

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2020



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2020



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. TENDENCIAS DE MERCADOS FINANCIEROS Y EVENTOS EXTERNOS	13
II. USUARIOS DE CRÉDITO	21
III. OFERENTES DE CRÉDITO	47
IV. POLÍTICA MACROPRUDENCIAL: EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y DESARROLLO EN CHILE	59
V. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA	77
RECUADROS	
FLUJOS DE CAPITALES Y RESILIENCIA EXTERNA	25
CUENTAS POR PAGAR COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO DE LAS EMPRESAS Y SU EVOLUCIÓN RECIENTE EN CHILES	43
FACILIDAD DE CRÉDITO CONDICIONAL AL INCREMENTO DE LAS COLOCACIONES	56
MARCO DE DESARROLLO Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE	73
REGULACIÓN DE ASESORES PREVISIONALES Y ESTABILIDAD FINANCIERA	93
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	97
GLOSARIO ABREVIACIONES	99

*/ El cierre estadístico del Informe fue el 29 de abril de 2020.

PREFACIO

Conforme a lo establecido en su Ley Orgánica Constitucional, al Banco Central de Chile le corresponde “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. Para realizar estas últimas labores, el Banco Central de Chile cuenta con diversas atribuciones legales, tales como otorgar créditos de urgencia y determinar la regulación en materias del sistema financiero y en operaciones de cambios internacionales.

La atención del Banco Central de Chile en lo referente a la estabilidad financiera está centrada principalmente en el adecuado funcionamiento del sistema y el acceso de la economía chilena a los mercados financieros internacionales. En este contexto, se considera que existe estabilidad financiera cuando el sistema financiero cumple con realizar sus funciones con normalidad o sin interrupciones relevantes, aún frente a situaciones temporales adversas. El seguimiento efectuado por el Banco Central de Chile a la estabilidad financiera es complementario al que realizan los supervisores especializados, siendo un elemento de análisis independiente respecto de las atribuciones y funciones que les corresponde ejercer a estos en relación con las entidades sujetas a su fiscalización.

El propósito del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) consiste en dar a conocer, en forma semestral, los sucesos macroeconómicos y financieros recientes que podrían incidir en la estabilidad financiera de la economía chilena, tales como la evolución del endeudamiento de los principales usuarios de crédito, el desempeño del mercado de capitales, y la capacidad del sistema financiero y de la posición financiera internacional de adaptarse adecuadamente a situaciones económicas adversas. Junto con lo anterior, en el IEF se presentan las políticas y medidas que propenden al normal funcionamiento del sistema de pagos internos y externos, con el objeto de promover el conocimiento y el debate público respecto de las actuaciones del Banco Central de Chile en el cumplimiento de dicha función.

El Consejo

RESUMEN

Desde marzo, el sistema financiero chileno ha enfrentado eventos de tensión de inusual magnitud asociados a la emergencia sanitaria global. En el sector financiero se ha observado alta volatilidad, pero no han ocurrido eventos de disrupción financiera importantes, en parte, gracias a la implementación de medidas excepcionales de liquidez. Así, desde el IEF previo se han materializado riesgos analizados en ediciones anteriores de este Informe y se ha elevado la probabilidad de ocurrencia de otros asociados. Esta es, en consecuencia, una coyuntura que pone a prueba los mecanismos de mitigación de shocks externos, las holguras acumuladas a través de los años, la resiliencia de las instituciones y la profundidad de los mercados financieros. Asimismo, demanda especial eficacia y coordinación de las políticas públicas.

Desde marzo, la actividad económica global se ha deteriorado de forma drástica producto de la pandemia del Covid-19. El avance en la propagación global del virus ha requerido medidas de distanciamiento social, que generaron la paralización repentina de actividades en diversos sectores económicos. Esto ha reducido de manera importante los ingresos de personas y empresas, generando serios problemas de flujo de caja que podrían afectar el cumplimiento de las obligaciones financieras, incluso de agentes plenamente solventes en una perspectiva de mediano plazo. Estos eventos, cuya duración es incierta, han afectado las decisiones de agentes financieros, quienes han disminuido su apetito por riesgo y re-balanceado sus portafolios de manera abrupta. Las expectativas de crecimiento para 2020 se deterioraron significativamente respecto de lo esperado a fines de 2019, anticipando una profunda recesión para este año. No obstante, dado su origen en un fenómeno epidemiológico, se espera que este sea un shock transitorio. Con ello, se anticipa que la actividad económica muestre signos de recuperación hacia fines de este año, respondiendo en parte a las medidas excepcionales que han implementado autoridades monetarias y fiscales alrededor del mundo. Entre éstas, se encuentran: significativas rebajas en las tasas de política monetaria, mayor provisión de liquidez al sistema financiero, paquetes fiscales e incentivos al crédito en apoyo a hogares y empresas, entre otras. Sin embargo, no es posible descartar un impacto económico más profundo y duradero que lo anticipado. En particular, podrían verse más afectados los países donde los espacios de política son limitados, o donde existen debilidades subyacentes que puedan amplificar el shock. Lo anterior, se suma a la incertidumbre respecto de la evolución futura de la pandemia.



