

# **SISTEMA FINANCIERO EN CHILE:**

## **Lecciones de la Historia Reciente**

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA - N° 67 Octubre 2019

---



# **SISTEMA FINANCIERO EN CHILE:**

## **Lecciones de la Historia Reciente**

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA - N° 67 Octubre 2019

**Solange Berstein J.**  
**Gerente División Política Financiera**  
Banco Central de Chile

**Mario Marcel C.**  
**Presidente**  
Banco Central de Chile

---

\*/ Agradecemos la colaboración de Gabriel Aparici, Pablo Furche, Markus Kirchner, Isidora Lara, Juan Francisco Martínez, José Miguel Matus, Daniel Oda, Fernando Sepúlveda, Sergio Vallejos, y especialmente Mauricio Calani. Este documento está basado en el discurso del Presidente del Banco Central de Chile, Mario Marcel C., en el contexto de la inauguración del seminario “Basel III in the Context of the Macroprudential Approach”, co-organizado por el Banco Central de Chile y el Banco Interamericano de Desarrollo, y realizado los días 28 y 29 de marzo de 2019 en la ciudad de Santiago.

# CONTENIDO

|                                                                                   |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----|
| INTRODUCCIÓN                                                                      | 3  |
| 1. LA IMPORTANCIA DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA                                 | 4  |
| 1.1. El valor del sistema financiero                                              | 4  |
| 1.2. Los costos de una crisis financiera                                          | 6  |
| 2. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO CHILENO<br>Y SU MARCO REGULATORIO             | 7  |
| 2.1 Un recorrido por la historia                                                  | 7  |
| 2.2 Caracterización de sector financiero hoy                                      | 9  |
| 3. EPISODIOS DE TURBULENCIA FINANCIERA<br>Y ACCIONES DE POLÍTICA                  | 14 |
| 3.1 La crisis financiera de los años 80                                           | 14 |
| 3.2 Crisis Asiática y reversión de capitales                                      | 18 |
| 3.3 La Crisis Financiera Global y la liquidez<br>en moneda extranjera             | 19 |
| 4. EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN BANCARIA                                            | 22 |
| 4.1 LGB de 1986: lecciones de la crisis                                           | 22 |
| 4.2 Reforma de 1997: Deuda Subordinada<br>y estándares internacionales            | 25 |
| RECUADRO 4.1: Funcionamiento del mecanismo<br>de Obligación Subordinada           | 26 |
| 4.3 Agenda regulatoria post-crisis internacional<br>y nueva Ley General de Bancos | 28 |
| 5. DESAFÍOS FUTUROS                                                               | 32 |
| 6. REFLEXIONES FINALES                                                            | 37 |
| REFERENCIAS                                                                       | 39 |

# INTRODUCCIÓN

El sector financiero cumple un rol fundamental en la economía. Entre sus funciones más importantes están movilizar los ahorros y canalizarlos hacia sus usos más eficientes, proveer liquidez, gestionar riesgos, facilitar pagos y producir información. Estas funciones son especialmente importantes para una economía emergente que requiere financiar la inversión y reasignar recursos en función de los cambios propios del proceso de desarrollo. Sin embargo, el sector financiero –bajo ciertas circunstancias– también puede ser una fuente de inestabilidad para la economía, o bien actuar como amplificador de desequilibrios internos o externos.

El sistema financiero chileno ha evolucionado notablemente en las últimas cuatro décadas. En este período, éste pasó de protagonizar uno de los episodios más complejos y socialmente costosos de inestabilidad, a convertirse en un pilar de resiliencia frente a *shocks* externos. El crédito pasó de menos del 30% del PIB en 1978 a un 88% en 2018 (Gráfico 1.1a). Mientras a fines de los 70 el sistema financiero chileno estaba compuesto casi exclusivamente por bancos tradicionales, hoy incluye un conjunto de inversionistas institucionales, como Fondos de Pensiones, Administradores de Fondos Generales y Compañías de Seguros.

¿Cómo se produjo este cambio? ¿Cuál es su significado para la economía y el bienestar de la población? ¿Cuánto se han reducido realmente los riesgos que entraña el sistema financiero y qué desafíos enfrenta a futuro? Cuando se cumplen casi 40 años desde el inicio del ciclo que derivó en la última gran crisis económica local, este documento hace un recuento de la evolución del sistema financiero chileno desde finales de los 70 e intenta responder a estas preguntas.

Con tal objeto, el capítulo 1 hace un recuento de la literatura sobre la importancia económica del sistema de intermediación financiera y sus potenciales vulnerabilidades. La sección siguiente revisa los cambios que experimentó el sistema financiero chileno en los últimos 40 años. A continuación, se revisa la evolución de la regulación bancaria, en especial los cambios a la Ley General de Bancos (LGB) de 1986, 1997 y 2019. La sección siguiente describe el lugar que ocupa actualmente el sistema financiero en la economía doméstica, particularmente en lo referido a su contribución a la estabilidad macroeconómica, en el contexto de una economía abierta como la chilena, y se presenta algunos desafíos que deben enfrentarse a futuro. El último capítulo plantea algunas reflexiones como producto de este balance.



## 1. LA IMPORTANCIA DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

El sistema financiero cumple tres funciones centrales: i) Facilitar los pagos entre distintos agentes; ii) Convertir ahorro en financiamiento a hogares y empresas; y iii) Diversificar y redistribuir los riesgos. Todas estas funciones contribuyen de manera crítica al funcionamiento de la economía en general, lo que la hace particularmente sensible a episodios en que éstas se ven comprometidas. En esta sección se profundiza sobre el valor del sistema financiero y los costos de las crisis.

### 1.1. El valor del sistema financiero

Los intermediarios financieros canalizan los recursos de un agente que ahorra y los traspasan a otro que los necesita, con un compromiso de repago. La necesidad de un intermediario surge de los problemas de información e incentivos inherentes a este traspaso. Los intermediarios agregan valor, al permitir que los acreedores (por ejemplo, depositantes en el caso de los bancos) puedan delegar el costo de monitoreo de los proyectos a financiar en un tercero experto (Diamond, 1984; Gale y Hellwig, 1985; Gorton y Penacchi, 1990). Aún más, los intermediarios, al concentrar muchos acreedores y muchos deudores, minimizan este tipo de costos aprovechando economías de escala en sus operaciones.

A su vez, el mercado financiero permite a los agentes decidir respecto del nivel de riesgo y plazo de sus inversiones y créditos. Aquellos que quieren asumir mayor riesgo, reciben una retribución mayor. El riesgo tiene, sin embargo, distintas fuentes y puede descomponerse y transarse entre agentes. Las firmas o bancos que obtienen financiamiento en los mercados nacionales o internacionales, pueden vender el riesgo de tasa y moneda a otra institución que quiera comprar este riesgo. Por ejemplo, un fondo de pensiones que invierte en el exterior puede ser contraparte en el riesgo de moneda de una empresa con deuda externa. Esto es posible en el mercado financiero, permitiéndoles a los agentes exponerse, o no, a determinados riesgos al momento de invertir u obtener financiamiento. Los intermediarios financieros permiten también reconciliar necesidades de liquidez e inversión productiva. Los proyectos asociados a plazos más largos, son usualmente aquellos que son más rentables, por lo que a los depositantes les gustaría invertir en tales proyectos. Sin embargo, a éstos se les pueden presentar necesidades de liquidez, que de no atenderse podría afectarles negativamente. Los bancos y otros intermediarios permiten a sus depositantes e inversionistas acceder a estos proyectos de largo plazo, pero tener al mismo tiempo, la certeza de poder retirar sus fondos cuando así lo requieran sin destruir la inversión productiva (Diamond y Dybvig, 1983; Holmstron y Tirole, 1998)<sup>1/</sup>.

También, cierta literatura ha enfatizado que al separar el rendimiento de los proyectos que financia un banco, de los depositantes, el banco crea un servicio de liquidez de menor riesgo. Es decir, los bancos cumplen una función de crear dinero privado, al separar la información sobre el activo subyacente que genera los flujos de dividendos, de la liquidez creada con este colateral. En contraste, en el caso de la inversión en el mercado de capitales, la libre información específica de los proyectos permite revelar su precio. Así, el transar los fondos invertidos implica una transacción sujeta a fluctuaciones de precios; es decir, liquidez riesgosa. Los bancos, al separar estos dos servicios, permiten a los depositantes contar con liquidez garantizada en forma de depósitos exigibles (Gorton y Penacchi,

<sup>1/</sup> Inherentemente, los depositantes podrían ir todos al mismo tiempo a solicitar sus depósitos, los que el banco no podría honrar. Esta es la situación clásica de corrida bancaria descrita en Diamond y Dybvig (1983): la fragilidad bancaria viene de la mano de su función de transformación de madurez. La respuesta a esta fragilidad, sin embargo, no radica en abolir a los bancos, sino en buscar mecanismos que muevan las decisiones a un equilibrio deseable –sin corridas– a través de seguros de depósito o con la ayuda de un prestamista de última instancia.

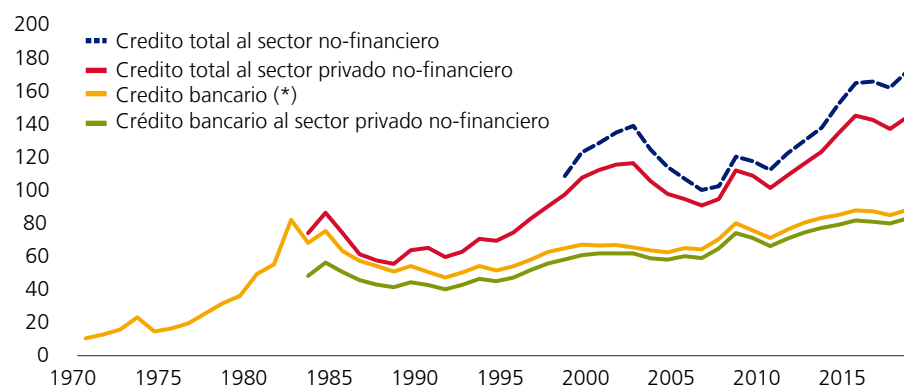
1990; Dang et al., 2017). El rol de transformación de liquidez y madurez no es exclusivo de los bancos, ya que otros intermediarios financieros realizan estas funciones de diversas formas.

El crédito y el ingreso de un país se correlacionan positivamente (Gráfico 1.1b). Aunque la causalidad puede ser bidireccional, existe evidencia empírica que sostiene la importancia del desarrollo financiero (y del crédito) para la creación de riqueza de los países. Esta evidencia es robusta a través de países, industrias y firmas, y los mecanismos causales que sustentan esta relación pueden ser varios, además de coexistir. En particular, mayor acceso a crédito en la economía puede reducir el costo de financiamiento externo a las firmas (Rajan y Zingales, 1998); y permitir que se desarrollen proyectos valiosos que de otro modo no se harían, o se reemplazarían por proyectos menos rentables socialmente (Levine, 1997; Cole, et al., 2016). Al mismo tiempo, también existe evidencia de que un sistema financiero más desarrollado —más allá de su tamaño— es importante por su labor de movilizar ahorros, gestionar riesgos y facilitar transacciones (ver Greenwood y Boyanovic, 1990; King y Levine, 1993; Benhabib y Spiegel, 2000 y Cole, et al., 2016).

### GRÁFICO 1.1

#### (a) Crecimiento del crédito

(porcentaje del PIB)

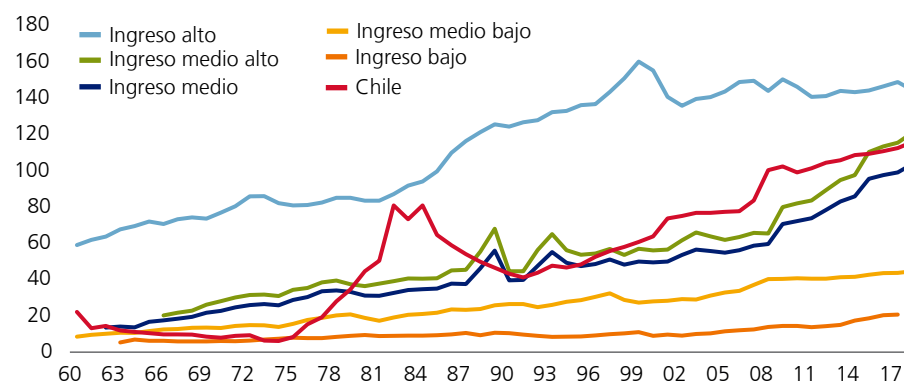


(\*) Basado en balances individuales reportados a CMF

Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y Martínez et al. (2018)

#### (b) Crédito doméstico a sector privado

(porcentaje del PIB)



Nota: Definición de ingresos de países según Banco Mundial.

Fuente: Banco Mundial



En este contexto, el rol de los reguladores y hacedores de política, es el de balancear todos los beneficios de contar con un sistema financiero moderno y eficiente, con los riesgos que conlleva un potencial excesivo crecimiento del crédito. Esta tarea es doblemente compleja para los países emergentes, en los que los reguladores deben poder distinguir entre el desarrollo y profundización financiera, y un crecimiento excesivo de crédito que no sea coherente con la capacidad de repago de los agentes. Hacer esta distinción no es tarea fácil. En particular, esto conllevaría poder medir la capacidad de un sistema financiero para producir/usar información, facilitar transacciones, diversificar y manejar riesgo, e intermediar ahorros de los hogares.

Con este objetivo, Cihak et al. (2012) se enfocan en cuatro aspectos de los sistemas financieros a nivel internacional: profundidad, acceso, eficiencia y estabilidad<sup>2/</sup>. Esta definición de objetivos reconoce explícitamente que definir desarrollo financiero es complejo y multifacético, y separa la noción de desarrollo financiero del crecimiento del crédito; que mide sólo una de varias características. Es en buena medida con esta perspectiva que distintos bancos centrales en el mundo elaboran informes de estabilidad financiera, contribuyendo al monitoreo de vulnerabilidades, considerando distintos indicadores y análisis prospectivos de riesgo. Esto permite tomar acciones preventivas en algunos casos y mejorar la capacidad de reacción frente a eventos disruptivos, entre otros.

## 1.2. Los costos de una crisis financiera

La historia económica registra repetidas experiencias de crisis financieras, tanto en países emergentes como en países desarrollados. Es difícil pensar en un único argumento de por qué, siendo tan disruptivos, se repiten en la historia este tipo de eventos. Cada crisis es distinta, y contiene elementos nuevos en su génesis, lo que contribuye a que éstas continúen ocurriendo. Sin embargo, existen ciertos elementos comunes que influyen en su recurrencia. En particular, las crisis financieras tienden a estar asociadas a algún agente con cierto descalce de madurez o moneda, concentración de riesgo o arbitraje regulatorio. Suelen también contener una mezcla de novedad en algún instrumento o estrategia de inversión (innovación financiera), con un sesgo de percepción de riesgos ("esta vez es diferente") o la no internalización de las externalidades pecuniarias que la conducta individual ejerce sobre el agregado (Boz y Mendoza, 2014).

Además de ser recurrentes, las crisis financieras son costosas. Éstas vienen acompañadas de ajustes de actividad rápidos y severos (Claessens, Kose y Terrones, 2009; Reinhart and Rogoff, 2009). Variables financieras y reales interactúan unas con las otras, amplificando una recesión y haciendo que la recuperación sea significativamente más lenta que en eventos sin componentes financieros. Además de los evidentes costos derivados de una disrupción en el normal funcionamiento de la economía, los costos directos, pueden alcanzar grandes fracciones del producto y ser persistentes en el tiempo. En el caso de la crisis financiera global, de los 24 países que se vieron afectados por crisis bancarias entre 2007 y 2008, un 85% continuaba por debajo de su producto de tendencia 10 años después (World Economic Outlook, octubre 2018).

---

<sup>2/</sup> Para este efecto construyen la *Global Financial Development Database*, con datos 206 países y que se expande desde 1960 hasta 2016.

Al mismo tiempo, es difícil argumentar que la ocurrencia de crisis no afecta el crecimiento potencial en el mediano plazo. La disrupción de la cadena de pagos y crédito hace que el proceso de inversión y producción económica se vea inevitablemente dañado y ralentizado. La estabilidad financiera es en sí, un componente principal de la estabilidad macroeconómica en general, y la evidencia sobre el efecto de ésta última en promover crecimiento económico es abundante (De Gregorio, 1992; Bleaney, 1996; The World Bank, 2008; Sirimaneetham y Temple, 2009, entre otros).

Siendo los costos de las crisis financieras tan altos, entonces, podría parecer razonable eliminar toda posibilidad de crisis por medio de estricta y amplia regulación. Sin embargo, esto podría ser sub-óptimo. Un sistema financiero absolutamente seguro sería uno en el que el crédito es mínimo o inexistente, pero ignoraría que la intermediación financiera contribuye al desarrollo económico y bienestar de la sociedad. Este *trade-off* es precisamente el reto de la política económica. ¿Es posible avanzar en resiliencia, sin que esto implique imponer grandes trabas al valor que entrega el sistema financiero?

