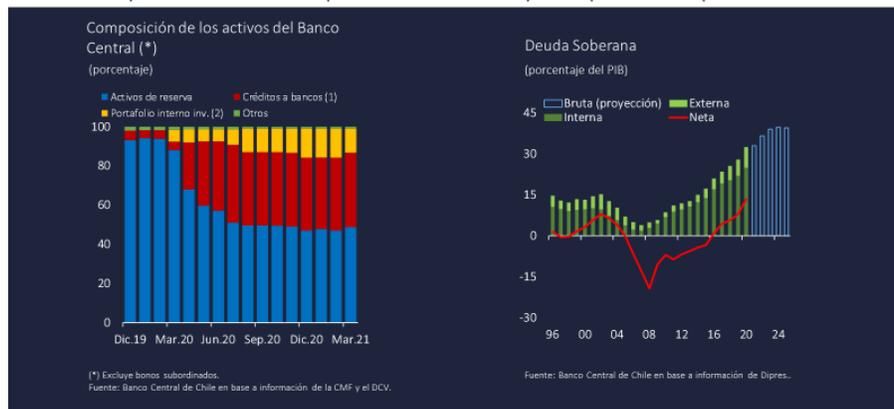
Desde inicios de año, se han registrado aumentos de las tasas de interés de largo plazo en economías avanzadas, emergentes y en la economía local, lo que se percibe como una respuesta natural ante las mejores perspectivas sobre el manejo y evolución de la pandemia en distintas latitudes. Sin embargo, 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 países emergentes podrían restringirse más allá de lo previsto. Ello tendría impacto 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.

En Chile, la continuidad de las políticas de apoyo ha contribuido a mitigar los efectos de la crisis sanitaria y existe capacidad para seguir aplicándolas, pero las holguras para enfrentar posibles eventos disruptivos han disminuido y se requiere recomponerlas.



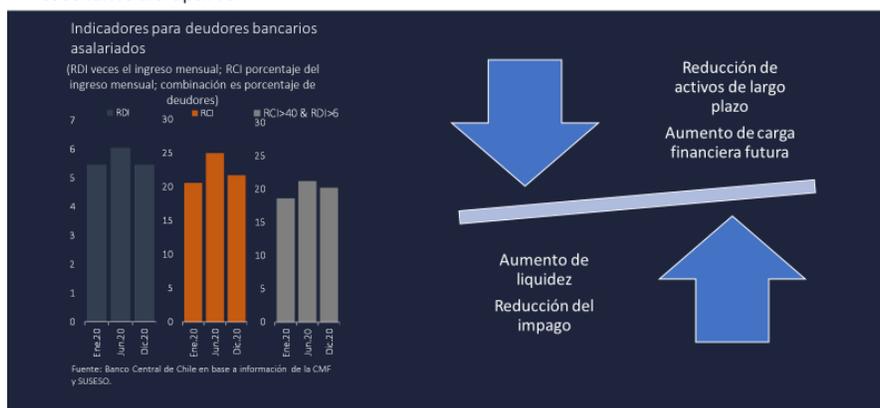
En el caso del BCCh, éste aún cuenta con herramientas que serán utilizadas si la situación lo amerita. Entre ellas se cuentan el acceso a liquidez internacional y la Ley que faculta, de manera excepcional, la compra de instrumentos de deuda emitidos por el Fisco, para hacer frente a riesgos para la estabilidad 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, aun 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.

La mayor liquidez, reprogramaciones y la recuperación han mejorado los indicadores de las personas. Sin embargo, los hogares tienen mermadas sus holguras frente a nuevos escenarios disruptivos.



Las menores holguras de algunos hogares 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 también 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.

La profundidad e inclusividad del mercado financiero en Chile se debe en parte importante a la presencia de Instituciones Financieras no Bancarias, entre las que destacan los inversionistas institucionales y oferentes de crédito no bancario.



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.

Por su parte, la intensificación de los movimientos de afiliados en el sistema de multifondos y los retiros de ahorros previsionales han limitado la capacidad de los Inversionistas Institucionales para amortiguar otros movimientos de capitales



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 había 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. Sin embargo, en abril de este año, esta tendencia se revirtió con una mayor intensidad de los trasposos.