El menor apetito por riesgo global se ha reflejado en importantes ajustes de distintos precios de activos. Desde febrero, los mercados bursátiles han presentado pérdidas y mayor volatilidad. Es así como el VIX llegó a superar los 80 puntos, el nivel más alto desde la crisis financiera global. Las tasas soberanas de economías avanzadas continuaron disminuyendo, mientras que las de mercados emergentes presentaron alzas pronunciadas en marzo, acumulando aumentos en torno a los 50 puntos base (pb), desde el último Informe. En tanto, las primas por riesgo soberano y los *spreads* corporativos se incrementaron cerca de 130pb y 100pb, respectivamente en igual lapso. Las materias primas perdieron valor: el cobre cayó 10% mientras que el petróleo (Brent) lo hizo en 60%, potenciado por el conflicto entre los principales productores. Lo anterior, sumado al alto endeudamiento externo de algunas de estas economías, aumenta los desafíos de la actual crisis económica. Los estímulos fiscales y monetarios en los países avanzados en respuesta a los eventos han sido mayores a los registrados durante la crisis financiera global, lo que ha contribuido a atenuar el deterioro en los mercados financieros. Así, durante las últimas semanas han revertido parte de las pérdidas registradas durante marzo.

Las condiciones financieras locales mostraron un deterioro desde el IEF anterior, exacerbado por ajustes de inversionistas institucionales, que balancearon sus portafolios hacia activos más líquidos. Tal como se ha observado en otras economías, los *spreads* de bonos corporativos y bancarios en Chile aumentaron significativamente, con un incremento que fue más pronunciado para los de menor calidad crediticia. Esto se explicó por una mayor necesidad de liquidez de los agentes, lo que implicó una caída en el patrimonio de fondos mutuos (FM) tipo 3 y un aumento en el patrimonio del FM tipo 1, el cual superó los US\$22 mil millones. Esto se suma a los rescates de FM tipo 3 en el punto más álgido de las protestas sociales, buena parte de los cuales salieron del sistema de fondos mutuos. Por su parte, los fondos de pensiones han realizado movimientos importantes en su cartera de inversiones como producto de cambios más frecuentes y masivos entre multi-fondos por parte de sus afiliados. Finalmente, inversionistas no residentes —a diferencia de lo ocurrido en octubre— redujeron su participación en bonos soberanos, desde 20% en diciembre a 18% del stock disponible en febrero de este año.

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, implementaron un conjunto inédito de medidas, con el objeto de mitigar el impacto económico de la emergencia sanitaria. Dado que los mercados financieros locales, mostraban algo de menor liquidez desde octubre de 2019, el BCCh implementó —desde esa fecha— una serie de medidas tanto en pesos como en dólares tendientes a inyectar recursos, las que luego se fueron ajustando al nuevo escenario. Es así como desde marzo se extendieron los programas de venta de dólares, de FX swap y de REPO, a lo que se sumó un programa de recompra de títulos de deuda del BCCh y la suspensión temporal del programa de emisiones de PDBC. Las nuevas medidas que se han agregado desde marzo buscan facilitar que hogares y empresas puedan hacer frente a la crisis, así como otorgar flexibilidad a las instituciones financieras para acomodar sus impactos. En el ámbito regulatorio, el BCCh relajó sus normas de liquidez mientras que la CMF ajustó la normativa de provisiones por reprogramaciones de deudores vigentes con objeto de facilitar

la postergación del pago de cuotas bancarias. Por su parte, el Ministerio de Hacienda aumentó significativamente las garantías estatales en sus programas FOGAPE y FOGAIN, realizó un aumento de capital para Banco Estado y promulgó legislación para la implementación de una línea de crédito especial (“Línea de crédito Covid-19”) a empresas para el financiamiento de capital de trabajo. Además, postergó el pago de algunos tributos, reduciendo a cero el impuesto de timbres y estampillas para operaciones de crédito por un período de seis meses, y promulgó una ley para proteger el empleo mediante el congelamiento temporal de la relación laboral. Por último, el BCCh implementó la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), que entrega recursos a la banca para que esta pueda otorgar financiamiento a hogares y empresas. Al 11 de mayo, a través de esta facilidad se habían inyectado al sistema bancario cerca de US\$14 mil millones, equivalentes a 9% de la cartera de créditos de consumo y comerciales de fines de febrero. Las autoridades han buscado dar coherencia y complementariedad a las medidas adoptadas por cada una. Cabe señalar que, algunas de estas iniciativas están en plena implementación y requerirán un monitoreo permanente a fin de constatar que los bancos están cumpliendo el papel esperado y que el crédito esté llegando a los diferentes sectores. Esto implica también estar dispuestos a ajustar las políticas actuales o a implementar otras en la medida que la economía lo requiera.