En lo que sigue se hace un recorrido por la historia financiera reciente de Chile, ilustrando los episodios de tensión, y con especial énfasis en la crisis financiera de principios de los años 80, un claro ejemplo de sobre-expansión del crédito que terminó en una crisis bancaria de grandes proporciones.

## 2. EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO CHILENO Y SU MARCO REGULATORIO

En esta sección se hace un recuento de la evolución del sistema financiero chileno desde fines de la década del 70 hasta el presente. Se muestran los principales cambios en la profundidad, estructura y organización industrial del sector en este período. Destaca aquí el surgimiento de inversionistas institucionales, que han contribuido a cambiar la estructura y organización industrial del sector.

### 2.1 Un recorrido por la historia

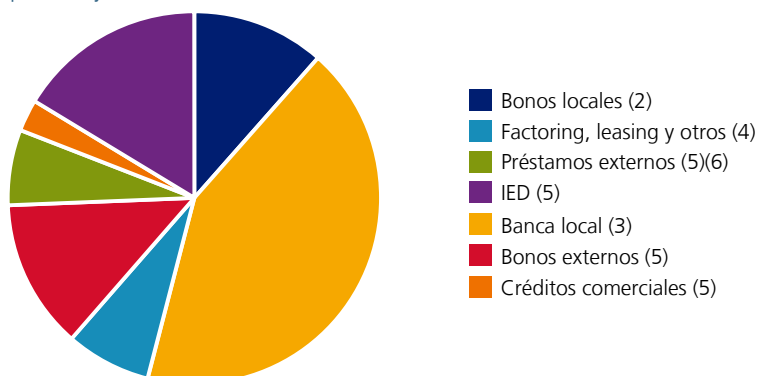
Hace unos 50 años, los bancos eran casi la única fuente de servicios financieros para las empresas y hogares en Chile. La economía se encontraba cerrada al comercio internacional y a los flujos de capitales, las tasas de interés eran reguladas, el crédito estaba restringido y el Estado tenía un papel importante en la actividad bancaria. Estos elementos contribuyeron a que el sector financiero ocupara un lugar importante en el convulsionado período de la década de los 70, con drásticos cambios de propiedad y regulaciones. Desde entonces el sistema financiero ha crecido, diversificado y profundizado de manera muy significativa (Gráfico 2.1a). Actualmente, las empresas chilenas se financian con oferentes de crédito local (bancario y no bancario) y oferentes extranjeros. Asimismo, aunque los hogares utilizan primordialmente el crédito bancario, también obtienen financiamiento de otro tipo de oferentes de crédito como casas comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, cajas de compensación y compañías de seguros (Gráfico 2.1b).



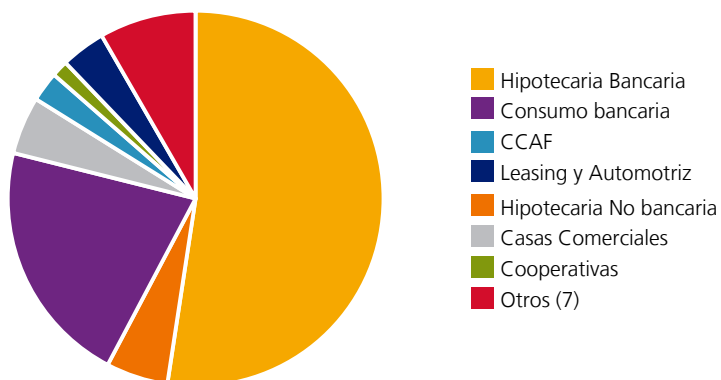
Gráfico 2.1

**(a) Deuda total empresas(1)**

(porcentaje, 2018.IV)

**(b) Endeudamiento de hogares**

(porcentaje, 2018.IV)



(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. (2) Bonos corporativos, bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio. (3) Incluye créditos contingentes, personas y comex. No incluye créditos universitarios a personas. (4) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias (estimado a diciembre 2018). Se incluye deuda (principalmente leasing) de Compañías de Seguros de Vida. (5) Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del último mes de cada trimestre. (6) Incluye a organismos multilaterales. (7) Incluye deuda universitaria (CAE en bancos y Fisco, con recursos propios de bancos y CORFO), compañías de seguro y gobierno central (FONASA y otros). A partir de 2015, los datos de Cencosud son estimados usando estados financieros de Scotiabank.

Fuentes: Elaboración propia en base a Fernández et al. (2017), y datos de Achef, CMF, DIPRES y SUSESO.

En la segunda mitad de la década de 1970, el sector bancario fue privatizado y liberalizado. Sin embargo, este proceso no fue acompañado por una adecuada regulación y supervisión, lo que permitió la acumulación de grandes vulnerabilidades, que fueron expuestas cuando la economía chilena fue impactada por los *shocks* externos que terminaron por configurar la crisis financiera de 1981-1983.

A partir de esta crisis se produjeron cambios significativos en la regulación bancaria, lo que fue también acompañado de una agenda regulatoria más amplia que ha ido modelando al sector financiero en las últimas cuatro décadas. Esta regulación no ha sido un obstáculo para el desarrollo

financiero chileno. Por el contrario, los mercados de capitales –definidos en términos generales– han evolucionado dramáticamente en tamaño, composición y fortaleza; apuntalados en un continuo proceso de modernización regulatoria iniciado con la creación de un sistema previsional de capitalización individual.

En 1980, mediante los Decreto Ley 3.500 y 3.501 se reformó el sistema previsional chileno, pasando de un sistema de cajas de previsión por industrias, a un sistema de capitalización individual en el que los ahorros para la jubilación son gestionados por Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Esta reforma implicó el desarrollo y profundización del mercado de capitales chileno, en un contexto en el que los ahorros para el retiro de la población empezaron a crecer respecto al tamaño del mercado de capitales. Asimismo, una vez que las primeras generaciones afiliadas a este sistema de retiro fueron jubilándose, las Compañías de Seguros de Vida fueron aumentando el patrimonio administrado y se convirtieron, también, en actores importantes del mercado financiero chileno no-bancario.

El desarrollo del mercado financiero no-bancario fue también facilitado por una serie de reformas consecutivas. En 1981, además de la reforma previsional, se promulgaron la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas. Con posterioridad, en 1987 se revisaron la Ley de Seguros y la Ley de Mercado de Valores. Finalmente, una segunda ola de reformas tuvo lugar diez años después. La Ley 19.705 o Ley de Opas (Oferta Pública de Adquisición de Acciones) del año 2000 tuvo como principal objetivo mejorar los gobiernos corporativos y cuidar los derechos de los accionistas minoritarios en sociedades anónimas abiertas.

Del mismo modo, destacan las reformas al Mercado de Capitales I, II, y III, de 2001, 2007 y 2010, respectivamente, las que buscaron fomentar el ahorro individual y la profundización del mercado de capitales chileno, en general. La primera de estas reformas enfatizó la búsqueda de mayor eficiencia mediante la flexibilización de inversiones de fondos mutuos y compañías de seguros, creando las administradoras generales de fondos, facilitando la internacionalización de la banca y perfeccionando la Ley de Sociedades Anónimas y Fondos de Inversión. Asimismo, se crearon incentivos para el ahorro voluntario y se introdujeron los multifondos. La reforma de 2007 enfatizó, por otro lado, el desarrollo de la industria de capital de riesgo, el perfeccionamiento de gobiernos corporativos y el fortalecimiento de mecanismos de ahorro previsional voluntario. La Reforma Previsional 2008 (Ley 20.255), flexibilizó el régimen de inversión de los fondos de pensiones y elevó el límite máximo de inversión en el extranjero. Esta mayor flexibilidad fue contrapesada con mayor responsabilidad de análisis de riesgo, y requerimiento de dar cuenta de políticas de inversión (Superintendencia de Pensiones, 2008). Finalmente, la reforma de 2010 puso el énfasis en la integración del mercado financiero chileno con los mercados internacionales, ampliando límites de riesgo para inversión de fondos mutuos, la cartera posible de inversión de las AFP, y removiendo ciertas trabas a la inversión extranjera, entre otros cambios.

## 2.2 Caracterización de sector financiero hoy

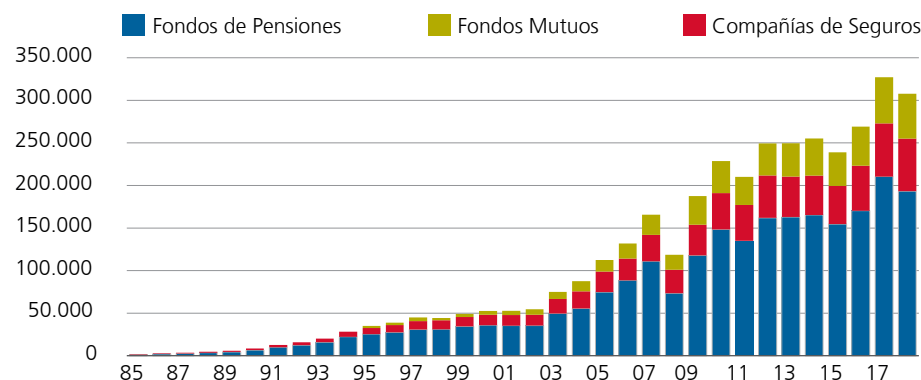
Hoy, el sector financiero chileno es uno de los más desarrollados en el mundo emergente. Ha pasado de ser dominado por la banca tradicional, a estar compuesto por varios otros participantes del mercado, incluidos los Fondos de Pensiones, los Administradores de Fondos Generales y las Compañías de Seguros, entre otros. Los activos bajo administración de estos inversionistas no bancarios pasaron de menos del 1% del PIB en 1984, al 65% en 2000 y a casi el 100% del PIB en

2018 (Gráfico 2.2a). Este desarrollo se ha traducido en un mejor acceso a fuentes alternativas de financiamiento por parte de las empresas chilenas. Actualmente, alrededor del 85% del total de los bonos corporativos están en manos de inversionistas institucionales (Gráfico 2.2b), como resultado de esto, la dependencia del crédito bancario de estas corporaciones ha pasado del 91% de la deuda financiera en 1986 a alrededor del 25% en los últimos años<sup>3/</sup>.

Gráfico 2.2

### (a) Activos administrados por Inversionistas Institucionales

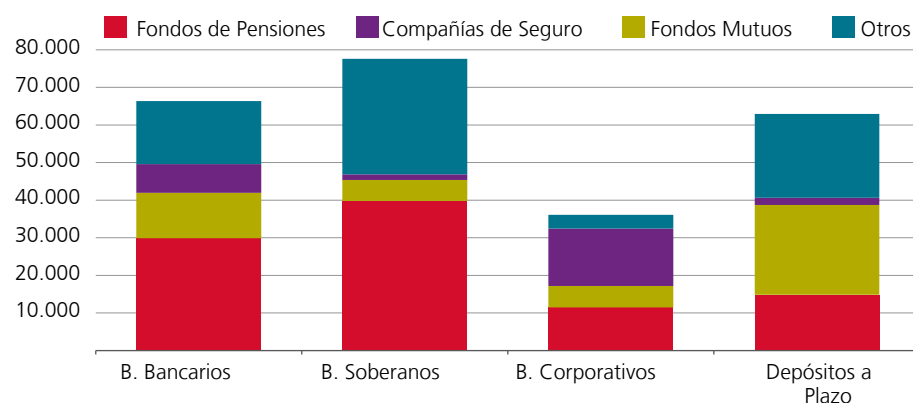
(millones de dólares)



Fuente: CMF y Superintendencia de Pensiones

### (b) Stock de instrumentos administrados en 2018

(millones de dólares)



Fuente: DCV, Superintendencia de Pensiones, CMF, and Bolsa de Comercio de Santiago  
Otros incluye fondos de inversión, corredores de bolsa y bolsas de comercio.

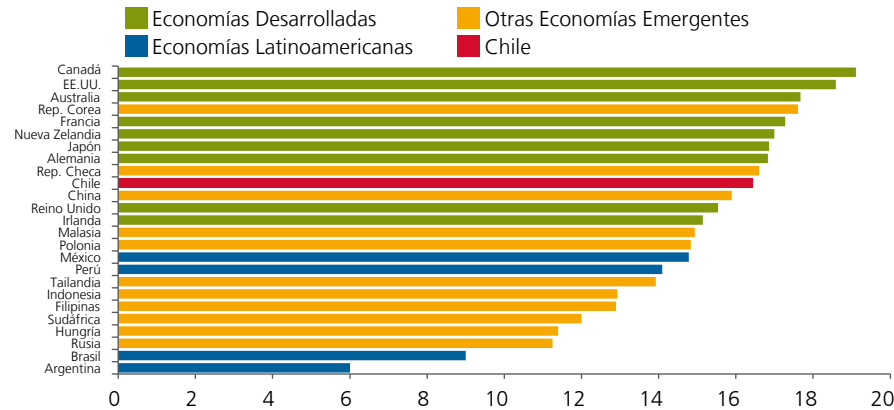
Actualmente, el sistema bancario chileno es uno de los que exhibe mayor fortaleza (*estabilidad*) en el mundo emergente (Gráfico 2.3). Desde una perspectiva internacional, Chile destaca respecto a otros países emergentes en dimensiones como capitalización de mercado, número de sucursales por habitante y participación en el crédito doméstico.

<sup>3/</sup> Basado en Agosin et al. (1999) y Espinosa y Fernández (2015).

## Gráfico 2.3

## (a) Índice de Fortaleza Bancaria (1)

(porcentaje)

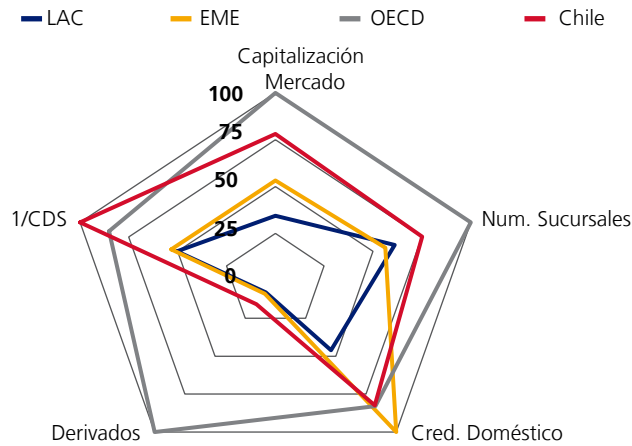


(1) mayor valor del índice indica mayor fortaleza bancaria.

Fuente: Moody's Average Long-Term Ratings, 16 de Abril 2019.

## (b) Desarrollo financiero chileno (2)

(porcentaje relativo)



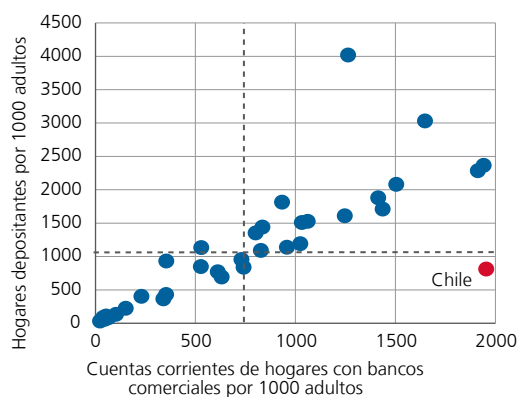
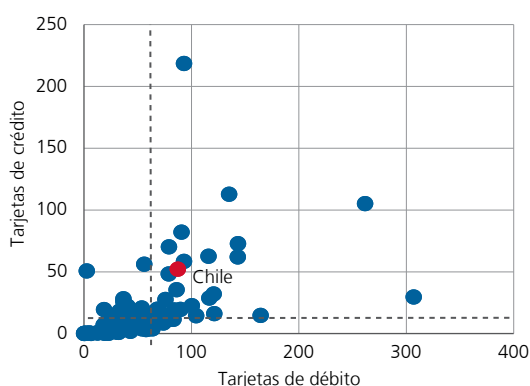
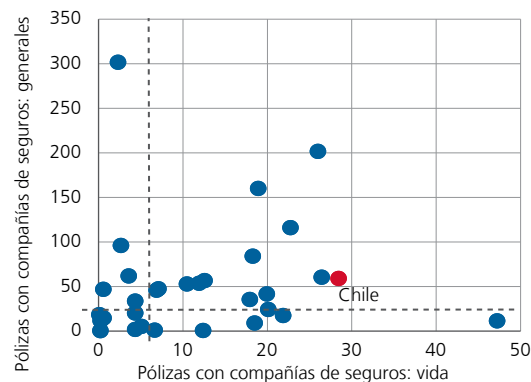
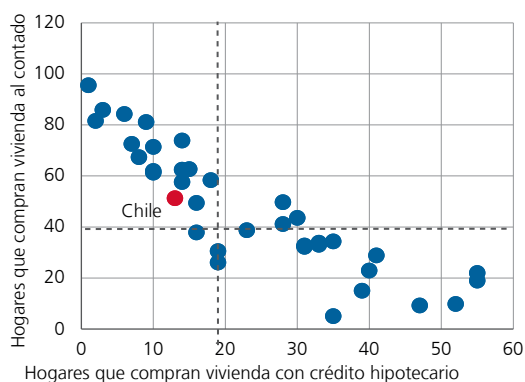
(2) Relativos al máximo en cada categoría al 2016 o último dato disponible.