Los ajustes de los FP, unidos a aumentos de la incertidumbre han afectado la composición de los FM, mientras que las CSV se han visto afectadas por las bajas tasas de interés. En lo más reciente, el adelantar pagos de rentas vitalicias requerirá la liquidación de activos.



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.

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. En este escenario el adelantar pagos de rentas vitalicias representará un desafío para las compañías.

## Ejercicios de tensión



- Los ejercicios de tensión buscan evaluar el impacto de eventuales cambios en las condiciones de mercado y el entorno económico sobre la situación financiera de los agentes.
- Estos ejercicios no son predicciones, sino que tienen un carácter prospectivo y tratan de evaluar la vulnerabilidad/resiliencia frente a escenarios adversos, con el objeto de generar mitigadores para actuar preventivamente.
- Para este efecto, se construyen escenarios adversos sobre la base a la experiencia histórica o comparada con economías similares
- Los ejercicios de tensión tienen una lógica mecánica y no incorporan los ajustes de comportamiento que pueden tener los agentes en la realidad
- El IEF ha incluido tradicionalmente ejercicios de tensión para la banca, a lo que recientemente se han agregado ejercicios ad hoc para hogares y empresas
- Con la implementación de la nueva LGB los ejercicios de tensión bancarios se irán coordinando progresivamente con la CMF

Las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras del sistema en un determinado momento del tiempo. Dada su



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 estabilizó 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 al 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.

Ejercicio de tensión para empresas basado en microdatos construye el perfil de pagos futuros de cada firma y estresa las ventas a nivel individual.



- Dado el accionar de políticas que postergan deuda en Chile, el apalancamiento pierde poder predictivo sobre impago, se hace necesario considerar como medida el servicio de deuda efectivo.
- El modelo estima la elasticidad de carga financiera a impago con una especificación probit en panel. La muestra contiene 152 mil firmas.
- La especificación incluye carga financiera sobre ventas, número de empleados, dummies para reprogramación, participación en LPE, FOGAPE-Covid, y efectos fijos de tiempo y sector económico.
- Supuestos:
  - Se repite una caída de ventas como la vista a comienzos de 2020.
  - Exposición total a riesgo de crédito FOGAPE.
  - Escenario estresado sin aprendizaje de las firmas.

En un ejercicio de tensión para empresas no financieras 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.

En el sector corporativo, las menores holguras de algunas empresas reducen su capacidad para enfrentar escenarios de tensión futuros. En particular, se han creado bolsones de riesgo en sectores más afectados por la emergencia sanitaria.



En este ejercicio de tensión una caída en ventas de esta magnitud se traduciría en una duplicación 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, lo que 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.

Ejercicio de tensión para hogares basado en microdatos relaciona la pérdida de empleo con la probabilidad de impago. Los resultados se expresan como deuda en riesgo.