Las medidas adoptadas han resaltado las fortalezas del sistema financiero chileno. A pesar de la magnitud de los eventos que han afectado a la economía local, los impactos en los mercados locales han sido acotados. Esto sucede en un contexto donde los agentes tienen bajos niveles de dolarización, existe un régimen de tipo de cambio flexible y las expectativas de inflación a mediano plazo se encuentran firmemente ancladas. Sobre este marco, las políticas implementadas han apuntado a normalizar mercados financieros y a mitigar los problemas de liquidez. Con ello, los impactos de los eventos externos han sido absorbidos por el tipo de cambio sin generar mayores disrupciones en los agentes locales.

El negativo escenario económico se reflejará en un deterioro de la posición financiera de las empresas, limitando su capacidad de pago. Al primer trimestre de 2020, la deuda total de las empresas alcanzó, en el agregado, 131% del PIB. Esto representa un incremento respecto del IEF previo que se explica —en gran medida— por la depreciación del peso frente al dólar que revaloriza la deuda externa. Entre las firmas de mayor tamaño que reportan sus balances financieros a la CMF, una fracción necesitará financiamiento adicional para complementar su flujo de caja. Dado su tamaño relativo, estas empresas son relevantes en la generación de empleo, tienen numerosas relaciones comerciales con firmas de menor tamaño y su deuda bancaria es relevante dentro de los portafolios de los bancos. Dado que éstas se han financiado mayormente con bonos, tanto locales como externos, al cubrir sus nuevas necesidades sólo con crédito bancario podrían restar espacio a empresas de menor tamaño. A su vez, ciertas empresas cuya fuente de financiamiento principal ha sido la banca local, presentan vulnerabilidades previamente incubadas desde octubre de 2019 —producto de las protestas sociales— lo que eleva sus necesidades de financiamiento. Por ello resulta fundamental avanzar en la activación del mercado de bonos, para ampliar las fuentes de financiamiento para el sector corporativo.

La contracción de la actividad económica está materializando uno de los principales riesgos reportados en los IEF previos: el deterioro del mercado laboral. Recientemente se ha observado un alza en la pérdida de empleos formales, tanto por necesidades de la empresa como por término de contratos, así como también una menor creación de nuevos empleos. Esto se da en un contexto en el que la deuda total de los hogares superaba 50% del PIB al primer trimestre de 2020. Datos granulares de trabajadores asalariados que tienen deudas bancarias, dan cuenta que el deudor representativo tiene créditos de consumo e hipotecarios equivalentes a 5 veces su ingreso mensual, los que le generan una carga financiera sobre ingreso (RCI) de 24%. Por su parte, la fracción de deudores vulnerables, es decir que tienen un RCI sobre 40%, se mantiene en 30%. En este contexto, las medidas económicas que inciden sobre el ingreso disponible de los hogares, junto con ayudar en la mitigación de los efectos adversos de esta emergencia sanitaria, contribuyen a evitar episodios de impago. En particular, destacan la postergación de pago de contribuciones de bienes raíces y de cuentas de servicios básicos, la flexibilización para reprogramar y prorrogar créditos en cuotas, transferencias directas a los ingresos y el programa de protección del empleo. Respecto de este último, al 8 de mayo más de 80 mil empresas habían ingresado solicitudes, lo que involucraba a más de 550 mil trabajadores. Éstos podrán acceder a las prestaciones del seguro de cesantía, que permitirán reducir el impacto negativo en sus ingresos, sin romper el vínculo laboral con sus empleadores.