Fuente: Moody's Average Long-Term Ratings, 16 de Abril 2019 y Banco Central de Chile basado en datos de BIS, BM, FMI y Bloomberg.

La *profundización* del sector financiero también ha ido de la mano de un mayor *acceso* a servicios y productos financieros de deuda y seguros (Gráfico 2.4), en línea con el nivel de desarrollo de país. En esta comparación internacional, utilizando información recabada a través de Encuestas Financieras de Hogares, la tenencia de cuentas corrientes, líneas de crédito, tarjetas de crédito y débito, es mayor que la mediana de los países en la muestra. Lo mismo respecto de seguros, tanto generales como de vida. En cuanto al crédito hipotecario, si bien Chile estaría por debajo de la mediana en tenencia de estos créditos, cuenta con un porcentaje relativamente alto de hogares que acceden a vivienda a través de este tipo de financiamiento.

## Gráfico 2.4

## Indicadores de desarrollo financiero (1)

(a) Hogares depositantes y cuentas corrientes  
(número por mil adultos)

(b) Tarjetas de crédito y de débito  
(porcentaje)

(c) Seguros de vida y generales  
(porcentaje de adultos)

(d) Hogares que compran vivienda al contado y con crédito hipotecario  
(OCDE)  
(porcentaje)


(1) Líneas punteadas muestran medianas de las variables correspondientes.

Fuente: Encuestas Financieras de Hogares, distintos países

Es así como las viviendas son el principal activo de los hogares, y la deuda hipotecaria su principal obligación financiera, siendo entonces un importante componente del crédito bancario. Por lo tanto, el sector inmobiliario se vincula directamente con el desarrollo del sector financiero, pudiendo también impactar la estabilidad del mismo. Entre los años 2001 y 2018 el número de créditos hipotecarios vigentes casi se triplicó, pasando del 18% de las colocaciones bancarias totales en 2001, al 28% al segundo trimestre de 2018. Actualmente, si bien la principal forma de financiamiento proviene del sector bancario, también juegan un rol importante las compañías de seguros a través de mutuos hipotecarios.

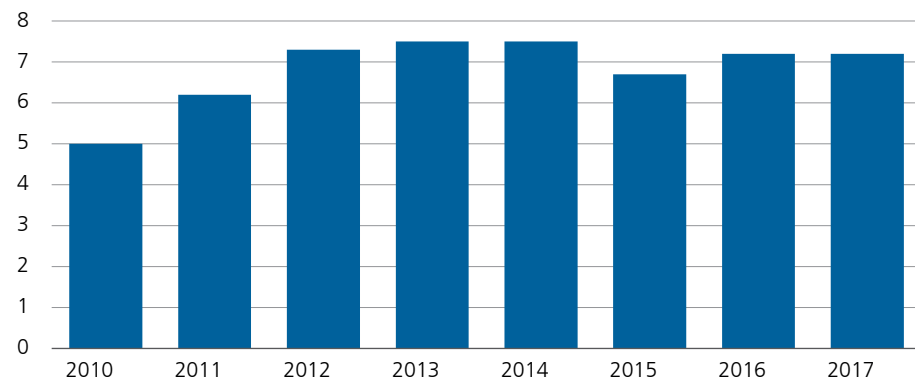
El acceso a servicios financieros ha contribuido a que la tasa de ahorro de los hogares haya aumentado de manera significativa en los últimos años, alcanzando en torno a 7% del PIB (Gráfico 2.5a). A su vez, cerca de un 90% de este ahorro corresponde a ahorro previsional, el que permite a los hogares tener inversión en distintos activos financieros a nivel nacional e internacional (Ver Gráfico 2.5b).

De esta forma, el crecimiento del sector financiero, en general, ha permitido a los hogares contar con instrumentos en los cuales invertir sus ahorros, y acceder a financiamiento frente a situaciones imprevistas - a través de deuda y seguros - o para la compra de bienes durables como la vivienda.

Gráfico 2.5

**(a) Tasa de Ahorro de los Hogares**

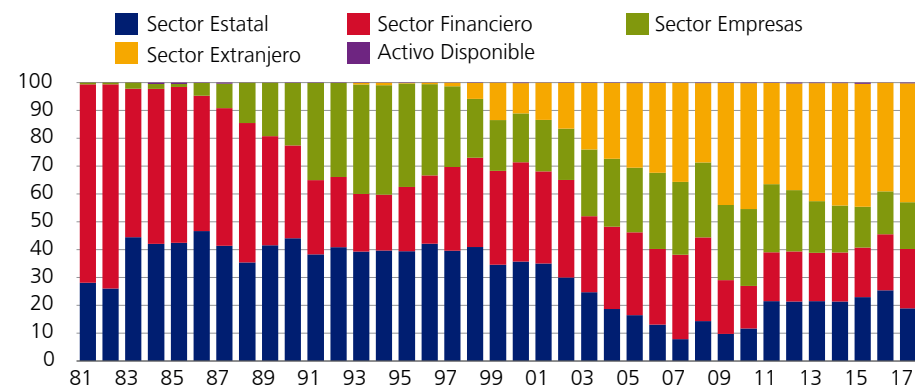
(porcentaje del PIB)



Fuente: Cuentas Nacionales por Sector Institucional, BCCh.

**(b) Activos bajo control de fondos de pensiones**

(porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

### 3. EPISODIOS DE TURBULENCIA FINANCIERA Y ACCIONES DE POLÍTICA

La sección anterior hizo un recorrido al desarrollo del sistema financiero con énfasis en los cambios regulatorios implementados. Muchos de estos cambios no fueron casuales, sino que buscaron reparar fisuras en la arquitectura financiera chilena que causaron la acumulación de vulnerabilidades. El ejemplo más claro de esto es la ley de bancos de 1986, que fue una respuesta directa al episodio de turbulencia más importante vivido por el sector financiero chileno en una generación: la crisis financiera de 1981-83. Esta se describe a continuación, junto con un recuento del impacto en la economía local de los episodios de tensión financiera a menos escala de 1997 y 2008.

#### 3.1 La crisis financiera de los años 80

La crisis financiera de principio de los años 80 fue abrupta, profunda y costosa. Si en marzo de 1981 el producto crecía a una tasa de 9% anual, en diciembre del mismo año lo hacía a menos del 1%, y el año siguiente el producto registraba una caída de 14% (Gráfico 3.1a). Puesto en perspectiva, Reinhart y Rogoff (2009) estiman que esta caída en la actividad se encuentra entre las 25 crisis financieras más severas de las que se tiene un registro fidedigno (Tabla 3.1). Como consecuencia, la tasa de desempleo se empujó hasta un 27% en 1983, el número de quiebras acumuló 752 entre los años 1981 y 1984, y el índice de morosidad no ha vuelto a mostrar un registro más alto que el de 1984 (Gráficos 3.1b y 3.2).

Tabla 3.1

#### Las 25 crisis financieras más severas de la historia

| Ranking | Año       | País      | Variación anual | Número de años |                     |                     |
|---------|-----------|-----------|-----------------|----------------|---------------------|---------------------|
|         |           |           | Peak al valle   | Peak al valle  | Peak a recuperación | Índice de severidad |
| 1       | 1926      | Chile     | -47             | 3              | 16                  | 62,6                |
| 3       | 1983      | Peru      | -32             | 11             | 25                  | 57                  |
| 4       | 1931      | Uruguay   | -36             | 3              | 17                  | 53,1                |
| 6       | 1929      | México    | -31             | 6              | 16                  | 47,1                |
| 8       | 1890      | Brasil    | -22             | 4              | 21                  | 42,7                |
| 10      | 1890      | Uruguay   | -21             | 2              | 19                  | 40                  |
| 14      | 1929/1933 | EEUU      | -29             | 4              | 10                  | 38,6                |
| 12      | 1980/1985 | Argentina | -22             | 11             | 18                  | 39,8                |
| 15      | 1994      | Venezuela | 5               | 11             | 14                  | 8,7                 |
| 17      | 2008      | Grecia    | -24             | 6              | 12                  | 36                  |
| 18      | 1931/1934 | Argentina | -19             | 3              | 15                  | 34,4                |
| 21      | 1981      | México    | -14             | 7              | 17                  | 31,1                |
| 23      | 2001      | Argentina | -21             | 4              | 8                   | 28,9                |
| 24      | 1980      | Chile     | -19             | 2              | 8                   | 26,9                |
| 25      | 2002      | Uruguay   | -19             | 4              | 8                   | 26,9                |

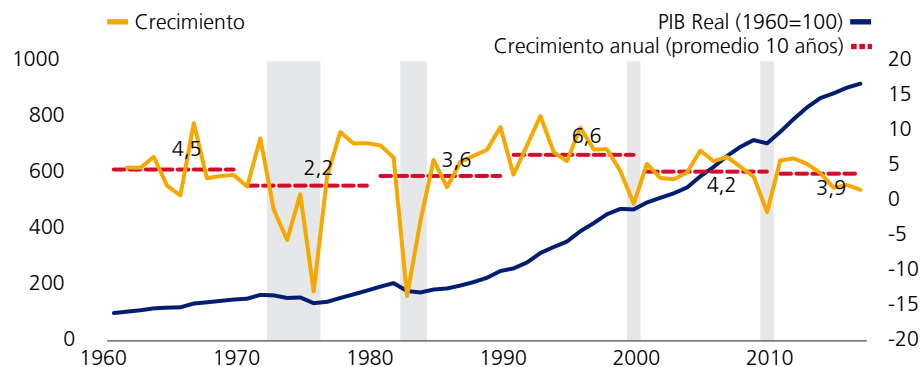
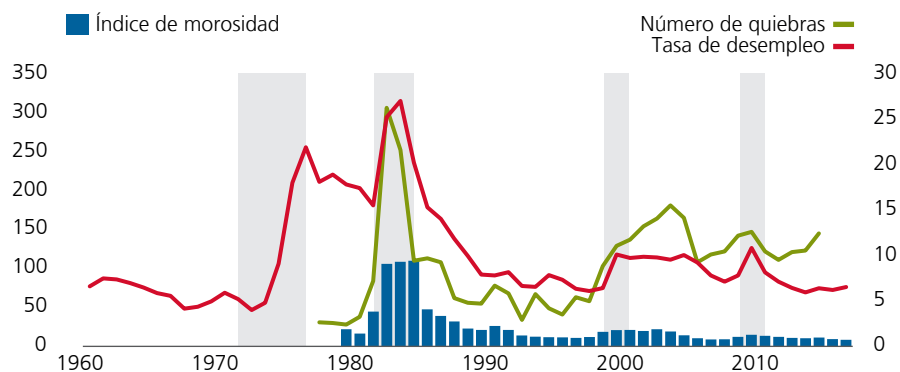
Fuente: Reinhart y Rogoff (2009)

Varios factores contribuyeron a deteriorar el panorama macroeconómico para Chile en 1982. Por un lado, las tasas de interés externas se elevaron y se redujo la disponibilidad de crédito externo, principalmente porque Estados Unidos elevó su tasa de referencia para contener la presión inflacionaria derivada de un aumento importante en el precio del petróleo (150% entre 1978 y

1980). Por otro, el precio del cobre cayó cerca de 30% entre 1981 y la primera mitad de 1982. Esta caída de los términos de intercambio, y peores condiciones de financiamiento externo, propiciaron la ruptura del esquema de tipo de cambio fijo que se mantenía desde 1979, lo que repercutió en un deterioro abrupto de los balances de empresas con amplios descalces de moneda.

Sin embargo, más allá del rol gatillador de los eventos externos, la economía chilena fue víctima de vulnerabilidades acumuladas por varios años. Desde 1974 se había iniciado un proceso de liberalización financiera que no tuvo un contrapeso apropiado en regulación y supervisión. A mediados de los años 70 se removieron restricciones para que los bancos locales tomaran préstamos externos, se abrió el mercado para el ingreso de bancos extranjeros y se bajaron tasas de encaje para depósitos. De este modo, el crédito bancario se expandió con fuerza hacia finales de la década. Si en 1975 el crédito crecía a tasas cercanas a cero, en 1977 lo hacía a tasas anuales de casi 70%, y aún en 1981 a una tasa de 20%. Por un lado, el esquema de tipo de cambio fijo favoreció que una parte importante de este crédito estuviera denominado en moneda extranjera. Por otro, una fracción importante del crédito se otorgó a empresas relacionadas a los bancos, cuya capacidad de pago fue afectada por la caída de actividad económica y la devaluación de la moneda. Tanto la exposición de los balances a moneda extranjera, como a riesgo de crédito de empresas relacionadas, no estaban apropiadamente resguardados en la regulación vigente en 1982 (Held y Jiménez, 1999).

Gráfico 3.1

**(a) PIB real (nivel 1960=100) y tasa de crecimiento anual (1)****(b) Indicadores macro (1)**

(1) Áreas sombreadas indican periodos con crecimiento negativo del PIB.

Fuente: Díaz et al. (2006).



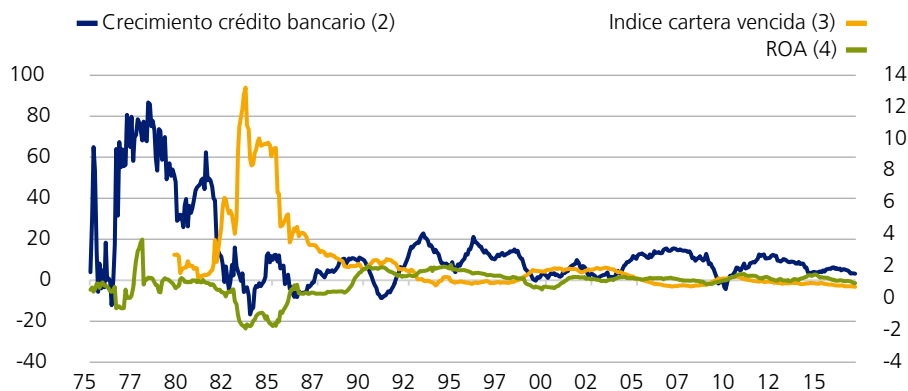
De este modo, los distintos *shocks* externos negativos se propagaron rápidamente –y fueron amplificados–, hasta convertirse en una crisis financiera de grandes proporciones. Más allá de los *shocks* externos y la dramática ruptura del esquema de tipo de cambio fijo, las causas de la crisis fueron internas: regulación poco apropiada, débil supervisión y falta de atención al crecimiento excesivo de crédito apalancado en un esquema de tipo de cambio fijo.

El deterioro fue muy rápido. Las primeras señales de debilitamiento de la banca aparecieron en 1981, y durante este y el siguiente año las condiciones empeoraron fuertemente para varias instituciones financieras. Si bien la primera medida de ayuda al sistema bancario tomó la forma de otorgamiento de “préstamos de emergencia” por parte del BCCCh a los bancos comerciales, durante el siguiente año las condiciones se deterioraron rápidamente, llevando a la intervención de 11 instituciones bancarias. A éstas, se sumaron otras 8 en 1983 –que incluían a los dos bancos más grandes del sistema. Los directores y ejecutivos de las instituciones intervenidas fueron removidos de sus cargos, nombrándose administradores provisionales. En total, las instituciones que fueron intervenidas representaban el 60% del crédito del sistema.

### Gráfico 3.2

#### Sistema bancario, indicadores de actividad y calidad de cartera (1)

(porcentaje)



Notas: (1) Boletín de información financiera de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. (2) Considera deflactor IPC hasta Septiembre 1979 y UF en adelante. (3) Porcentaje de total de créditos, (4) ROA considera ganancia anualizada basada en acumulación de 12 meses.

Fuente: Martínez et al. (2018)

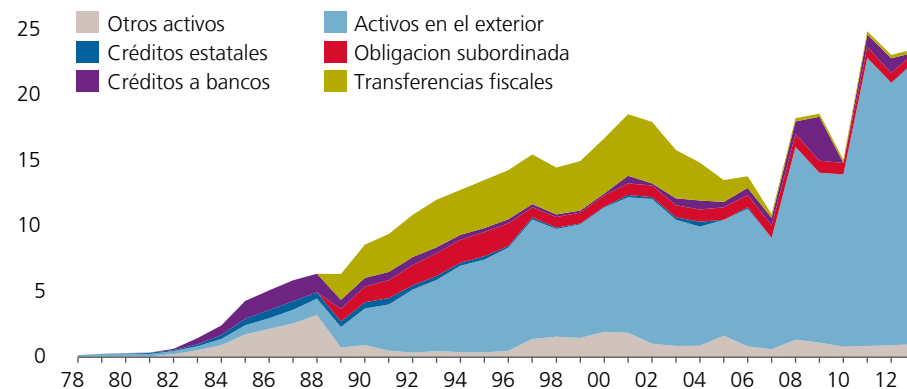
Las instituciones intervenidas fueron separadas en las que eran viables y las que no. Las primeras fueron eventualmente re-privatizadas; las segundas, liquidadas. Inicialmente, las medidas tuvieron como objetivos la liquidación ordenada de entidades bancarias inviables, el mejoramiento de las hojas de balance de las entidades declaradas viables; a través de compra de cartera deteriorada por parte del Banco Central, y la reducción de la carga financiera de los deudores de la banca, por ejemplo, reprogramando las deudas y fijando tipos de cambio preferenciales (ver Matus, 1995). En una segunda etapa, en 1985, las medidas contemplaron la recapitalización de la banca intervenida a través del programa “capitalismo popular”, que instalaba crédito fiscal para la compra de acciones con el apoyo de CORFO.