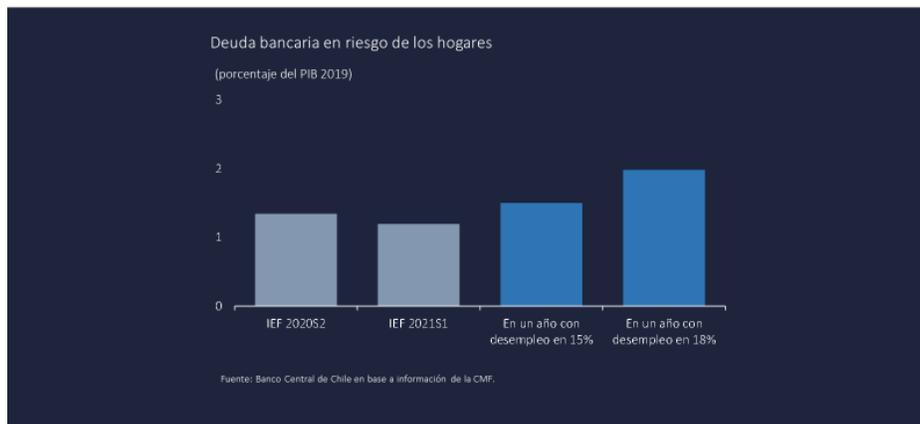


- Muestra: 4.2 millones de individuos con historias laborales, de ingreso y de crédito bancario. Para el periodo 2012:I - 2020:IV.
- Estimación en dos etapas:
  1. Modelo individual de destrucción de empleo
  2. Modelo individual de impago por cartera
- Supuesto: Para la evolución futura del desempleo, se asume que a partir de 2021:I se repetiría la evolución vista desde 1998:I (en cambios trimestrales).
- Se simulan trayectorias de riesgo de desempleo, impago por individuo/cartera, y luego son agregadas.
- Ejercicio considera las políticas desplegadas hasta el cierre del 2020 en tres bloques:
  - a. **Ahorros:** Ley de protección del empleo, retiros previsionales
  - b. **Postergación:** Cuotas de consumo, hipotecarias, servicios básicos y contribuciones
  - c. **Subsidios:** Subsidio único familiar, Extensión del ingreso familiar de emergencia, Bono clase media, subsidio de arriendo

Con el fin de evaluar la estabilidad de la situación financiera de los hogares se plantean dos escenarios de tensión. 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. 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 hogares parten en una mejor situación que en el IEF anterior, producto de las políticas y la recuperación de la actividad. Un escenario estresado con un nuevo deterioro del mercado del trabajo podría duplicar su deuda en riesgo dentro de un año.



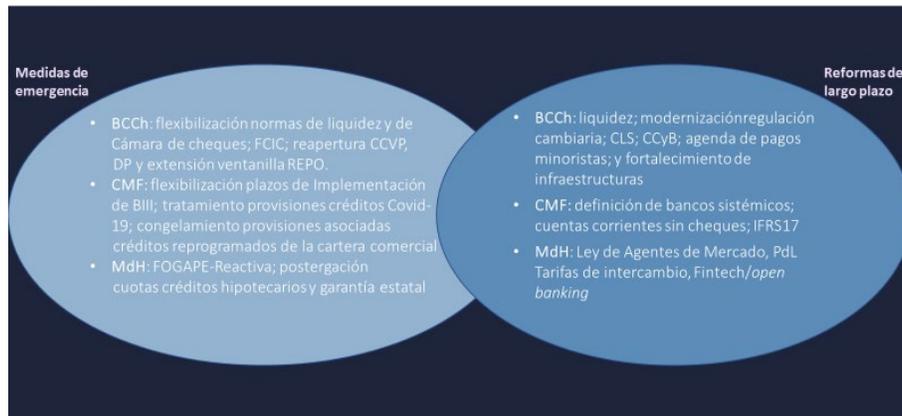
Los resultados muestran que, desde el IEF anterior, se produjo una leve disminución de la deuda bancaria en riesgo mantenida por los hogares, pasando desde 1,3 a 1,2% del PIB. La implementación de nuevos mitigadores desde entonces y la creación de empleo hace que los escenarios de tensión entreguen resultados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

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.



DESARROLLO REGULATORIO

Las medidas para enfrentar la emergencia deberían focalizarse en el corto plazo, con claras estrategias de salida, mientras las reformas más permanentes se focalizan en objetivos de largo plazo



Junto con enfrentar la contingencia a través de la implementación de una serie de medidas. El BCCh y la CMF han continuado avanzando en la agenda regulatoria de largo plazo. En esta agenda es de especial relevancia la fase final de implementación de estándares de Basilea III. En el caso del BCCh se ha continuado con la modernización de la regulación cambiaria y el fortalecimiento de infraestructuras de pago. 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, entre otras iniciativas regulatorias. En términos legislativos, se destaca la aprobación en el Congreso de la ley sobre agentes de mercado, que establece nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades en el sector.

Los retiros de ahorros previsionales han tenido un impacto acotado en los precios de mercados financieros, gracias a la implementación de medidas por parte del BCCh y a la estrategia de liquidación de activos.



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.