La asignación de crédito presenta grandes desafíos en el actual escenario económico, donde la banca enfrenta los aumentos en el riesgo de crédito con menores holguras de capital. Una contracción significativa de la actividad, como la planteada en el IPoM de marzo, producirá un deterioro en los indicadores financieros de la banca, debido al aumento en la morosidad. Esta contracción es similar a la considerada dentro de los escenarios de tensión usualmente utilizados para establecer la resiliencia de la banca. En este escenario, ningún banco queda por debajo de su límite regulatorio y aquellos con un IAC superior a 10% representan cerca de 70% del total de activos del sector. Estos resultados consideran que la implementación de las medidas de política señaladas previamente permite mitigar el impacto de la crisis, incluyendo una mayor actividad en la segunda mitad del año. En cambio, en un escenario de tensión severo, que involucra una recesión más profunda y prolongada, esta cifra se reduciría a 40%. En este sentido, la disminución previa de holguras de capital y el uso intensivo de garantías como mitigador de riesgo de crédito, destacados en Informes anteriores, restringen la capacidad de la banca para enfrentar un mayor deterioro de la situación actual.

El presente Informe incluye un capítulo temático que describe la experiencia internacional y desarrollos en Chile de las políticas macroprudenciales. Se identifican los arreglos y atribuciones institucionales, así como también las herramientas macroprudenciales comúnmente utilizadas. La experiencia de Chile en esta materia incluye la instauración de la nueva institucionalidad, establecida en la reforma a la Ley General de Bancos de 2019, que contempla la integración de la supervisión financiera y la responsabilidad del Banco Central de gestionar el colchón de capital contra-cíclico. Los avances observados en política macroprudencial, tanto a nivel internacional como local, han contribuido a mejorar la capacidad de las instituciones de cumplir con el

objetivo de preservar la estabilidad financiera. Ello cobra especial relevancia en el contexto actual, en el que gran parte del marco de política macroprudencial está siendo puesto a prueba para enfrentar los riesgos relacionados con la pandemia.

En el actual contexto de crisis económica, la estabilidad del sistema financiero y el rol de las políticas públicas son elementos centrales.

Por una parte, el sistema financiero debe ser capaz de concentrarse en su rol de provisión de crédito. Para ello debe contar con un marco normativo claro y estable, como el que se ha configurado durante las últimas décadas incorporando en los mercados financieros las mejores prácticas internacionales. Por otra, las instituciones encargadas del diseño e implementación de las políticas públicas, enfrentan desafíos muy superiores a los habituales, en parte debido a lo inusual del escenario, así como por las interacciones entre los distintos agentes. Por ello, además del monitoreo y ajuste de las medidas ya en marcha, quedan áreas que requieren una atención especial. Entre estas, impulsar mecanismos que contribuyan al financiamiento de otros actores, como son —por ejemplo— los oferentes de crédito no bancario y las grandes empresas. Al mismo tiempo es crucial evitar normas desarticuladas y contradictorias que amenacen la estabilidad financiera. Para mitigar este riesgo será especialmente importante la coherencia entre las distintas medidas que se vayan implementando, así como también la colaboración entre todas las instituciones que participan del proceso legislativo y regulatorio. En lo que respecta al Banco Central, junto con asegurar la implementación de las medidas bajo su responsabilidad y contribuir al análisis de otras autoridades, éste buscará los mecanismos que fortalezcan la resiliencia de la economía en escenarios más adversos que el actual. Esto generará el espacio de política para adoptar nuevas medidas e instrumentos a la escala de las necesidades del país.

I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS Y EVENTOS EXTERNOS

Las disrupciones en la actividad económica a nivel global han afectado de forma importante los ingresos de hogares y empresas, situación que podría comprometer el cumplimiento de las obligaciones financieras de estos agentes. Por su parte, aún persiste incertidumbre respecto de la severidad y prolongación de la emergencia sanitaria, así como su impacto en la actividad económica. Estas menores perspectivas han ido acompañadas por una reversión abrupta del apetito por riesgo, lo que motivó correcciones significativas en la mayoría de los precios de activos. Estos eventos, han motivado importantes medidas por parte de bancos centrales y gobiernos de distintos países. Aún así, las perspectivas indican que el mundo entraría en recesión este año. No obstante, se prevé una recuperación más rápida que la observada en las crisis de origen financiero. En este ambiente de contracción del producto y acotada inflación global, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido en niveles históricamente bajos para el mundo desarrollado, pero han aumentado para emergentes. Con todo, una crisis más duradera aparece como el principal riesgo a nivel global.

SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

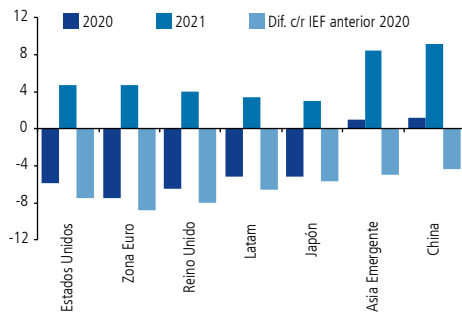
Desde el último IEF, la detención progresiva de las actividades productivas debilitó las perspectivas de crecimiento en las principales economías del mundo. Con ello, el escenario base de crecimiento global incorpora una recesión para el 2020, con una recuperación hacia el 2021.