Sin embargo, el programa más extenso —y que cumplió su último hito en 2019—, fue la compra de cartera deteriorada (con pacto de recompra) por parte del Banco Central de Chile. Este mecanismo, que partió en 1982, permitió inicialmente la compra de cartera deteriorada a cambio de instrumentos del Banco Central. A partir de 1984, esta compra se hizo a cambio de una combinación de estos mismos instrumentos y recursos líquidos<sup>4/</sup>. Finalmente, en 1989 se modificó la obligación de recompra de cartera a través de su novación por un nuevo tipo de pasivo, que se denominó “Obligación Subordinada”, y en 1995, “Deuda Subordinada” (Ver Recuadro 4.1). El Gráfico 3.3 muestra el notable impacto en la hoja de balance del Banco Central de estas operaciones. Las partidas de crédito a bancos comerciales (casi en su totalidad), la Obligación Subordinada y la partida de Transferencias Fiscales<sup>5/</sup> tienen génesis directa en las distintas etapas de salvataje del sistema bancario chileno, y representaron una fracción importante del balance del Banco Central de Chile, por muchos años.

Gráfico 3.3

**Activos del balance del Banco Central (1)**

(millones de millones de pesos)



(1): La clasificación Créditos Estatales incluye créditos al Banco del Estado de Chile, al Fisco, y a empresas estatales. Desde el año 1981 la glosa al ítem Obligación Subordinada corresponde a Crédito por Obligación subordinada de Instituciones Financiera (Ley N° 18.401 y N° 19.396); el ítem Crédito Bancos Comerciales corresponde a las glosas Créditos a Bancos comerciales y Créditos a bancos e instituciones financieras; el ítem Transferencias fiscales corresponde a las glosas Transferencias fiscales (Leyes N° 18.267 y 18.401) y Transferencias fiscales (Leyes N° 18.267, N° 18.401 y N° 18.769); el ítem Corfo corresponde a la glosa Valores por recibir Corfo Ley N° 18.401.

Fuente: Elaboración propia en base a Filippi et al (2017)..

<sup>4/</sup> Acuerdo N° 1555-07-840209

<sup>5/</sup> Tanto las operaciones de compra de cartera como la mantención de dólar preferencial para los deudores en dólares implicaron costos importantes para el Banco Central, impactando su hoja de resultados y patrimonio. El Estado de Chile, reconociendo los costos de salvataje del sistema financiero, reconoce una obligación con el Banco Central de Chile en la forma de pagarés que serían liquidados con excedentes fiscales en un plazo indefinido (detalles en Leyes No. 18.401 y No. 18.768). La partida de Transferencias Fiscales en el Gráfico 4.3 incluye el aporte del Estado en virtud de la Ley No. 18.267, aunque éste representa una fracción mínima del total.



Los costos de la crisis (directos e indirectos) fueron exorbitantes, tanto para estándares históricos, como contemporáneos. Se estima que las diversas medidas aplicadas para enfrentar la crisis bancaria, tendientes a apoyar a los deudores y la recuperación de la solvencia de la banca, tuvieron un costo de entre 35% y 45% del producto (Sanhueza 2001; Caprio y Klingenberg, 1996; Marshall, 2009).

La crisis financiera de los años 80 fue sin duda la que dejó más lecciones sobre las vulnerabilidades del sistema financiero. Estas quedaron plasmadas en la Ley General de Bancos de 1986. La nueva ley se pronunció respecto de la separación del negocio financiero y no financiero, impuso requisitos más rigurosos para el otorgamiento de licencias bancarias, e introdujo la clasificación de cartera y exigencia de provisiones según riesgo de crédito, entre otros (Ver sección 4.1).

### 3.2 Crisis Asiática y reversión de capitales

A diferencia de la crisis financiera de 1981-1983, el episodio de turbulencia financiera de finales de los años 90 tuvo su origen y mayor impacto en los países del sudeste asiático. La Crisis Asiática fue una reversión abrupta de capitales, que hasta entonces fluían desde países desarrollados hacia países emergentes –en particular, de Asia. Así, por ejemplo, el déficit de cuenta corriente combinado de Corea, Malasia, Indonesia, Tailandia y Filipinas fue consistentemente negativo antes de 1998, alcanzando los 50 billones de dólares en 1996. En 1997 este déficit se redujo a 26 billones y se convirtió en un superávit de 18 billones en 1998 (Radelet y Sachs, 1998). Aunque la crisis asiática tuvo un contexto y causas distintas a la crisis financiera chilena de los años 80, en retrospectiva sí existieron dos elementos en común: un sector corporativo altamente apalancado en moneda extranjera y un régimen de tipo de cambio fijo que favoreció la acumulación de descalces de moneda.

Los años 90 fueron bastante auspiciosos para Chile, hasta 1998. Entre 1990 y 1997 el producto creció por sobre el 7% anual, la inflación anual declinó de 30% a 5%, las reservas internacionales crecieron de 2.5 a 17.8 billones de dólares, y la deuda fiscal neta se redujo de 37.6% a 5.6% del producto entre 1989 y 1997 (Céspedes et al., 2006).

En julio de 1997, Tailandia devaluó su moneda, hito que marcó el inicio de la Crisis Asiática. Según documentan Céspedes et al. (2006), en un principio la expectativa general fue que el principal canal de transmisión hacia la economía chilena sería exclusivamente real, a través de un deterioro de la demanda externa de bienes exportables. Sin embargo, a medida que la crisis se desarrollaba, se hizo evidente que los efectos de la crisis también contenían canales financieros, a través de restricciones a acceso de financiamiento internacional para países emergentes, alta incertidumbre global, y desconfianza en la sostenibilidad de regímenes de tipo de cambio fijo.

Inevitablemente, los canales antes mencionados pusieron presión sobre el peso chileno que entonces se manejaba en una banda cambiaria, lo que llevó al Banco Central a intervenir el mercado de divisas en varias ocasiones, mientras que subía la tasa de interés de política buscando mantener el déficit de cuenta corriente bajo el umbral de 5% en 1998. Las dudas sobre la efectividad de este esfuerzo por defender el tipo de cambio, implicaron una primera ronda de ataques especulativos en contra del peso en enero de 1998. El Banco Central respondió interviniendo de modo no esterilizado, y llevando la tasa de interés interbancaria sobre 90% en términos reales (Céspedes et al., 2006). En

junio y septiembre del mismo año, se dieron dos nuevas olas de ataques especulativos sobre el peso, la última en un contexto de devaluación de varias monedas latinoamericanas ante el *default* de deuda soberana de la Federación Rusa. El Banco Central intervino nuevamente, intentando evitar oscilaciones del tipo de cambio, no relacionadas con fluctuaciones en las variables fundamentales que deberían explicar su evolución, que pudieran ser demasiado disruptivas, afectando el financiamiento interbancario. Con todo, hacia el final de 1998 se fueron introduciendo cambios en el marco de política monetaria, optando por transitar gradualmente hacia un tipo de cambio más libre, lo que llevó a la eliminación de la banda cambiaria en septiembre de 1999.

El impacto de estas turbulencias en el crecimiento del crédito bancario, en especial el comercial y el de consumo, fue relativamente acotado. Los créditos para la vivienda, pese a desacelerarse, mantuvieron un crecimiento superior a 10% anual en 1999, empujados en gran parte por el uso de créditos no endosables —que facilitaban un mayor nivel de financiamiento del valor de la vivienda. El nivel de solvencia de la banca se mantuvo estable en el periodo, lo que en gran medida se debió a la exigencia de nuevas normas de capital. Es así como en el año 1999 los bancos incrementaron su base patrimonial en más de 7%, lo que contribuyó en que el índice de adecuación de capital del sistema aumentara desde 11% en diciembre de 1998 a más de 13% en diciembre de 1999. En tanto, en términos del impacto real en la economía el producto cayó un 0,8% en 1999 y el desempleo superó el 10% el año 2000.

Los eventos asociados a la crisis asiática redundaron en un fortalecimiento más transversal del marco macroeconómico chileno. No solo se optó por eliminar el encaje y el tiempo mínimo de permanencia de capitales, sino que se abandonaron las bandas cambiarias y se liberó completamente el tipo de cambio. Se fortaleció el marco de metas de inflación y se facilitaron las condiciones para que los bancos a participaran más activamente en el mercado de derivados cambiarios. En el año 2000, el gobierno anunció su compromiso de adoptar una regla de gasto fiscal que cumpliera dos características: predictibilidad y flexibilidad (Marcel, 2013). La Regla de Balance Estructural es la base de la política fiscal chilena en la actualidad, y le ha valido a Chile una mejora significativa en términos de ahorro y de rating crediticio, que incluso llegó a superar el de países avanzados como Corea e Israel (Frankel, 2013).

### 3.3 La Crisis Financiera Global y la liquidez en moneda extranjera

En 2008 se generó la crisis financiera internacional y recesión más severa desde la Gran Depresión. A diferencia de las ocurridas en los años 80 y 90, que afectaron a los países del Este de Asia y Latinoamérica, esta crisis tuvo su centro en Estados Unidos. Hay varias teorías respecto de sus causas últimas y está fuera del ámbito de este documento abordar y sopesar todas ellas. Sin embargo, pareciera haber cierto consenso en algunos elementos que configuraron la acumulación de riesgo sistémico y su posterior desencadenamiento. En particular, la política monetaria de Estados Unidos en los años previos a la crisis, los grandes desbalances globales y la búsqueda de retorno, interactuaron con cambios en la naturaleza del negocio de intermediación financiera. De este modo, la banca no tradicional y no regulada —más conocida como *Shadow Banking*— fue protagonista en la materialización de la crisis, favoreciendo la ingeniería de productos que permitían a los bancos tradicionales originar y redistribuir riesgo fuera de sus hojas de balance (Rajan, 2010; Allen y Carletti, 2011; Céspedes et al., 2011).



Si bien la Crisis Financiera Global (CFG) comenzó con activos ligados al sector hipotecario *sub-prime*, ésta se expandió rápidamente a activos que no tenían ninguna conexión con hipotecas *sub-prime*, hipotecas en general o el sector inmobiliario en su conjunto (ver por ejemplo Covitz et al., 2009; Areta et al., 2009). Para algunos, la CFG no habría sido tan distinta de una corrida bancaria del siglo pasado, salvo que esta no ocurrió en el sistema bancario tradicional –que cuenta con un seguro de depósitos y acceso a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal–, sino en un “sistema bancario securitizado” (Gorton y Metrick, 2009). Sin un perímetro regulatorio apropiado, los grandes inversionistas institucionales con necesidades de inversión de corto plazo utilizaron el mercado repo (*repurchase agreements*) del mismo modo que un depositante pequeño utiliza su cuenta bancaria. Una diferencia clave, sin embargo, es que un depositante pequeño tiene como resguardo el seguro de depósitos, mientras que un inversionista institucional considera el valor de colateral como mecanismo para proteger su depósito. Este acuerdo toma la forma de un préstamo colateralizado con pacto de recompra, en el que se determina una tasa de interés y un descuento al valor de este colateral (*haircut*). Este tipo de financiamiento de corto plazo se convirtió en una de las principales fuentes de financiamiento de la banca, y los bonos securitizados –incluidos aquellos con préstamos hipotecarios en su cartera de activos– uno de los principales tipos de colateral. En 2007, los activos relacionados a cartera hipotecaria empezaron a despertar dudas de los inversores, el *haircut* en estos activos se elevó, y su precio se hundió, hasta que se dio una corrida en el financiamiento repo, desencadenando uno de los componentes más importantes de la CFG (Gorton y Metrick, 2009; Dang et al., 2017).

Las implicancias para Chile fueron directas e indirectas. El financiamiento de corto plazo (liquidez) se paralizó internacionalmente, afectando todo tipo de intermediación financiera, mientras que el congelamiento de la cadena de pagos internacional conllevó una severa recesión internacional que se sintió en Chile con más fuerza el año 2009. El precio del cobre –que representaba el 50% de la canasta exportadora el año 2008– se desplomó, con una caída de más de 50% hasta alcanzar los 1,4 dólares por libra. Las exportaciones industriales se redujeron producto de la caída de la demanda externa. Las exportaciones totales de bienes y servicios cayeron más de 6% en el año 2009 en comparación con el aumento anual de 8% registrado el año anterior. En el mercado laboral, cayó la generación de empleos y la tasa de desempleo aumentó desde 7,8% en el tercer trimestre de 2008 a más de 10% en el año 2009. Por su lado, la demanda interna cayó un 8% en el primer semestre del 2009 en comparación al mismo período del año anterior, mientras que el PIB pasó de crecer un poco más de 5% en el primer trimestre de 2008, a una contracción de 3% anual en el segundo semestre del 2009. Hacia finales del año 2008, el mercado del crédito se contrajo y el riesgo de crédito se incrementó. Los estándares de crédito se hicieron más restrictivos, disminuyendo montos y plazos de las líneas de crédito y exigiendo mayores requerimientos de garantías. Del mismo modo, coherentemente con la menor actividad económica y la incertidumbre del periodo, la demanda por crédito se debilitó fuertemente, en particular en el segmento de consumo.

Con todo, los efectos de la crisis en Chile no fueron duraderos. A partir del 2010, el precio del cobre –principalmente empujado por la demanda de China–, el desempleo y el PIB recuperaron sus niveles previos a la crisis. La rentabilidad de los bancos fue menos afectada que en la Crisis Asiática, alcanzando su nivel más bajo a principios de 2009 (0,9% de ROA), pero retornando al promedio de los últimos 5 años a comienzos del año 2010. A esta rápida recuperación contribuyó un número de factores, entre ellos los sólidos fundamentos institucionales, macroeconómicos y financieros; el régimen de tipo de cambio flexible, y un importante nivel de reservas internacionales construido en

los años previos a la crisis. Del mismo modo, la oportunidad, celeridad y flexibilidad de la respuesta de la política monetaria y fiscal fueron claves para contener una mayor propagación de la crisis a la economía real.

En abril de 2008, el Banco Central había iniciado un proceso de acumulación de reservas internacionales de 8 mil millones de dólares, comprando 50 millones de dólares al día mediante subastas competitivas esterilizadas. Este programa buscaba fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena. El 29 de septiembre se interrumpió ese proceso, habiendo cumplido el 70% de la meta. La estrechez de liquidez en Estados Unidos empezaba a afectar los mercados internacionales, impactando también, la liquidez en moneda local y el tipo de cambio. El Banco Central redujo la tasa de interés de referencia de 8.25% en diciembre de 2008 a 0.5% en julio de 2009 –definida como la tasa mínima. Al mismo tiempo, desde la interrupción del programa de acumulación de reservas internacionales, el Banco Central desplegó políticas extraordinarias que buscaban otorgar toda la liquidez requerida en moneda nacional, y destrabar la liquidez en moneda extranjera y el mercado cambiario. La principal medida no convencional fue la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para bancos, que otorgaba liquidez a 90 y 180 días a tasa fija de 0,50%. Otras medidas fueron programas de *swaps* de monedas, la aceptación de depósitos a plazo como colateral para operaciones de crédito con el Banco Central, la ampliación de plazos de las operaciones de crédito, y la flexibilización para constituir el encaje en moneda extranjera<sup>6/</sup>. La evidencia disponible argumenta que estas medidas fueron efectivas. En particular, se estima que la FLAP disminuyó el costo de financiamiento en cerca de 30pb, y que el programa de *swaps* de moneda tuvo efectos importantes en las condiciones del mercado monetario local, reduciendo tasas en pesos y dólares, en mayor medida, como era esperado.

A partir de estas experiencias podemos identificar tres elementos que parecen ser claves en la primera respuesta a turbulencias financieras: anticipación, oportunidad y flexibilidad. En lo que respecta a la anticipación, tres aspectos parecen complementarios: el monitoreo, entendido como un constante escrutinio de los mercados financieros en búsqueda de acumulación de vulnerabilidades y potenciales riesgos; la capacidad técnica de evaluar el impacto de potenciales *shocks*, y la implementación de políticas macroprudenciales que contribuyan a la estabilidad financiera. Segundo, cuando las crisis golpean y la respuesta no es oportuna, las confianzas se diluyen. Incluso instituciones financieras saludables pueden verse afectadas por *spillovers* sistémicos. Finalmente, un elemento clave es la flexibilidad. No todas las crisis son iguales, y la respuesta tampoco puede serlo. Las turbulencias financieras de 2008 probaron que a veces se requiere actuar con distintos instrumentos de política –algunos novedosos– simultáneamente.