Es posible que ello se esté reflejando ya en el proceso de implementación del tercer retiro de ahorros previsionales, donde en el primer día de operaciones se triplicó la demanda por operaciones de compra contado con venta a plazo de bonos bancarios del Banco Central (CC-VP) respecto de lo demandado en toda la implementación del primer retiro, sugiriendo menores niveles de liquidez de las AFP y una mayor concentración potencial de liquidaciones de activos en el mercado local con limitadas contrapartes.

Más allá de los eventuales ajustes que pueda hacer el Banco Central en sus instrumentos para hacerse cargo de un escenario más exigente, esto ilustra el hecho de que cada nuevo retiro aproxima el desarme de posiciones de los fondos de pensiones en activos locales menos líquidos, con impactos potenciales sobre sus precios considerablemente mayores.

El adelanto de flujos por concepto de rentas vitalicias podría afectar la liquidez y solvencia de CSV y generar incertidumbre en el resto del mercado, dada la potencial señal de incerteza jurídica, al afectar contratos preestablecidos.

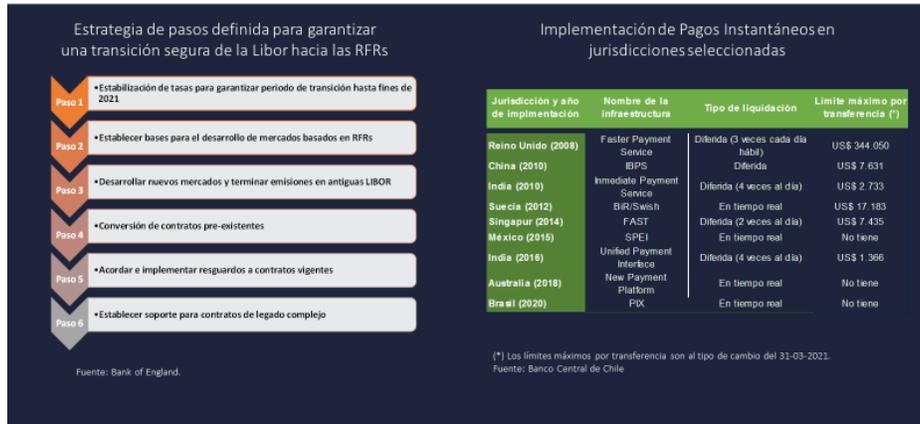


- Las CSV aumentan su posición de solvencia, medida según los resultados del test de suficiencia de activos (TSA), lo cual ocurre en el contexto de un cambio normativo que suaviza el vector de precios aplicado a los flujos de ingresos y egresos.
- La rentabilidad de las compañías aseguradoras permanece acotada, producto de bajas tasas de interés y una menor venta de RV.
- 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.
- La recientemente aprobada reforma constitucional, que adelanta flujos de rentas vitalicias, requerirá la venta de instrumentos de menor liquidez, lo que podría tener un impacto sobre los precios de mercado.
- El Banco Central implementará las medidas que, dentro de sus atribuciones, sean necesarias para complementar los canales privados en la liquidación de activos y permitan mitigar los efectos sobre el mercado financiero.

Categoría de activo	Diciembre 2020	
	(millones de USD)	(porcentaje)
Instrumentos del Estado	1.289	2,0%
Bonos Bancarios	6.417	9,8%
Depósitos Bancarios y Créditos Sind.	2.378	3,6%
<b>Bonos Corporativos</b>	<b>19.699</b>	<b>30,2%</b>
Efectos de Comercio	2	0,0%
Bonos Securitized	215	0,3%
Letras y Bonos hipotecarios	350	0,5%
Mutuos Hipotecarios	6.416	9,8%
Renta fija local	<b>TOTAL RF</b>	<b>56,3%</b>

Asimismo, la recientemente aprobada reforma constitucional que adelanta flujos de rentas vitalicias podría afectar la liquidez y solvencia de las Compañías de Seguro de Vida, y generar incertidumbre en el resto del mercado, por afectar contratos preestablecidos. A su vez, dicha reforma requerirá la venta de instrumentos que, en general, tienen menor liquidez, lo cual podría impactar los precios de mercado. El Banco Central de Chile está implementando medidas para complementar los canales privados, para hacer frente a las mayores necesidades de liquidez que se generen.