La inesperada e intensa emergencia sanitaria que se desencadenó con el brote del Covid-19 ha cambiado abruptamente el escenario global: se observó una violenta caída en la actividad mundial y una fuerte reacción en los mercados financieros. Con ello, las estimaciones para el crecimiento global se corrigieron significativamente a la baja desde el último IEF. Así, mientras el IPoM de septiembre pasado anticipaba un crecimiento mundial de 2,9% para el 2020, el IPoM de marzo de este año proyectaba una caída de 0,2% del PIB mundial en el mismo año. Proyecciones posteriores han considerado caídas aún mayores de actividad para todas las economías, cuya profundidad y duración dependerá de cómo se siga desarrollando el escenario de control de la pandemia, en particular las decisiones sobre flexibilización de las normas de confinamiento en los países que están más avanzados en la evolución de la emergencia sanitaria.

Dado este contexto, el FMI proyectó una contracción mundial de 3% para el 2020 y una recuperación cercana al 5,8% para el 2021, indicando que ésta probablemente sería la mayor recesión experimentada por la economía global

**GRÁFICO 1.1**

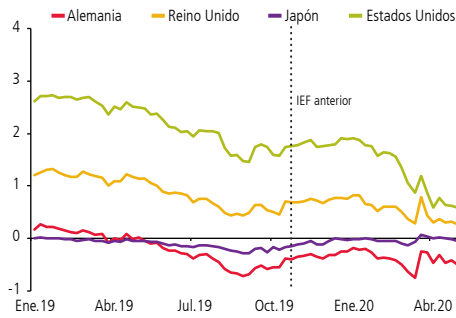
Tasa de crecimiento del PIB, principales economías (porcentaje)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

GRÁFICO 1.2

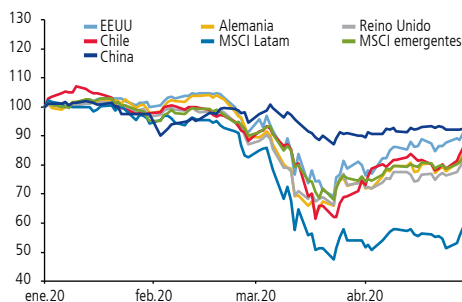
Tasas de interés de bonos soberanos a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 1.3

Índices bursátiles (*) (índice, 01.ene.2020=100)



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

Fuente: Bloomberg.

desde la gran depresión (WEO, abril 2020). En particular, las proyecciones del FMI consideran que Estados Unidos tendría una caída de 5,9%, la Zona Euro de 7,5%, Reino Unido de 6,5% y Japón de 5,2% (gráfico 1.1). Una de las consecuencias esperadas de este *shock* en la actividad es un incremento significativo en el desempleo y caída en los ingresos de los hogares. En Estados Unidos, las solicitudes de seguro de desempleo mostraron sucesivas alzas, superando ampliamente otros eventos de estrés en la historia. Específicamente, desde la penúltima semana de marzo hasta fines de abril, se registraron más de 30 millones de solicitudes. Por su parte, en la Zona Euro, aunque algunos gobiernos ya han empezado a reducir los grados de distanciamiento social, no existe claridad respecto de cuándo se retomarían las actividades productivas en países donde se han impuesto medidas rígidas de confinamiento. Con todo, la implementación más rápida y de mayor magnitud de mecanismos de provisión de liquidez por parte de bancos centrales, así como de los significativos planes de estímulos fiscales, dan sustento a que la recuperación se materialice hacia el 2021, considerando la experiencia de crisis previas.

Las tasas de interés de largo plazo de economías avanzadas disminuyeron desde el IEF anterior.

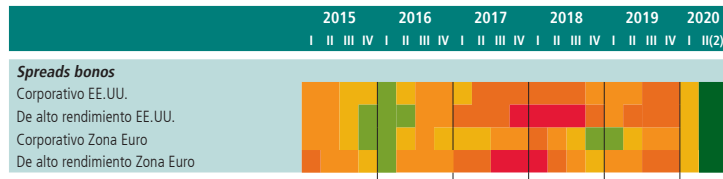
Las tasas de interés de bonos soberanos para economías desarrolladas mantuvieron la tendencia a la baja desde el IEF anterior, aunque con una mayor volatilidad en lo más reciente. A su vez, en la mayor parte de las economías emergentes se observaron alzas pronunciadas en las tasas de bonos soberanos, así como un aumento en las primas por riesgo. De esta manera, desde el cierre estadístico del IEF anterior, las tasas de los bonos soberanos para países desarrollados disminuyeron 43pb en promedio. En particular, la tasa del bono del tesoro alemán a 10 años se mantuvo en niveles negativos e históricamente bajos (gráfico 1.2). Por su parte, la tasa a 10 años del bono soberano de Estados Unidos experimentó el mayor descenso dentro de este grupo de economías, con una caída de 1,2pp al cierre estadístico de este IEF, lo que se explicaría por una búsqueda de refugio por parte de inversionistas en medio de las fuertes caídas y alta correlación que presentaron los precios de los activos riesgosos, además de los significativos estímulos monetarios anunciados. En contraste, las tasas soberanas de economías emergentes aumentaron significativamente desde el último IEF (detallado más adelante).