Con todo, en el mediano plazo, el instrumento de política más relevante es una regulación que permita un flujo de crédito eficiente, pero que al mismo tiempo minimice la acumulación de vulnerabilidades. En la siguiente sección se elabora en mayor detalle la evolución del marco regulatorio para el sector bancario, *visavis* los eventos históricos recién descritos.

<sup>6/</sup> Ver Calani et al. (2011) para una completa cronología de las medidas extraordinarias desplegadas por el Banco Central de Chile entre 2008 y 2010 y evidencia empírica sobre la eficacia de las mismas.



## 4. EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN BANCARIA

Revisar la experiencia pasada es útil para los hacedores de política, ya que permite aprender lecciones para afrontar las turbulencias financieras por venir. La regulación bancaria en Chile ha evolucionado de manera importante, en parte como respuesta a episodios de tensión financiera a lo largo de los años. La crisis financiera de 1982 trajo consigo una modificación profunda de la regulación y supervisión del sistema bancario, plasmada en la ley de bancos de 1986. Más de 30 años después Chile cuenta con una nueva ley de bancos, promulgada en 2019, que mantiene elementos clave de la ley de 1986, pero agrega una mirada prospectiva en línea con los estándares de solvencia bancaria surgidos tras la CFG. En esta sección se hace un recorrido a los cambios regulatorios en la banca, en respuesta a la historia descrita en la sección anterior.

A diferencia de lo que ocurre en varias otras jurisdicciones, donde la fiscalización del sector bancario está incorporada en los bancos centrales, en Chile la SBIF y el BCCh fueron creados en 1925 como entidades separadas. Esta institucionalidad seguía las recomendaciones de la “Misión Kemmerer”<sup>7/</sup> y replicaba la estructura existente en la época en Estados Unidos<sup>8/</sup>. Es así como la actividad bancaria en Chile está regulada de manera conjunta por el Banco Central de Chile y el supervisor bancario. En junio de este año, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) se integró a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), que pasó así a ser el supervisor bancario. Es así como, el marco regulatorio, está compuesto tanto por la Ley General de Bancos y las normas dictadas por la CMF (y antes de junio de 2019, la SBIF), como por las normas dictadas por BCCh de acuerdo a su Ley orgánica. Asimismo, el marco legal establece que parte de las decisiones que toma cada uno de estos organismos deben contar con informe previo del otro para ser implementadas. Con todo, el foco e instrumentos de cada institución son diferentes. Mientras el Banco Central está centrado en la estabilidad desde una perspectiva *macro-financiera*, la CMF está centrada en conductas de mercado, solvencia y estabilidad de los mercados financieros.

### 4.1 LGB de 1986: lecciones de la crisis

La regulación bancaria en Chile ha estado muy marcada durante años por los efectos de la crisis de 1982, lo que ha incidido en las características y nivel de riesgo de la actividad bancaria. Hasta antes de la reciente aprobación de la nueva Ley General de Bancos (LGB), los principales cambios a este cuerpo legal fueron realizados en 1986 y en 1997, los que se explicarán a continuación.

Luego de la crisis de 1982 se desarrolló una respuesta regulatoria que buscó prevenir los problemas sufridos por el sistema financiero chileno. Con esa intención, y con el trabajo conjunto de distintas instituciones —en particular la Subsecretaría de Hacienda, el BCCh, la SBIF y la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)—, se publicaron leyes sobre garantía estatal de los depósitos, banca intervenida, entidades financieras en liquidación y deuda subordinada (Ver Recuadro 4.1)<sup>9/</sup>. Este proceso de reformas culmina con la promulgación de la Ley 18.576, en 1986, que modificó varios aspectos de la LGB.

<sup>7/</sup> El gobierno de la época contrató la asesoría de un grupo de expertos internacionales, dirigidos por Edwin Kemmerer, profesor de Economía de la Universidad de Princeton, para remodelar sus sistemas monetario, bancario y fiscal. Por esos años, asesorías similares fueron prestadas por el mismo grupo a Bolivia, Colombia, Ecuador y Perú (Drake, 2004).

<sup>8/</sup> La Oficina del Controlador de la Moneda (*Office of the Comptroller of the Currency*) se crea en 1863 para regular el sistema bancario, mientras que la Reserva Federal se crea en 1913 como autoridad monetaria para proveer un sistema monetario y financiero más seguro y estable.

<sup>9/</sup> Ley N° 18.203 de 1983, sobre garantía estatal a los depósitos, Ley 18.401 de 1985, sobre banca intervenida, Ley 18.412 de 1985, sobre entidades financieras en liquidación, y Ley 18.401 de 1985 sobre deuda subordinada.

Entre las principales modificaciones se puede mencionar i) Medidas para regularizar la situación de instituciones financieras y liquidación forzosa; ii) Garantía de depósitos y captaciones; iii) Operaciones permitidas a los bancos; iv) Limitaciones y prohibiciones que afectan a los bancos en sus operaciones; v) Información al público; vi) Secreto bancario; vii) Sucursales y filiales de bancos chilenos en el exterior; y viii) Materias varias<sup>10/</sup>. Con todo, dado el contexto en el que se desarrolla esta Ley, sus aspectos más relevantes se relacionan con la liquidación forzosa y quiebra de las empresas bancarias.

Hasta entonces, las instituciones financieras que caían en insolvencia tenían como única alternativa la liquidación forzosa. Para intentar normalizar la situación de estas instituciones, se crearon dos mecanismos alternativos: un aumento obligatorio de capital, y la posibilidad de proponer convenios a plazo a sus acreedores. Además, se perfeccionó el régimen de liquidación forzosa.

Por una parte, antes de las modificaciones, la Ley contemplaba el requerimiento obligatorio de capital sólo para cuando éste se hubiera reducido por debajo del mínimo legal. Evidentemente, en algunos casos este aumento de capital llegaría demasiado tarde. Bajo ciertas condiciones, pueden existir instituciones que requirieran de capital adicional para salir de una situación compleja, antes de llegar a niveles de incumplimiento regulatorio. Por lo anterior, se facultó al Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras para requerir aumentos de capital manera obligatoria, que permitieran continuar el normal funcionamiento de la empresa<sup>11/</sup>. De este modo, se buscaba que los accionistas tuvieran la primera opción para restablecer el normal funcionamiento de la institución. Por otra parte, se permitió que un banco con problemas de solvencia pudiera proponer a sus acreedores a plazo un convenio, y al mismo tiempo continuara recibiendo y pagando depósitos y obligaciones a la vista. Al presentar el convenio, las obligaciones a plazo serían suspendidas mientras los acreedores adoptaran una resolución sobre éste<sup>12/</sup>, y las obligaciones a la vista continuarían siendo pagadas, incluso con recursos del BCCh, si los fondos disponibles fueran insuficientes.

También, se realizaron diversas modificaciones al régimen de liquidación forzosa. Entre estas: i) Agregar a las causales de liquidación, el rechazo de una proposición de convenio con acreedores; ii) Que la resolución que dispone la liquidación forzosa es reclamable ante tribunales; iii) Que se precisen facultades, deberes y responsabilidades del liquidador, y se le fije un período de tres años renovable para cumplir su tarea; iv) Se estableció que primero se deben pagar íntegramente las acreencias a la vista y, de existir recursos, se reembolsará al BCCh los fondos que hubiera proporcionado para ello, mientras que el resto de los acreedores concurrirá sobre los recursos disponibles y en conformidad a las normas generales de prelación de créditos.

En cuanto al sistema de garantías a los depósitos, se realizan modificaciones que establecen la obligación para los bancos de mantener fondos disponibles para pagar siempre sus obligaciones a la vista, los que en caso de ser insuficientes, se complementan con el apoyo financiero del Banco Central de Chile<sup>13/</sup>.

<sup>10/</sup> Un análisis pormenorizado de estos cambios se encuentra en el Informe Técnico que forma parte de la Historia de la Ley N° 18.576.

<sup>11/</sup> El aumento debe tener lugar cuando, deducidas del capital pagado y reservas las pérdidas no provisionadas, los depósitos y obligaciones de la entidad financiera exceden de veinte veces el capital pagado y reservas.

<sup>12/</sup> El convenio es aceptado si cuenta con la aprobación de acreedores que representen la mayoría absoluta del total del pasivo con derecho a voto.

<sup>13/</sup> En rigor, para asegurar el 100% de los depósitos a la vista estos deberían quedar inmovilizados. Sin embargo, se decidió que debían mantenerse en caja o inmovilizados en el Banco Central en la medida que no excedan dos veces el capital pagado y reservas, dejando el resto de los depósitos a la vista y los a plazo sometidos al encaje normal establecido en la LGB, entre otras razones porque una exigencia mayor habría disminuido en demasía los fondos que los bancos pueden destinar a sus colocaciones.





En esta modificación legal se decidió que la garantía estatal no debía hacerse extensiva a los depósitos a plazo, pues estos serían una inversión rentable y por lo tanto deberían correr con los riesgos propios de toda inversión. También se descartó la creación de un sistema de seguro para los depósitos de los bancos, ya que existían dudas respecto a su potencial eficacia y alto costo<sup>14/</sup>. Con todo, dado el riesgo que asumirían los depositantes a plazo, se incorpora la obligación para las instituciones financieras de proporcionar al público información suficiente que les permita apreciar el riesgo de la institución en la que deposita sus recursos<sup>15/</sup>.

Tradicionalmente, la LGB había estipulado que los bancos sólo podrían realizar aquellas actividades que están expresamente consideradas como permitidas. En la modificación a la LGB post crisis en los 80s este principio se mantuvo, pero se modificaron los puntos que, según el Informe Técnico de la Ley, habían ocasionado “problemas”.

La primera modificación relevante se refirió al límite general de inversiones que se realicen en bienes físicos o acciones, estableciendo un máximo de una vez el capital pagado más las reservas. En cambio, se consideró que la adquisición de documentos de renta fija (letras de créditos, bonos, pagarés de largo plazo) cumple una función similar a un crédito, por lo que debe estar sujeta a los límites individuales de inversión y no al margen global de inversiones.

Por otra parte, se suprime la posibilidad para los bancos de realizar *underwriting* de acciones<sup>16/</sup>. El fundamento para ello es que, si la regla general es que los bancos no pueden adquirir acciones, tampoco deberían poder hacerlo a través de ese mecanismo. Se conserva en cambio el *underwriting* para instrumentos de renta fija, pero sujeto a límites individuales de crédito.

En esta Ley también se faculta a los bancos, previa autorización de la SBIF, para participar en sociedades que tengan como único objeto prestar servicios destinados a facilitar el giro bancario de sus afiliados. Esta medida –que tiene incidencia en la estructura de mercado hasta el día de hoy– buscaba abaratar costos en servicios de apoyo, como los de “informática”, cajeros automáticos y transferencias electrónicas a través de sociedades de apoyo al giro.

En relación con las limitaciones y prohibiciones que afectan a los bancos en sus operaciones, se incorporaron varias restricciones vinculadas a los préstamos entre relacionados. Por ejemplo, se desarrolla el concepto de personas vinculadas a la propiedad o administración del banco, creado por la Ley N°18.022, y se fijan límites precisos a los créditos a los que tendrán acceso estas personas<sup>17/</sup>. Asimismo, se establece una prohibición absoluta para que un banco otorgue crédito a sus directores, gerentes, subgerentes u otros apoderados, sus cónyuges, hijos menores y sociedades de que formen parte o tengan participación.

---

<sup>14/</sup> Mensaje de la Ley N°18.576.

<sup>15/</sup> La Superintendencia pasa a tener la obligación de dar a conocer al público, al menos tres veces al año, información acerca de los activos de las instituciones financieras y de su clasificación y evaluación conforme a su grado de recuperabilidad, además de permitirle imponer la obligación a las entidades de entregar información al público.

<sup>16/</sup> Garantía que un banco otorga a la emisión, colocación o servicio de estos instrumentos.

<sup>17/</sup> Así, a cada grupo de personas vinculadas se las considera como una sola persona para los efectos de los márgenes individuales de crédito, y a todas las que tengan el carácter de vinculadas en un mismo banco no se les permite alcanzar en conjunto un monto total de créditos que exceda de una vez el capital pagado y reservas del banco acreedor.

Otra modificación fue establecer que los bancos sólo pueden adquirir los bienes que autoriza la ley, en vez de una lista de exclusiones. Asimismo, se prohíbe que un banco reciba bienes en parte de pago, dado que esta práctica se había prestado para ocultar pérdidas efectivas. De esta manera, el remate judicial es la única instancia en la que es legítimo que los bancos adquieran bienes de sus deudores.

## 4.2 Reforma de 1997: Deuda Subordinada y estándares internacionales

Las circunstancias políticas y económicas en los años 90 fueron muy distintas a las de 1986: el país se encontraba en democracia, la economía se expandía con fuerza y la inflación se reducía significativamente. En paralelo, a nivel internacional, a fines de 1992 se cumplía la fecha tope para que los países del G10 implementaran el Acuerdo de Capital de Basilea (conocido como “Basilea I”)<sup>18/</sup>.

En este contexto, en agosto de 1993 se ingresa al Congreso un Proyecto de Ley en el que se busca permitir que los bancos puedan realizar más actividades, así como implementar las normas de Basilea. Sin embargo, dada la existencia de la deuda subordinada<sup>19/</sup>, las nuevas actividades que pudieran realizar los bancos se darían en condiciones alteradas de competencia y exponían a riesgos al Banco Central<sup>20/</sup>. Por esta razón, ese Proyecto de Ley incorporaba como primer Título un conjunto de modificaciones a la forma de pago de la deuda subordinada.

Luego de casi 2 años de discusión se promulga primero una Ley exclusiva para el tratamiento de la deuda subordinada (Ley N°19.936 de 1995), y posteriormente otra con modificaciones a la LGB (Ley N°19.528 de 1997). Una breve reseña y objetivos de la Ley de deuda subordinada y algunas de las principales modificaciones a la LGB en 1997 se analizan a continuación.

Como se elabora con anterioridad, los problemas del sistema bancario durante la crisis de los ochenta en Chile fueron enfrentados básicamente con tres herramientas: (i) La liquidación de bancos y sociedades financieras insolventes entre los años 1982 y 1986, (ii) Compras de cartera por parte del BCCh durante 1982-1987, y (iii) La capitalización de la banca a partir de 1985 mediante el proceso de “capitalismo popular”. La compra de cartera fue una herramienta de política que el BCCh reservó para aquellas entidades aún solventes, pero que enfrentaban severas dificultades de corto plazo. Estas operaciones fueron las que posteriormente dieron origen a la Obligación Subordinada, como se resume en el Recuadro 4.1. En efecto, la Ley 19.396, promulgada en julio de 1995, tenía como objetivo fundamental apoyar la recuperación financiera del BCCh, y para ello se incluyeron tres nuevas alternativas de pago que facilitaban el pago por parte de aquellos bancos con mayores dificultades.

<sup>18/</sup> El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (CBSB), compuesto entonces por los países del G10 (Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Holanda, Suecia, Suiza, Reino Unido) y Luxemburgo, acordó en julio de 1988 un conjunto de estándares de adecuación de capital de los bancos, el que posteriormente pasa a ser aplicado en prácticamente todos los países con bancos internacionales.

<sup>19/</sup> En esa fecha, la deuda era de aproximadamente USD 3.800 millones, correspondía a 10 bancos, su pago comprometía a aproximadamente un 70% de los excedentes totales de dichas instituciones, y era un pasivo no exigible de plazo indefinido.

<sup>20/</sup> Entre otras: las instituciones con plazos indefinidos de pago no cuentan con incentivos para tener políticas más estrictas de gastos e inversiones; el Banco Central no tiene injerencia en las decisiones de administración de los bancos, si bien en los hechos financia el 70% de los gastos o inversiones de dichas instituciones; y la tasa de interés de la deuda subordinada era inferior a la prevalente en el mercado, lo que otorgaba una ventaja a las instituciones con deuda.



#### RECUADRO 4.1: Funcionamiento del mecanismo de Obligación Subordinada

*La Obligación Subordinada de Banco de Chile tuvo su origen en los programas de compra de cartera por parte del BCCh realizados durante 1982-1987 a raíz de la crisis que enfrentó el país.*

Entre julio de 1982 y febrero de 1984 el BCCh compró cartera a valor par sin transferir recursos líquidos a los bancos. El mecanismo consistía en que el BCCh entregaba a cambio de la cartera de créditos un pagaré a 10 años que se amortizaba en 5% semestralmente. Por su parte, el banco vendedor quedaba obligado a recomprar un 5% de la cartera cada semestre. Posteriormente, entre febrero de 1984 y agosto de 1987, se estableció un mecanismo de compra de cartera que sí consideró la transferencia de recursos líquidos desde el BCCh a los bancos. En este esquema el BCCh compraba cartera por hasta 2,5 veces el capital y reservas de cada entidad –límite que en 1986 se incrementó a 3,5 veces. El BCCh compró estas carteras a valor par, pagando un 60% con recursos líquidos y el 40% restante por medio de letras denominadas en UF. Las obligaciones de recompra por la fracción que el BCCh pagó al contado quedaron denominadas en UF y con una tasa de interés de 5% anual. La obligación de recompra quedó fuera del balance de los bancos obligados y debía pagarse con sus excedentes y las recuperaciones provenientes de la cartera vendida. En términos agregados durante este período, los bancos con los mayores volúmenes de venta de cartera fueron el Banco de Chile y el Banco de Santiago.