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.



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 V.2). 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).

## Comentarios finales



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.



 Nuestra economía ha evolucionado mejor de lo esperado hace un año ante un shock de inusitada magnitud y duración.

 El BCCh cuenta con herramientas para seguir conteniendo perturbaciones de corto plazo, a pesar de un uso intensivo durante lo que va de la pandemia. No obstante, es importante destacar que la efectividad de nuestras medidas es limitada para resolver problemas estructurales de mediano o largo plazo.

 Hacia adelante, el principal desafío para la economía chilena será lograr un adecuado balance entre políticas que apunten el crecimiento, apoyen a sectores más afectados y propicien la necesaria recomposición de las holguras financieras hacia el mediano plazo.

Así, 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 aún lejos de desaparecer. Hacia adelante, el principal desafío para la economía chilena será lograr un adecuado balance entre políticas que apunten el crecimiento, apoyen a sectores más afectados y propicien la necesaria recomposición de las holguras financieras hacia el mediano plazo.

Estimadas senadoras y senadores,

No escapará a su atención que en esta presentación hemos hablado mucho de instituciones y mercados financieros, bancos, empresas, inversionistas, hojas de balance. Esto no es producto de un sesgo inconsciente, sino simplemente cumplir con el mandato institucional del Banco de resguardar la estabilidad financiera. Es por tanto inevitable que el grueso de un informe de estabilidad financiera esté referido al sistema financiero o las implicancias que el desempeño de otros actores o mercados pudiera tener sobre éste.

Sin embargo, esto no significa que trabajadores, mujeres, pequeñas empresas o jóvenes estén ausentes de este análisis. La experiencia histórica y comparada demuestra que las crisis financieras tienen un impacto directo y duradero sobre los países. Asimismo su resolución, cuando compromete la solvencia de instituciones financieras, absorbe cuantiosos recursos con un alto costo de oportunidad en programas sociales y de infraestructura. Por esto, resguardar la estabilidad y prevenir crisis financieras es una tarea que contribuye al bienestar y progreso del país.

En el último World Economic Outlook, el Fondo Monetario Internacional estimó que, de no ser por la rápida y vigorosa respuesta de política de las autoridades económicas al shock del Covid-19, la recesión habría sido tres veces más profunda de lo ocurrido en 2020. En buena medida, esta diferencia se explica porque las intervenciones de las autoridades no sólo amortiguaron el impacto de la crisis sobre los ingresos de los trabajadores y las operaciones de las empresas, sino porque evitaron que el shock se propagara al sector financiero, desde

donde habría revertido a la economía con más incertidumbre, quiebras y pérdidas masivas de empleo.

Si esta simple relación de 1 a 3 la aplicáramos en Chile, concluiríamos que, en ausencia de la respuesta de política que hemos tenido, este shock habría tenido un impacto equivalente a alrededor de 17 puntos del PIB, muy similar a la caída acumulada de actividad en la crisis de 1982-83. De modo que la respuesta de política fiscal, monetaria, financiera y regulatoria, también ha contribuido a reducir a un tercio el impacto potencial de la crisis, en buena medida evitando su propagación al sistema financiero.

Esto no significa minimizar la magnitud de la crisis que ha sufrido la economía ni aún menos su impacto sobre las personas, sino que apunta a recalcar que la preservación de la estabilidad financiera está fuertemente relacionada con la estabilidad de la economía y el bienestar de las personas.

Por esa misma razón, tenemos que mantenernos alertas, identificar nuevos riesgos y vulnerabilidades y cooperar en el desarrollo de mitigadores. Aunque pensemos que el punto más crítico de la crisis se alcanzó a mediados de 2020 y hayamos iniciado una recuperación que acota las vulnerabilidades de los agentes económicos, los riesgos están aun lejos de desaparecer y no podríamos perdonarnos que, después de haber transitado por un período tan difícil, le falláramos al país en el último tramo. Este IEF tiene ese significado especial.

Quedamos a su disposición para preguntas y comentarios.



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA  
MAYO 2021

Muchas gracias.

\*\*\*