Los mercados bursátiles mostraron fuertes caídas en el año, mientras que las medidas de volatilidad de activos financieros se incrementaron, gatilladas por una reversión significativa del apetito por riesgo.

Los mercados bursátiles globales presentaron fuertes ajustes a la baja desde fines de febrero, dada la paralización de las economías y la incertidumbre respecto de su reapertura (gráfico 1.3). Por ejemplo, el S&P 500 cayó más de 34% en un mes de transacciones, lo que corresponde a más de la mitad de todo lo perdido en los momentos de peor desempeño durante la crisis financiera global (WEO, abril 2020). Asimismo, las relaciones precio-utilidad en algunos mercados bursátiles registraron fuertes descensos. La posterior estabilización en dichos mercados coincide con los esfuerzos de las autoridades en contener

los efectos de la emergencia sanitaria, que se detallan más adelante en este capítulo. Por su parte, los spreads de bonos corporativos para economías desarrolladas aumentaron, en un contexto de una mayor probabilidad de rebajas de ratings para algunos de estos instrumentos de deuda (tabla I.1). Este incremento alivia la compresión que se venía registrando, por lo cual reduce el riesgo de dicho ajuste. Sin embargo, la materialización de tales rebajas podría gatillar reacomodos en los portafolios de inversionistas institucionales, generando potenciales impactos por revalorización.

TABLA I.1
Mapa térmico de vulnerabilidades relacionadas a valoración (1)



(1) Colores indican nivel de vulnerabilidad muy bajo (verde oscuro), bajo (verde claro), medio bajo (amarillo), medio alto (naranja), alto (rojo) y muy alto (rojo oscuro). Spreads bajos son indicativos de riesgo alto. Categorías de riesgo construidas a partir de los sextiles de la distribución de cada variable.

(2) Segundo trimestre del 2020 considera información al 29 de abril.

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

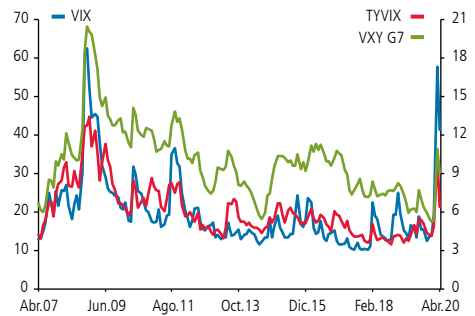
La volatilidad global en los mercados cambiario, de renta fija y bursátil aumentó de manera significativa como consecuencia de la incertidumbre acerca de los impactos económicos que traería consigo la pandemia (gráfico I.4). En particular, se registró una depreciación generalizada de monedas frente al dólar estadounidense, mientras se observaron fuertes caídas en el valor de las materias primas.

Todo lo anterior se ha dado en un contexto en el que inversionistas han buscado refugiarse en activos de mayor calidad crediticia. Estos cambios en el apetito por riesgo son particularmente desfavorables para empresas con alto endeudamiento, especialmente las del segmento *high yield* (bonos, *leveraged loans*, entre otros), lo que las hace más vulnerables ante el *shock* actual.

El deterioro de la situación macroeconómica motivó importantes inyecciones de liquidez por parte de los principales bancos centrales del mundo desarrollado.