En 1989, los bancos que habían vendido cartera mediante los mecanismos anteriores se acogieron a un nuevo convenio ofrecido por el BCCh, según el cual se sustituían las obligaciones de recompra por una “Obligación Subordinada” (OS) denominada en UF y, por la fracción correspondiente a la compra de cartera pagada al contado, con una tasa de interés de 5%. Es decir, la obligación de recompra de cartera se transformó en una deuda con el BCCh. Con este nuevo mecanismo las entidades involucradas pudieron recomprar la cartera a su valor económico y el BCCh mantenía sus derechos sobre los excedentes de los bancos obligados, pero ahora para efectos del pago de la OS.

*En 1995 se estimaba que, de las cinco entidades restantes, solo una sería capaz de pagar su deuda con el BCCh en un plazo definido.*

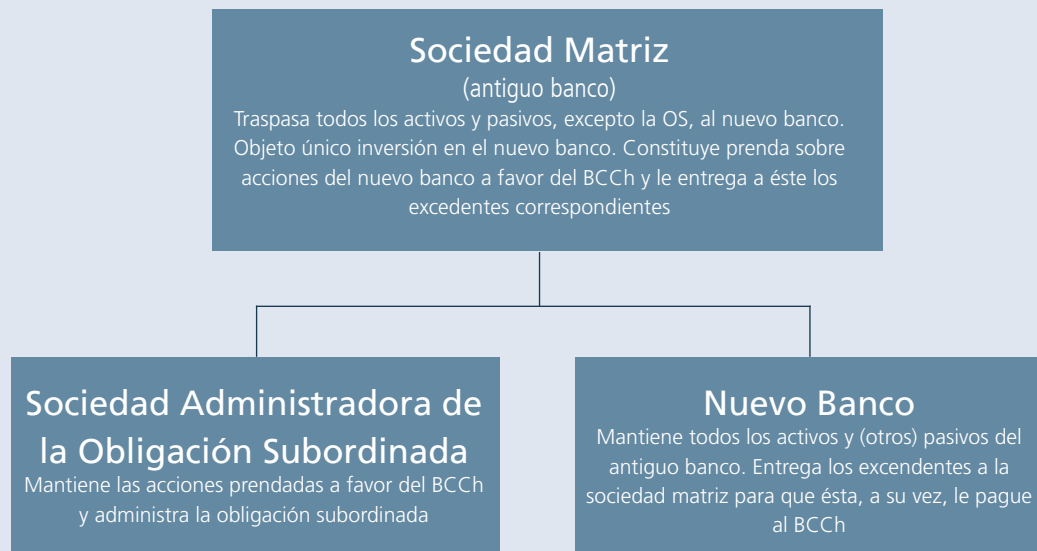
Después de sustituir las obligaciones de recompra por la OS, en 1995 quedaban sólo cinco bancos que aún mantenían una deuda con el BCCh. Considerando el marco legal entonces vigente, las condiciones de mercado del momento y las expectativas de crecimiento de la economía en el largo plazo, se estimaba que solo el Banco de Chile sería capaz de pagar su deuda en un plazo definido. Había consenso en que los demás bancos con OS vigente no presentaban perspectivas económicas que permitieran estimar un horizonte de extinción de la obligación.

Con el objetivo de mejorar la recuperación financiera del BCCh, en julio de 1995 se dictó la Ley 19.396, en la que se incluyeron tres nuevas alternativas de pago, lo que permitió que cuatro bancos saldaran su deuda con el BCCh en el corto plazo. Las dos primeras consistían en mecanismos para vender acciones a cuyos excedentes tenía derecho el BCCh, mediante un programa de licitación de las acciones o una simple dación en pago de las acciones al BCCh, y saldar la deuda con los recursos recaudados a través de la venta de dichas acciones. El banco BHIF optó por un programa de licitación de acciones, mientras que los bancos Internacional,

Concepción y Santiago –éste último después de fusionarse con el Banco O’Higgins–, optaron por la alternativa de dación en pago de las acciones

La tercera alternativa –elegida por el Banco de Chile en 1996– consistió en saldar la obligación mediante una anualidad de 40 cuotas fijas, manteniendo tanto la denominación en UF como la tasa de interés de 5% anual. La “cuota fija” fue calculada en base al saldo de la deuda en 1996 y, para que ésta se extinguiera en cuarenta años, consideró la tasa de interés de 5%. Sin embargo, la “cuota anual”, o monto de pago anual efectivo, fue calculada como la fracción de los excedentes a los cuales el BCCh tiene derecho. En caso que estos dos montos difieran, se estableció una “cuenta de excedentes para déficits futuros”, también con una tasa de 5%. En caso de que esta cuenta acumule un déficit superior o igual al 20% del capital del banco, se gatillaría una liquidación parcial de las acciones prendadas para cubrir dicho déficit. De esta forma, el plazo efectivo de extinción de la OS podía acortarse en caso que la rentabilidad del banco obligado permitiera pagos anuales superiores a la cuota fija.

Para facilitar la implementación de este mecanismo de cuotas anuales, la ley consideró la siguiente estructura societaria: (i) El banco obligado o “antiguo banco” traspasaría todos sus activos y pasivos, excepto por la OS, a un “nuevo banco”; (ii) El antiguo banco se transformaría en “sociedad matriz” del nuevo banco que tendría por objeto único la inversión en acciones del nuevo banco; sería la única entidad sujeta a la OS y debía constituir una prenda sobre las acciones del nuevo banco a cuyos excedentes tiene derecho el BCCh; y (iii) La sociedad matriz podría constituir una “sociedad administradora de la obligación subordinada” filial cuyo objeto exclusivo sería el de administrar y pagar la obligación subordinada<sup>21/</sup>.



Nota: Publicado en Informe de Estabilidad Financiera, Primer Semestre de 2019.

<sup>21/</sup> Fuente: Sanhueza, G. (2001), BCCh (1996). “Aplicación de la Ley 19.396 sobre Obligación Subordinada”.



Previo a esta modificación legal, los bancos tenían que cumplir con una relación entre sus pasivos y su patrimonio propio o su capital o reservas. En particular, su nivel de endeudamiento con el público o con otras entidades no podía exceder de veinte veces su patrimonio propio. Sin embargo, las normas de Basilea establecen una relación entre el nivel de activos y el patrimonio, ponderándose los activos además por su nivel de riesgo. Estos dos elementos quedarían incorporados de manera explícita en la LGB por más de veinte años.

Así, se establece que los activos totales de un banco no podrán exceder de 25 veces su capital básico, y que los activos ponderados por riesgo no podrán exceder de 12,5 veces su patrimonio efectivo, ni 25 veces su capital básico. Se define además qué se entiende por capital pagado y reservas o capital básico, y se establecen las ponderaciones de riesgo de los diversos activos de un banco a partir de una clasificación en la que éstos se ponderan por un porcentaje que va entre 0% para los fondos disponibles en caja o depositados en el BCCh, y 100% para los activos físicos y financieros. Las ponderaciones intermedias son 10, 20 y 75%.

Cabe señalar que, mientras en Chile las normas de Basilea I se incorporaron en la LGB, a nivel internacional el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (CBSB) empezó a trabajar en 1999 en una revisión del marco de adecuación de capital, proceso que culmina en 2004 con la publicación del marco conocido como "Basilea II". Entre otras cosas, este otorgaba a los bancos y supervisores mayores grados de flexibilidad para determinar los requerimientos de capital por riesgo de crédito y operacional. Además, entregaba algún grado de discrecionalidad para la aplicación de los estándares a nivel nacional, de manera de adaptarlos a la realidad de cada mercado. En Chile no se avanzó en cambios legales que incorporaran plenamente las recomendaciones de Basilea II. Si bien esto ha implicado estar atrás respecto a estándares internacionales, la estricta supervisión bancaria y regulaciones, que en algunos casos resultaban más exigentes que las contenidas en estos estándares, permitieron sortear de manera más adecuada las turbulencias financieras como las registradas en la CFG de 2008.

### 4.3 Agenda regulatoria post-crisis internacional y nueva Ley General de Bancos

Tres vertientes confluyen habitualmente en los procesos de actualización regulatoria en Chile, así como en otras jurisdicciones: i) Crisis propias pasadas, ii) Estándares y buenas prácticas internacionales establecidas por crisis en otros países y iii) Cambios en la industria y nuevos riesgos. La recientemente promulgada reforma a la Ley General de Bancos, se caracteriza principalmente por incorporar parte importante de la experiencia y estándares internacionales que han servido de guía a las economías más desarrolladas con posterioridad a la crisis financiera de 2008, a través de la agenda internacional empujada por el G20 vía el *Financial Stability Board* (FSB).

#### *Estándares internacionales tras la Crisis Financiera Global*

En los últimos 10 años, se ha desarrollado una intensa y amplia agenda regulatoria a nivel internacional que se ha centrado en incorporar las principales lecciones que dejó la última crisis financiera. Gran parte de este trabajo ha sido liderado por las mayores economías del mundo y coordinado por organismos o instancias internacionales, como el BIS, el FSB y el G20, mientras que otras han sido desarrolladas de manera individual por distintos países, en algunos casos con efectos extraterritoriales<sup>22/</sup>.

<sup>22/</sup> Recuadro VI.1 IEF 2012.

Se ha reconocido la importancia de la estabilidad financiera y de tener una visión integral del sistema financiero respecto a la evaluación de riesgos, lo que ha permitido lograr varios acuerdos que contribuyen en esa dirección: i) Homogeneización y robustecimiento entre los requerimientos de capital de los bancos y sus posiciones de liquidez; ii) Fortalecimiento del mercado de derivados; iii) Reconocimiento de la importancia de las políticas macro-prudenciales; iv) Desarrollo de estándares para las infraestructuras del mercado financiero; v) Definición de los atributos clave para la resolución de instituciones financieras; vi) Implementación de medidas para supervisar de mejor manera la intermediación financiera no bancaria (*shadow banking*), y vii) Mejor coordinación entre supervisores, especialmente en lo que respecta a bancos globalmente sistémicos.

Así, surge un compromiso internacional para mejorar tanto la cantidad como la calidad del capital bancario, y fortalecer la administración de riesgos de liquidez. Lo anterior se materializa en el Acuerdo de Basilea III, con una mayor presencia de capital accionario como uno de sus elementos centrales. Este nuevo marco incorpora medidas específicas a cada banco, para una mayor resiliencia de las instituciones individuales en escenarios de estrés, y medidas macro-prudenciales para contener riesgos sistémicos.

En relación al fortalecimiento del mercado de derivados, el FSB impulsó el compromiso del G20 para que los contratos de derivados OTC más estandarizados se transen en bolsas o plataformas electrónicas, y sean liquidados a través de entidades de contraparte central, así como establecer que los contratos sean reportados a repositorios de transacciones. Por último, también se acordaron mayores exigencias de capital para los contratos no liquidados en forma centralizada. Este consenso ha sido recogido por las iniciativas globales del BIS e implementado por las reformas en EE.UU. y la Unión Europea, a través de la Ley Dodd-Frank y la regulación EMIR, respectivamente.

La crisis mostró que los marcos de resolución bancaria –y de entidades financieras en general– vigentes en las jurisdicciones más directamente afectadas, no fueron suficientes para contener los problemas financieros individuales, que redundaron en crisis sistémicas, *fire sales* y rescates con fondos públicos. En concreto, se evidenció que había instituciones que eran tan grandes, complejas, imprescindibles e interconectadas que no podían pasar por un proceso de resolución sin generar severas disrupciones al resto del sistema. Además, estos marcos regulatorios no eran apropiados para resolver instituciones con operaciones en varias jurisdicciones ni para coordinar a las autoridades correspondientes de diferentes países en este proceso.

En respuesta a ello, el FSB desarrolló una visión de consenso respecto de los atributos centrales (*“Key Attributes”*) que deben tener los regímenes de resolución efectivos de instituciones financieras. El objetivo es prevenir el problema de riesgo moral que suponen las entidades consideradas *“too big to fail”*, en las que los efectos de la insolvencia de una institución son demasiado elevados y por lo tanto se espera que, en caso de tener problemas financieros graves, sea rescatado por las autoridades.

### ***Una nueva Ley General de Bancos para Chile***

En este contexto, Chile avanzó de manera importante en adoptar estándares internacionales a través de cambios legales promulgados en el año 2019. La nueva LGB introduce modernizaciones en tres dimensiones fundamentales: (1) Institucionalidad de supervisión, (2) Estándares de solvencia bancaria y (3) Administración de situaciones críticas.



En materia de institucionalidad, a partir del 1 de junio de 2019 la supervisión bancaria se integró a la CMF, con el traspaso de las facultades de la ex Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Varias jurisdicciones han realizado procesos similares de integración de los supervisores financieros, a medida que sus sistemas financieros pasan a ser más profundos con entidades cada vez más complejas e interconectadas, en un contexto de mercados financieros cada vez más dinámicos.

En general, los mecanismos de coordinación entre supervisores sectoriales tienen limitaciones y fricciones, lo cual es una de las motivaciones principales para avanzar con este tipo de modelos integrados. El tránsito hacia un modelo de *supervisión integrado* busca facilitar la coordinación de regulación, supervisión y política financiera. La integración busca fortalecer la consistencia regulatoria para actividades similares, a pesar de estar alojadas en entidades de diferente naturaleza jurídica, con lo cual a su vez se reducirían los espacios para arbitrajes regulatorios. Además, la regulación y supervisión bancaria podrán llevarse a cabo por medio de una autoridad con una mirada integral del mercado financiero, y bajo una estructura de gobierno corporativo colegiado.

Cabe destacar que, con esta reforma, se adoptó una integración amplia que incluye los aspectos de supervisión prudencial y conducta de mercado para todas las instituciones financieras reguladas, lo cual representa el desafío adicional de equilibrar la atención en dos focos de naturaleza diferente. Esta estructura, además, sienta las bases para el desarrollo futuro de un marco de regulación y supervisión consolidada aplicable a conglomerados financieros. Con todo, los desafíos que subyacen en el diseño e implementación de esta nueva institucionalidad son de gran magnitud y deberán concentrar la mayor colaboración y esfuerzo de los actores involucrados.

Respecto de la *solventia* de los bancos, ésta queda sujeta a un marco de requerimientos coherente con las orientaciones del Acuerdo de Capital de Basilea III. La adopción en Chile de estos estándares era imprescindible para asegurar la continuidad de la integración con el resto del mundo, así como para contribuir a que el sistema bancario mantenga y consolide la destacada posición de solvencia exhibida durante los últimos años.

Anteriormente, con la legislación anclada al acuerdo de Basilea I, se establecía directamente por ley el detalle del marco de ponderación por riesgo de crédito aplicable a cada tipo de activo bancario. Dicho esquema presentaba dos debilidades que han sido corregidas en la nueva ley. Primero, otros riesgos inherentes a los activos bancarios, como los riesgos de mercado y operacional, no eran incorporados a los requerimientos de capital. En línea con Basilea III la nueva LGB introduce la ponderación de los activos por riesgos de mercado y operacional, adicionalmente a la cobertura de riesgo de crédito. Segundo, dado que el tratamiento histórico del riesgo de crédito estaba completamente prescrito en la ley, no había espacio para que las autoridades pudieran hacer ajustes a medida que los riesgos y prácticas de mercado iban evolucionando. Bajo la nueva ley, la CMF tiene la capacidad para responder mejor a riesgos según la evolución de mercado y modelos de negocio. Asimismo, la CMF puede diseñar un marco claramente delimitado para permitir a los bancos implementar sus propias metodologías para la ponderación por riesgo de sus activos.

Como producto del proceso de supervisión, la Comisión podría establecer hasta un 4% de capital adicional por concepto de Pilar II de acuerdo al riesgo específico según el modelo de negocio de cada banco. La evaluación del supervisor para requerir mayor capital por este concepto puede considerar aspectos como una alta concentración sectorial o exposición a un sector de mayor riesgo, así como la exposición a riesgos de mercado o riesgos operativos. Una de las herramientas que el Supervisor podría utilizar para medir estos riesgos, y definir requerimientos coherentes con éstos, son las pruebas de tensión bancarias.