El cambio de escenario base se ha materializado en caídas transversales y abruptas en los precios de distintos tipos de activos, producto de la reversión en el apetito por riesgo. Los bancos centrales alrededor del mundo —incluido Chile— han implementado una serie de estímulos, incluyendo aumentos agresivos del impulso monetario —llevando las tasas de interés de política monetaria, que ya se encontraban en niveles históricamente bajos, a aproximarse rápidamente a su mínimo técnico (gráfico I.5)—, compras de activos (gráfico I.6) y provisiones de liquidez a los mercados, además de extender líneas de crédito para entidades financieras, con el fin de evitar disrupciones

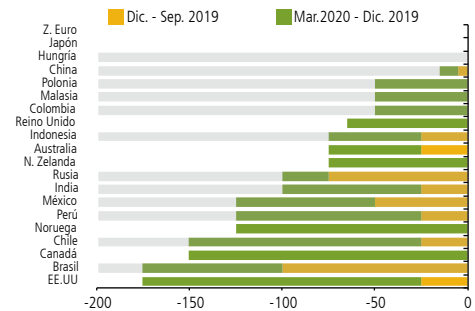
GRÁFICO I.4
Volatilidades implícitas (*)
(índice)



(*) VIX: volatilidad implícita en opciones de S&P 500 a un mes. VXY G7: índice de volatilidad monedas G7.; TYVIX: índice de volatilidad para la Bono a 10 años del tesoro estadounidense.

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

GRÁFICO I.5
Cambios en tasas de interés de política monetaria (*)
(puntos base)

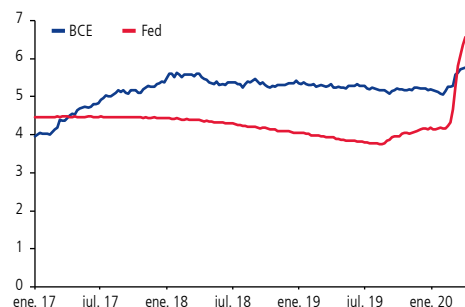


(*) Área sombreada corresponde a mercados emergentes, según clasificación del MSCI.

Fuente: BIS.

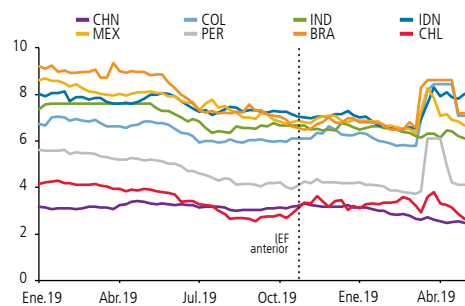


GRÁFICO 1.6
Activos totales de bancos centrales
(billones de dólares)



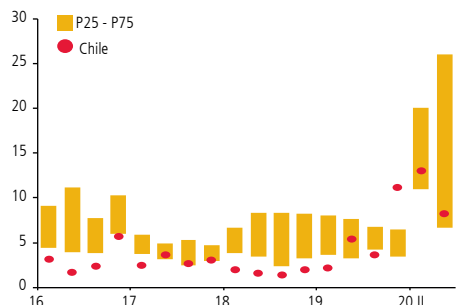
Fuente: *Federal Reserve Economic Data.*

GRÁFICO 1.7
Tasas soberanas a 10 años
(porcentaje)



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

GRÁFICO 1.8
Volatilidad de tasas soberanas a 10 años EME (*)
(puntos base)



(*) Calculado como la desviación estándar del cambio diario en las tasas. EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía.

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

en las cadenas de pago y aliviar presiones en distintos mercados financieros (Recuadro III.1). En particular, en sus reuniones excepcionales del 3 y 16 de marzo, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) redujo de manera preventiva la *Federal Funds Rate* en 50 y 100pb respectivamente, el mayor recorte desde el 2008, situando el rango meta en 0-0,25%, señalando como antecedentes principales los riesgos que la pandemia impone para el sector real.

Adicionalmente, la Fed anunció que aumentará sus tenencias de bonos del tesoro en al menos US\$500.000 millones, así como de bonos hipotecarios securitizados en al menos US\$200.000 millones. Por último, también dispuso de líneas preferenciales, para que bancos financien pequeñas empresas con respaldo del gobierno, por hasta US\$600.000 millones. Por su parte, en la reunión de política monetaria de marzo, el Banco de Inglaterra mantuvo la tasa de referencia en 0,1%, en un contexto de incertidumbre acerca de la evolución de la economía real y efectos de la pandemia en el mercado del trabajo. Esta decisión se sumó a las medidas tomadas por dicha entidad respecto de facilidades de liquidez para bancos comerciales. En el caso de Europa, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo las tasas de depósitos en -0,5% y anunció un nuevo programa de compra de activos por 750.000 millones de euros durante el 2020. Este programa se suma a las compras mensuales de activos ya en régimen y amplía la gama de activos elegibles.

En las economías emergentes —a excepción de China—, las tasas soberanas presentaron aumentos relevantes, mientras las monedas se depreciaron significativamente frente al dólar. Lo anterior, en un contexto de mayor volatilidad y caídas en los precios de las materias primas.