Al alinearse al marco de Basilea III, la nueva legislación fortalece los requerimientos de capital también respecto a su composición. Si bien se mantiene el nivel mínimo exigido de patrimonio efectivo en un 8% de los activos ponderados por riesgo (APR) –que ahora consideran riesgos de crédito, mercado y operacional–, se reduce el espacio para el uso de bonos subordinados como parte del capital regulatorio, dado que el requisito mínimo de capital *Tier 1* –aquel con mejor capacidad de absorción de pérdidas– aumenta de un 4,5% a un 6% de APR. Para esto se introduce la posibilidad de constituir este 1,5% adicional por medio de acciones preferentes o bonos sin plazo de vencimiento<sup>23/</sup>. Estos nuevos instrumentos, en caso de contingencias objetivas establecidas en sus respectivas condiciones de emisión, pueden ser transformados en acciones ordinarias o caducados. La emisión de este tipo de instrumentos requiere de la aprobación previa de la CMF, la que, además, mediante norma de carácter general, deberá establecer los términos y condiciones que estos instrumentos deberán cumplir.

También en la línea de fortalecer la composición del capital, la nueva LGB incentiva una mayor presencia de capital accionario, incorporando un “*buffer* de conservación” de 2,5% de los APR por sobre el mínimo establecido. Este componente del capital regulatorio deberá constituirse exclusivamente con capital básico. En caso que no se cumpla con esta exigencia, se establecen restricciones al reparto de utilidades.

Asimismo, se adoptan herramientas que apuntan más directamente a fortalecer la estabilidad del sistema financiero, como el tratamiento de entidades de importancia sistémica y requerimientos de capital contracíclicos. Tal como se observó durante la crisis internacional, los problemas de solvencia o liquidez que afectan a grandes entidades financieras pueden tener severas consecuencias para resto del sistema financiero y la economía en su conjunto. Esta situación genera distorsiones en los incentivos de las partes involucradas que tienden a incrementar el riesgo sistémico.

Con el objetivo de que los bancos lleguen a internalizar –al menos en parte– estos costos, la nueva LGB explicitó el concepto de “banco de importancia sistémica”. Estos podrán ser sujetos de requisitos especiales. Para esto, la CMF determinará, mediante norma de carácter general, previo acuerdo favorable del BCCh, los factores y metodología que permitan establecer si un banco o grupo de bancos puede ser calificado de “importancia sistémica”. A su vez, podrá imponer exigencias adicionales de capital básico o reserva técnica y limitaciones más estrictas a los préstamos interbancarios a dichas entidades.

Finalmente, la nueva LGB introduce la principal herramienta macroprudencial de Basilea III, el *buffer* contra-cíclico (CCyB, del inglés *countercyclical capital buffer*). Esta es una exigencia de capital básico adicional, mediante el cual se apunta a mitigar la incubación de riesgos sistémicos. El objetivo del CCyB es internalizar el entorno macrofinanciero en los requerimientos de capital a la banca. Así, las autoridades deberían activar la acumulación del CCyB cuando se juzgue que el crecimiento del crédito agregado es excesivo y pueden estar incubando riesgo sistémico. Para esto es necesario continuar y fortalecer el monitoreo del crecimiento del crédito y otros indicadores de riesgo sistémico. El Comité de Basilea presenta como indicador clave para este tipo de análisis la “brecha del ratio crédito a PIB”, aunque en la práctica se observa –como es de esperar– que las decisiones respecto al CCyB en jurisdicciones referenciales se toman en base a un monitoreo amplio de indicadores respecto a la evolución del crédito y del sistema financiero.

<sup>23/</sup> Alternativamente, este 1,5% adicional puede ser constituido mediante acciones ordinarias o capital básico. En efecto, el marco legal permite que los bancos constituyan la totalidad de su patrimonio efectivo o capital regulatorio mediante capital accionario.





En atención a su naturaleza macroprudencial, el BCCh queda mandado a determinar las condiciones bajo las cuales activará el CCyB, en consideración a la fase del ciclo económico, y previo informe favorable de la CMF. El nivel de capital accionario adicional exigido que fije el BCCh para estos efectos puede ascender hasta el 2,5% de los activos ponderados por riesgo y debería preanunciarse con varios meses de anticipación. Inversamente, cuando el riesgo se disipe o materialice, el *buffer* debería desactivarse, con el objetivo de reducir el riesgo de que la oferta de crédito se vea limitada por los requisitos regulatorios de capital que podrían socavar el desempeño de la economía real y resultar en pérdidas adicionales para el sistema bancario.

Por último, la nueva ley fortalece la administración de *situaciones críticas* al dotar al supervisor de herramientas que le permitirán actuar de manera oportuna ante situaciones de entidades financieras en condiciones de inestabilidad. Las principales innovaciones en esta materia se refieren a: (i) La creación de un nuevo Título XIV donde se establece el “plan de regularización temprana”, cuyo principal objetivo es permitir que un banco en problemas recupere su situación de normalidad sin necesidad de interrumpir sus funciones; (ii) La eliminación de las “propuestas de convenio de acreedores” debido a cuestionamientos respecto a los verdaderos incentivos que puedan tener los agentes involucrados para alcanzar un acuerdo voluntario; (iii) Modificaciones al marco de administración provisional que, con el fin de fortalecer su efectividad de protección del interés público, la nueva ley reconoce de manera explícita que el administrador provisional designado debe anteponer y resguardar los intereses de los depositantes u otros acreedores y, en general, el interés público asociado a la estabilidad financiera.

Contar con las herramientas apropiadas puede hacer la diferencia entre administrar la insolvencia de un banco individual, y una crisis con consecuencias sistémicas. Avanzar en las tres dimensiones mencionadas arriba, busca construir una base fundamental para el desarrollo de una siguiente generación de políticas financieras. En este sentido, por ejemplo, la nueva institucionalidad de supervisión propuesta permitiría estructurar en el futuro un esquema más avanzado de supervisión consolidada. Por su parte, un cuerpo legal menos prescriptivo permitiría incorporar nuevos estándares internacionales de solvencia. Por último, el fortalecimiento de la capacidad del supervisor de administrar situaciones críticas, permitiría en el mediano plazo la implementación gradual de herramientas adicionales más sofisticadas de resolución como las utilizadas en otras jurisdicciones (Ver sección 5).

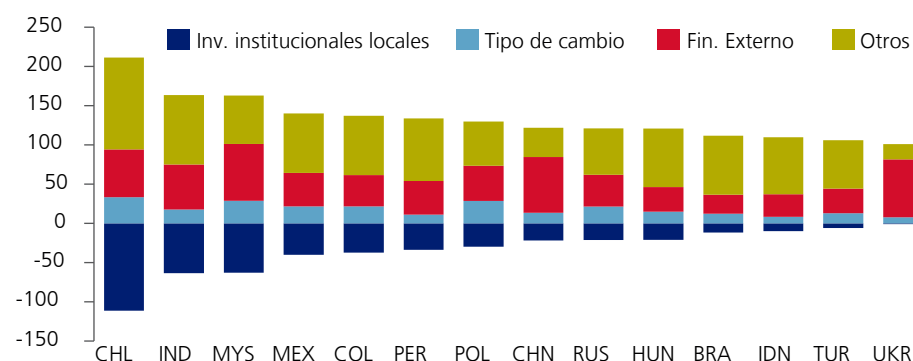
## 5. DESAFÍOS FUTUROS

El sistema financiero chileno ha tenido una notable evolución desde los años 80. A diferencia de lo ocurrido en la crisis de esa década, en los últimos años ha demostrado resiliencia y ha contribuido significativamente al desarrollo de la economía. En el sistema financiero actual tienen una relevancia no observada en el pasado los inversionistas institucionales (administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguro) y los oferentes de crédito no bancarios, y también existen mercados nuevos, como el de derivados. Este conjunto de participantes interactúa de manera compleja con los bancos, contribuyendo a su resiliencia, pero también generando nuevos desafíos para los reguladores.

Gráfico 5.1

**Contribuciones a la volatilidad de tasas soberanas**

(porcentaje)



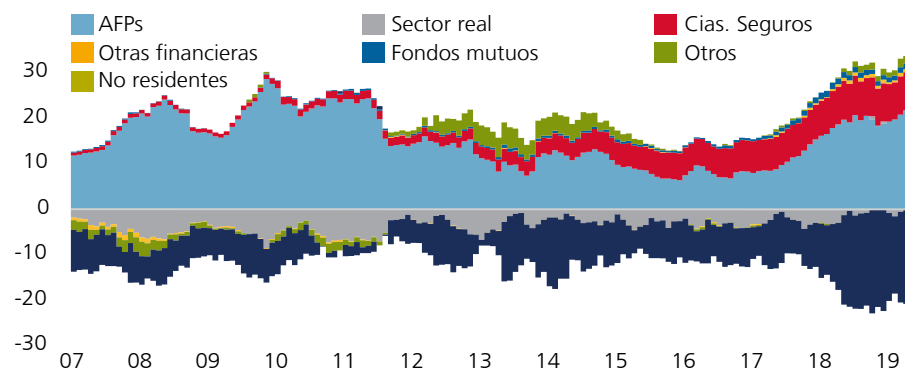
Fuente: Banco Central de Chile en base a Álvarez et al. (2019).

Es así como el sistema financiero puede jugar un rol estabilizador en una economía, o ser catalizador y amplificador de *shocks* –en particular externos- para una economía pequeña y abierta como la chilena. El sistema financiero ha jugado ambos roles en distintos periodos de la historia reciente. Estuvo en el centro de las causas de la crisis financiera de los 80, pero su desarrollo y el de la regulación atingente lo han llevado a jugar un rol de amortiguación de *shocks* externos<sup>24/</sup>. En este sentido, la participación de inversionistas institucionales ha contribuido a una menor volatilidad de tasas soberanas de largo plazo (Gráfico 5.1) como se documenta en Álvarez et al. (2011).

Gráfico 5.2

**Posiciones por contraparte del mercado cambiario formal (moneda nacional contra moneda extranjera) (1)**

(Billones de dólares)



(1) Posiciones expresadas desde la perspectiva de posición neta del sector bancario.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>24/</sup> Ver a modo de ejemplo: Recuadro II.1 IPOM, septiembre de 2018; Recuadro I.1 en IPOM, junio 2018; Recuadro II.1 IPOM marzo de 2018; Minuta adjunta IPOM, diciembre 2013; Recuadro I.1 IEF Segundo Semestre 2014; Recuadro I.1 IEF Primer Semestre de 2012; y Recuadro I.1 IEF Primer Semestre de 2012; entre otros.



De este modo, no es sorprendente que el financiamiento externo para los sectores bancario y corporativo también ha evolucionado en las últimas décadas. La estabilidad macroeconómica bajo un tipo de cambio flexible, junto con los cambios regulatorios, han fomentado el desarrollo del mercado de bonos en el extranjero para las empresas chilenas. Las corporaciones han aprendido a operar en un entorno de tipo de cambio flexible utilizando instrumentos de cobertura de riesgo de tipo de cambio, tanto naturales como los ofrecidos por mercado financiero. Esto, a su vez, también ha sido respaldado por el desarrollo del mercado de derivados, en el que los Fondos de Pensiones han sido contrapartes clave. (Ver gráfico 5.2)

El desarrollo de este mercado ha contribuido, a su vez, a que el régimen de tipo de cambio flexible sea un factor que absorbe parte del impacto de la volatilidad externa sobre el mercado local, contribuyendo a la estabilidad de tasas y disponibilidad de financiamiento de largo plazo. Esto, sin que las fluctuaciones del tipo de cambio se hayan convertido en un foco de vulnerabilidad de importancia sistémica.

Con todo, este desempeño no puede ser materia de complacencia. Por lo cual, pese a los importantes cambios realizados en lo más reciente, si se busca que el sistema financiero chileno continúe siendo un pilar importante de la economía, tanto las autoridades como los participantes de este mercado deberán continuar monitoreando y abordando varios desafíos en el futuro cercano. Algunos de ellos se discuten a continuación.

### ***Implementación de los cambios en la Ley General de Bancos***

Es indudable que el cambio de paradigma en la fiscalización de entidades financieras que supone la CMF, al pasar de un esquema de supervisores por silos a uno integrado, es un desafío muy importante. Aún más, a partir del 1 de junio de 2019, fecha en que se fusionaron la SBIF con la CMF, el regulador tiene 18 meses para emitir diversas normas que, en definitiva, implementarán los estándares de Basilea III en la regulación doméstica. En particular en este período se deberán emitir las normas sobre metodologías estandarizadas para determinar la ponderación por riesgo de los activos, así como sobre requisitos para la utilización e implementación de metodologías propias de ponderación. También se deberán establecer los factores y metodología que permitan establecer si un banco o grupo de bancos puede ser calificado de importancia sistémica, y emitir la resolución correspondiente con la calificación de los bancos considerados sistémicos e imposición de exigencias patrimoniales y de exposición de crédito para ellos. A esto se suma la normativa sobre requisitos generales de emisión de instrumentos híbridos. En todos los casos se deberá requerir informe previo al Banco Central, el que a su vez solicitará informe previo de la CMF para la determinación de la metodología que se establezca para la activación y desactivación del capital contracíclico.

### ***Resolución de entidades financieras***

Dado que no ha existido la necesidad de ejercer las facultades contenidas en la LGB, la administración de una situación de crisis es un desafío importante, en particular considerando la relevancia de nuevos participantes y las interconexiones que existen entre ellos.

Si bien en las modificaciones realizadas a la LGB se perfeccionaron las atribuciones del supervisor para enfrentar situaciones críticas, los cambios apuntaron a fortalecer las medidas de intervención temprana y se establecieron protocolos explícitos para regularizar la solvencia de un banco en problemas. Sin embargo, estas medidas no incorporan herramientas de resolución más avanzadas

como las consideradas buenas prácticas a nivel internacional en esta materia<sup>25/</sup>. Al respecto, no se cuenta con la posibilidad de transferir activos y ciertos pasivos (como laborales y depósitos) de un banco en problemas a un vehículo especialmente creado y administrado por la entidad a cargo de la resolución<sup>26/</sup>. A esto se suma el que no existe un fondo directamente establecido para ser utilizado dentro de un esquema de resolución, ni el Banco Central tiene la facultad de aportar en los procesos que lo requieran. En el marco actual existe una garantía del 100% para obligaciones a la vista provista por el BCCh, y limitada para depósitos a plazo de personas naturales provista por el Estado. Por lo tanto, si bien hay garantías, no existe una institución responsable de la cobertura de los depósitos a través del cobro de una prima a las entidades financieras cubiertas, bajo una lógica de seguros<sup>27/</sup>. Adicionalmente, existe espacio de mejora en el planteamiento de procedimientos claros para la resolución de infraestructuras de los mercados financieros, de compañías de seguro y cooperativas de ahorro y crédito.

### ***Mercado de derivados***

Contar con un mercado de derivados desarrollado es muy importante en una economía con tipo de cambio flexible. La evidencia disponible indica que en Chile el uso de derivados cambiarios es importante en empresas grandes y que los descalses a nivel agregado son acotados, en particular en la última década (Espinosa et al., 2017; Fernández et al., 2019; Albagli et al., 2019). Sin embargo, se observa que puede existir mayor vulnerabilidad frente a fluctuaciones del tipo de cambio para el caso de empresas más pequeñas (Alfaro et al., 2019). Las razones detrás de esta heterogeneidad en el uso de derivados cambiarios pueden ir desde menor sofisticación financiera, poca información o altos costos de uso de instrumentos. Por otra parte, pese al tamaño del mercado de derivados, la participación de operaciones transfronterizas es baja en términos internacionales. Al mismo tiempo, algunos indicadores (i.e. *spread bid-ask*) sugieren que los precios serían más elevados que en otros países.

### ***Creciente importancia de inversionistas institucionales***

Los inversionistas institucionales son actores de gran importancia en el sistema financiero y, por lo tanto, también se ha avanzado en la regulación prudencial de los mismos. Se monitorea permanentemente su evolución y se están desarrollando herramientas para comprender mejor cómo la interconexión de los distintos tipos de actores puede potencialmente mitigar o exacerbar determinados eventos de riesgo. Un paso importante en esta dirección es la adopción de un enfoque de supervisión basada en riesgo, tanto para Administradores de Fondos de Pensiones como Compañías de Seguro, entre otros. En el caso de las Compañías de Seguro, en particular, los requerimientos de capital según su nivel de exposición a riesgos estarían en línea con aumentar la resiliencia del sector.

### ***Regulación de oferentes de crédito no bancario***

Los oferentes de crédito no bancario son una fuente de financiamiento relevante para empresas y hogares, especialmente en segmentos menos bancarizados. De hecho, de acuerdo a la Encuesta Financiera de Hogares de 2017, del 50% de la población de menores ingresos, más de un tercio tiene deuda con una entidad no bancaria, en tanto, sólo un 16% mantiene deuda con un banco. Estos oferentes de crédito permiten acceder a financiamiento a hogares que de otro modo

<sup>25/</sup> Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, Financial Stability Board (Octubre de 2014).

<sup>26/</sup> Informe del grupo de trabajo para el análisis de una nueva Ley General de Bancos (Santiago-Chile, Noviembre 2015)

<sup>27/</sup> "Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems" FSB (Junio de 2009)



probablemente no lo harían. Con todo, su operación también conlleva riesgos en la medida en que su cartera no sea adecuadamente regulada y supervisada. Uno de los temas que ha sido destacado en recientes Informes de Estabilidad Financiera es la ausencia de un registro consolidado de deuda que permita una adecuada gestión de riesgo por parte de estos actores y a su vez, contribuya a mejores condiciones de acceso a este tipo de productos.

### *Fintech y Ciberseguridad*

La innovación de servicios financieros facilitados por la tecnología es una realidad de la que los bancos centrales no pueden abstraerse. Esta ola de innovación conlleva beneficios y riesgos. Por un lado, presenta oportunidades de inclusión financiera para grupos de personas que han estado al margen de la bancarización formal. Asimismo, presenta oportunidades en la creación de información útil para la eficiente asignación de crédito, facilitando así la evaluación de riesgo. Sin embargo, también existen desafíos inherentes a este tipo de innovación, en especial para la banca central. En particular, las Fintech pueden cambiar el canal de transmisión de la política monetaria y la administración de liquidez del sistema financiero. Una apropiada regulación debiera abordar estos temas de modo integral e informado, de modo de contener los potenciales riesgos sin impedir la innovación misma (Furche et al., 2017).

Si bien los temas de innovación tecnológica requieren un nuevo marco legal amplio, el Banco Central está abordando este tema dentro sus facultades a través de la creación de un Observatorio Tecnológico (OT), e iniciativas tanto respecto al uso de tecnologías para sus propias funciones, como también en términos regulatorios. El OT tiene como objetivos centrales generar conocimiento, coordinar acciones al interior del BCCh y establecer redes a nivel local e internacional que permitan conocer de desarrollos, estándares internacionales e iniciativas regulatorias. Los temas en los cuales se está avanzando incluyen pagos digitales, moneda digital de bancos centrales (Central Bank Digital Currencies – CBDC), criptoactivos, tecnología de registros distribuidos (Distributed Ledger Technology – DLT) y Big Data.

La ciberseguridad es parte de estos focos de atención, en un contexto en que los ataques cibernéticos son un riesgo que ha adquirido mayor relevancia en los últimos años. El resguardo de la ciberseguridad es un desafío de primer orden para los reguladores y para los regulados, tan prioritario como los que se han expuesto en las secciones previas de este documento. En materia de ciberseguridad, el BCCh tiene un doble rol. Por una parte, gestiona directamente procesos críticos para el sistema financiero, como el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), pero además administra sus reservas y maneja gran cantidad de información sensible de empresas y personas. Por otra parte, en virtud de su mandato legal, de velar por el normal funcionamiento de los pagos, el Banco tiene una preocupación permanente por la estabilidad del sistema financiero y, por lo tanto, advierte riesgos al mercado y promueve la adopción de resguardos o mitigadores, especialmente en las áreas sobre las que no tiene atribución directa.

Si bien no todo ciberataque implica inestabilidad financiera, su impacto dependerá crucialmente del número y tamaño de las instituciones afectadas y de su capacidad de respuesta para recuperar sus operaciones en condiciones de normalidad. En este sentido, teniendo presente que la ciberseguridad no es relevante sólo para el sector financiero, en lo más reciente se ha anunciado el envío de proyectos de ley para abordar esta materia. Esto se complementa con el potencial que significa incorporar la ciberseguridad como determinante de los riesgos operativos que la implementación de Basilea III considera para definir los activos ponderados por riesgo del sector bancario, y que pueden incidir en requerimientos asociados al Pilar II.

## 6. REFLEXIONES FINALES

Un sistema financiero más profundo y de mayor alcance contribuye a la estabilidad financiera contra los eventos disruptivos externos, y a la mayor inclusión económica, inclusión financiera y bienestar en general. De esta forma, el desarrollo financiero ha sido importante no solo para las personas y las empresas, sino que también para el país en su conjunto. La adecuada regulación permite el desarrollo sano de este sector y el cumplimiento de un rol importante en la economía.

Las crisis financieras son abruptas, costosas y prolongadas, y la crisis financiera chilena de principios de los ochenta no fue la excepción. Esa crisis se cita a menudo como una de las más disruptivas de la historia moderna y sus secuelas finalizan casi 40 años después, con el último pago por concepto de la Deuda Subordinada al BCCh. Este hito marca el final de la crisis financiera chilena de 1981-83 y motiva la mirada en retrospectiva del presente documento.

Muchas veces se menciona en la discusión de políticas públicas la importancia de no desaprovechar una crisis. Esto puede parecer un consuelo o un gesto de voluntarismo en un momento difícil. No obstante, la experiencia del desarrollo financiero en Chile en los últimos 40 años es un ejemplo práctico de la validez de este planteamiento.

La crisis financiera chilena de los 80 no solo motivó una radical revisión de la regulación bancaria, sino que también dejó valiosas lecciones para el futuro. La prevención de episodios de tensión es una tarea que requiere de constante monitoreo y detección temprana de potenciales fuentes de riesgo y vulnerabilidades. Aún más, los elementos de novedad que son inherentes a cada crisis hacen que no sea suficiente enmarcar el análisis a los elementos que gatillaron la crisis anterior, sino que el monitoreo y análisis de vulnerabilidades se extienda a nuevas variables y desarrollos. A nivel institucional, este monitoreo también requiere de un conjunto amplio de instituciones locales, así como de una mirada constante a fenómenos a nivel global.

Con la promulgación en 2019 de la nueva Ley General de Bancos, se inicia una nueva fase de modernización de la regulación en base a estándares internacionales en materia de supervisión y regulación, surgidos de la crisis financiera global. Esta nueva Ley moderniza y enfrenta retos que la regulación de 1986 tenía pendientes, pero al mismo tiempo rescata y preserva varios elementos de su antecesora.

Esta legislación se aplica sobre un sistema financiero muy distinto del de la década del 80. El marco de regulación y supervisión del sistema han contribuido a la resiliencia del sistema en episodios de tensión recientes, y la nueva LGB da un paso adicional en esta dirección. El sistema financiero hoy tiene un nivel de profundidad significativamente mayor, incluyendo la participación de inversionistas institucionales e infraestructuras de mercado fundamentales para su adecuado funcionamiento. La Nueva Ley General de Bancos establece requerimientos de capital que permiten mitigar mejor potenciales riesgos e incorpora medidas de intervención temprana para enfrentar situaciones de bancos en problemas o al borde de la insolvencia.

Si bien se ha avanzado significativamente, aún existen algunos desafíos que debemos abordar para tener un sistema financiero aún más sólido. En particular, para el sistema bancario dos tareas parecen más urgentes que otras, a saber, la *resolución de instituciones financieras* y un *seguro de depósitos*. A esto se suma el desafío de implementar la nueva institucionalidad con un supervisor



integrado, lo que a su vez contribuirá a avanzar en una amplia agenda que va más allá del sector bancario. Entre los temas pendientes, se encuentran la regulación y supervisión de conglomerados financieros, de oferentes de crédito no bancarios y de empresas innovaciones tecnológicas en el sector financiero (*Fintech*). Este nuevo supervisor integrado y el Banco Central de Chile comparten, bajo la nueva ley, tareas que buscan dotar a Chile de un sistema financiero más resiliente y robusto, siendo de seguro estos desafíos parte del debate en los años venideros.

## REFERENCIAS

Albagli, Elías, Mauricio Calani, Metodij Hadzi-Vaskov, Mario Marcel y Luca Ricci (2019). "Comfort in Floating: Taking stock of twenty years of freely-floating exchange rate in Chile ," prepared for the XXIII Annual Conference of the Central Bank of Chile "Independence, Credibility, and Communication of Central Banking", Santiago, Chile.

Alfaro, Laura, Mauricio Calani y Liliana Varela (2019). "Currency Hedging in Emerging Markets: Managing Cash Flow Exposure", mimeo.

Álvarez, Nicolás, Antonio Fernandois y Andrés Sagner (2019). "Rol de Inversionistas Institucionales Domésticos Sobre la Volatilidad de Tasas Soberanas de Economías Emergentes," Notas de Investigación, Economía Chilena, Vol. 22, No. 1.

Akcigit, Ufuk, Salome Baslandze y Francesca Lotti (2018). "Connecting to Power: Political Connections, Innovation, and Firm Dynamics", NBER Working Paper #25136, National Bureau of Economic Research.

Agosin, Manuel, Gustavo Crespi y Leonardo Letelier (1999). "Explanations for the Increase in Saving in Chile", en C. Reinhart (ed.), *Accounting for Saving – Financial Liberalization, Capital Flows and Growth in Latin America and Europe*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.

Allen, Franklin y Elena Carletti (2011). "The Global Financial Crisis" *Monetary Policy under Financial Turbulence*, (eds.) Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia, Central Bank of Chile.

Areta, Carlos, Mark Carey, Ricardo Correa y Jason D. Kotter , J., (2009). "Revenge of the Steamroller: ABCP as a Window on Risk Choices", mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

Banco Central de Chile (1996). "Aplicación de la Ley 19.396 sobre Obligación Subordinada" mimeo, Banco Central de Chile.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine (2000). "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review*, 14, 597–605.

Benhabib, Jess y Mark M. Spiegel (2000). "The role of Financial Development in Growth and Investment," *Journal of Economic Growth*, Issue 4, Volume 5, pp. 341-360.

Bleaney, Michael F. (1996). "Macroeconomic stability, investment and growth in developing countries" *Journal of Development Economics*, Issue 2, Volume 48, pp. 461–477.





Blustein, Paul (2001) "The Chastening: the crisis that rocked the global financial system and humbled the IMF". Editorial Public Affairs, EE.UU.

Boz, Emine y Enrique Mendoza (2014). "Financial Innovation, the Discovery of Risk and the U.S. Credit Crisis" *Journal of Monetary Economics*, March 2014, lead article.

Calani, Mauricio, Kevin Cowan y Pablo García S. (2011). "Inflation Targeting in Financially Stable Economies: Has it been Flexible Enough?" en *Monetary Policy under Financial Turbulence* (eds.) Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia, Central Bank of Chile.

Caprio, Gerard y Daniela Klingebiel (1996). "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?," Annual World Bank Conference on Development Economics, pp. 79–104.

Céspedes, Luis Felipe, Roberto Chang y Diego Saravia (2011) Céspedes, Luis F., Roberto Chang, y Diego Saravia (2011). "Monetary Policy under Financial Turbulence: An Overview" *Monetary Policy under Financial Turbulence*, (eds.) Luis Felipe Céspedes, Roberto Chang y Diego Saravia, Banco Central de Chile.

Céspedes, Luis F., Ilan Goldfajn, Phil Lowe y Rodrigo O. Valdés (2006). "Policy Responses to External Shocks: The Experiences of Australia, Brazil, and Chile" *External Vulnerability and Preventive Policies*, (eds.) Ricardo J. Caballero, César Calderón y Luis Felipe Céspedes, Banco Central de Chile.

Cihák, Martin, Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen and Ross Levine. "Benchmarking Financial Development around the World", World Bank Policy Research Working Paper 6175, August 2012.

Claessens, Stijn, Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan y Luc Laeven (2010). "Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis", *Economic Policy*, Issue 62, Volume 25, pp. 267–293.

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones (2009). "What happens during recessions, crunches and busts?" *Economic Policy*, Issue 60, Volume 24, pp. 653–700.

Cole, Harold L., Jeremy Greenwood y Juan M. Sanchez (2016). "Why Doesn't Technology Flow from Rich to Poor Countries?" *Econometrica*, Vol. 84, No. 4, pp. 1477–1521.

Covitz, D., Liang, N. & Suárez, G. (2009). "The Evolution of a Financial Crisis: Runs in the Asset-Backed Commercial Paper Market", mimeo Board of Governors of the Federal Reserve System, Working Paper, 36.

Dang, Tri Vi, Gary Gorton, Bengt Holmström y Guillermo Ordóñez (2017). "Banks as Secret Keepers." *American Economic Review*, Vol. 107, No. 4, pp. 1005–29.

De Gregorio, José (1992). "Economic growth in Latin America", *Journal of Development Economics*, Issue 1, Volume 39, pp. 59–84.

Diamond, Douglas W. y Raghuram Rajan. 2010. "Fear of Fire Sales and the Credit Freeze." Working paper 305. Basel: Bank for International Settlements.

Diamond, Douglas W. (1984). "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *The Review of Economic Studies*, Issue 3, Volume 51, pp. 393-414.

Diamond, Douglas W. y Philip H. Dybvig (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Number 3, Volume 91, pp. 401-419.

Díaz, José, Rolf Luders, y Gert Wagner (2016), *Chile 1810-2010. La República en Cifras. Historical Statistics*, Ediciones UC, Santiago.

Drake, Paul W. (2004). "La misión Kemmerer a Chile: consejeros norteamericanos, estabilización y endeudamiento, 1925-1932". *Revista de Estudios Históricos*, Volumen 1, N°1.

Espinosa, Cristian y Jorge Fernández (2015). "Comparación Histórica de Resultados en el Sector Corporativo en Chile". *Economía Chilena*, Vol. 18, No. 1.

Espinosa, Cristián, Jorge Fernández y Francisco Vásquez (2017). "Ejercicio de tensión de empresas: una aplicación al sector corporativo no financiero chileno". *Notas de Investigación, Economía Chilena*, Vol. 20, No. 2.

Fernández, Jorge, Pedro Roje y Francisco Vásquez (2017). "Caracterización de la Deuda de Empresas No Bancarias en Chile". *Estudios Económicos Estadísticos* N°121, Banco Central de Chile.

Fernández, Jorge, María Valencia y Francisco Vásquez (2019). "Descalce Cambiario del Sector Corporativo No Financiero chileno y su efecto en resultados". *Notas de Investigación, Economía Chilena*, Vol. 22, No. 1.

Filippi, Pablo, José Román y José Miguel Villena (2017). "Balance del Banco Central de Chile, 1926 a 2015," *Estudios Económicos Estadísticos*, No.124, Banco Central de Chile.

Frankel, Jeffrey (2013). "A Solution to Fiscal Procyclicality: The Structural Budget Institutions Pioneered by Chile", *Fiscal Policy and Macroeconomic Performance*, (eds.) L. F. Céspedes y J. Galí, Banco Central de Chile.

Furche, Pablo, Carlos Madeira, Mario Marcel y Carlos Medel (2017). "Fintech y el Futuro de la Banca Central" Documento de Política Económica No. 63. Banco Central de Chile.

Gale, Douglas y Martin Hellwig (1985). "Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem," *The Review of Economic Studies*, Issue 4, Volume 52, pp. 647-663.

Gorton, Gary B. y Andrew Metrick (2009). "Haircuts", NBER Working Paper, No. 15273.

Gorton, Gary y George Pennacchi (1990). "Financial Intermediaries and Liquidity Creation." *The Journal of Finance*, Issue 1, Volume 45, pp. 49-71.

Greenwood, Jeremy y Boyan Jovanovic (1990). "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income," *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 5, pp. 1076-1107.



Held, Gunther y Luis Felipe Jiménez (1999). "Liberalización financiera, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999," Cepal.

Holmström, Bengt y Jean Tirole (1998). "Private and Public Supply of Liquidity," *Journal of Political Economy*, Volume 106, no. 1, pp. 1-40.

King, Robert G. y Ross Levine (1993). "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *The Quarterly Journal of Economics*, Issue 3, Volume 108, pp. 717-737.

Levine, Ross (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Volume 35, no. 2, pp. 688-726.

Marcel, Mario (2013). "The Structural Balance Rule in Chile: Ten Years, Ten Lessons". Discussion Paper 289, Inter-American Development Bank.

Marshall, Enrique (2009). "La crisis financiera chilena de los años ochenta", presentación Banco Central de Chile.

Martínez Juan F., José M. Matus y Daniel Oda (2018). "Taxonomy of Chilean Financial Fragility Periods from 1975 to 2017," Documento de Trabajo del Banco Central de Chile, No. 822, Santiago, Chile.

Matus, José Miguel (1995). "Liquidación y Saneamiento del Sistema Financiero Chileno a Raíz de la Crisis Económica de 1982" *Monetaria*, Volumen 18, No. 2, pp. 105-125.

Radelet, Steven, Jeffrey D. Sachs, Richard N. Cooper y Barry P. Bosworth (1998). "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects." *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1-90.

Rajan, Raghuram (2010). *Fault Lines*, Princeton University Press.

Rajan, Raghuram y Luigi Zingales (1998). "Financial Dependence and Growth" *American Economic Review*, June.

Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff (2009). "The Aftermath of Financial Crises", *American Economic Review*, no. 2, Volume 99, pp. 466-72.

Sanhueza, Gonzalo I. (2001). "Chilean Banking Crisis of the 1980s: Solutions and Estimation of the Cost", Documento de Trabajo del Banco Central de Chile, N° 104, Santiago, Chile.

Sirimeetham, Vitcharin y Jonathan R. W. Temple (2009). "Macroeconomic Stability and the Distribution of Growth Rates", *The World Bank Economic Review*, Issue 3, Volume 23, pp. 443-479.

Superintendencia de Pensiones (2008). "Chile 2008: Una Reforma Previsional de Segunda Generación", S. Berstein, P. Castañeda, E. Fajnzylber y G. Reyes editores. Santiago, Chile.

The World Bank (2008). "The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development", Washington DC.