En los últimos meses, las economías emergentes se han visto enfrentadas a diversos *shocks*. A los efectos directos de la pandemia, cuyas consecuencias dependerán de factores idiosincráticos, se suman: la disminución del precio de materias primas, el aumento de la aversión al riesgo, así como también, las perspectivas de una recesión global. En este contexto, la mayoría de las tasas soberanas de economías emergentes de largo plazo aumentaron de manera significativa desde el último IEF, cuando se destacaba la trayectoria a la baja de gran parte de ellas (gráfico 1.7). Con todo, se observó un fuerte incremento en la volatilidad de estas tasas. En Chile también se observó un aumento marginal de sus tasas, recuperando con ello la menor volatilidad relativa a otras economías emergentes, luego de los efectos que tuvieron las protestas sociales de finales del año pasado sobre las mismas (gráfico 1.8). Por su parte, la volatilidad de la paridad peso-dólar estuvo en la parte alta de la distribución, luego de aumentar muy por sobre países comparables a finales de 2019, aunque ha tendido a disminuir en los últimos días, situándose por debajo de la mediana de la muestra de economías emergentes. Estos movimientos son coherentes con el marco de flexibilidad cambiaria (gráfico 1.9).

Dentro de los menores precios de las materias primas, destacó la dinámica del precio del petróleo, que alcanzó valores negativos a mediados de abril debido a un exceso de oferta, copando la capacidad de almacenamiento. A este evento se suma el conflicto entre productores de petróleo acerca de las cuotas de reducción de producción entre países de la OPEP, Rusia y otros productores

relevantes, fricción que contribuyó a la mayor volatilidad en el precio. Por su parte, el nivel del EMBI de Latinoamérica (Latam) aumentó notoriamente con relación al IEF anterior, destacando una mayor sincronía de estos indicadores en los últimos meses (gráfico I.10). Lo anterior da cuenta de lo generalizado del *shock*, así como de las mayores vulnerabilidades de este grupo de países. Estos impactos, por ahora acotados, podrían incrementarse en aquellas economías que hubieran acumulado vulnerabilidades de forma significativa en los años previos.

Desde el IEF anterior se observó una fuerte salida de flujos de capitales desde economías emergentes.

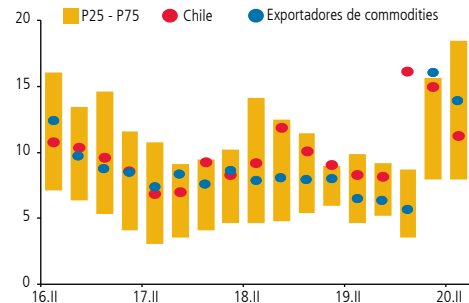
En China, al igual que en el resto del mundo, las perspectivas macroeconómicas para el 2020 se deterioraron de forma importante, lo que se refleja incluso en algunos indicadores más recientes. En particular, en el primer trimestre de este año China anotó su primera contracción desde 1976, donde la producción industrial cayó en promedio un 9,4%. En tanto, las economías emergentes de Europa han reducido sus estimaciones de crecimiento, con expectativas cercanas a -5,2% para el 2020. Con todo, se espera que los mercados emergentes y en vías de desarrollo se contraigan cerca de un 1% (IMF, DataMapper). Lo anterior ha propiciado flujos de salida de capitales desde estas economías por parte de no-residentes por más de US\$ 100.000 millones desde enero, lo que presionaría a los agentes en el servicio de sus deudas (GFSR, abril 2020, gráfico I.11).

En el caso de Chile, los pasivos de portafolio en renta fija crecieron de forma significativa durante el primer trimestre del año (gráfico I.12). Sin embargo, información adicional permite establecer que esto se debe a un aumento sustantivo de emisiones de bonos en el exterior por parte de empresas durante los meses de enero y febrero, observándose en lo más reciente una disminución de los flujos de portafolio. En efecto, datos en alta frecuencia del Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) indican que la salida reciente por parte de no-residentes de ciertos fondos es la más alta desde que hay datos disponibles: en las tres semanas posteriores a la detección del primer contagiado de Covid-19 en el país, se acumuló una salida igual que todo lo acumulado durante el *Taper Tantrum* (gráfico I.13).

Las salidas de capitales de portafolio que se han observado en los últimos meses por parte de no-residentes desde mercados emergentes se han dado de forma generalizada por varias semanas. Dicho escenario configura un riesgo para la estabilidad financiera de las economías afectadas por cuanto puede dificultar el financiamiento del déficit de sus cuentas corrientes. En este contexto, la posición financiera externa y las condiciones macroeconómicas locales de Chile siguen siendo favorables para enfrentar la reversión de flujos de capitales observada en lo más reciente. Estos factores, junto a un marco de política de metas de inflación y régimen de tipo de cambio flexible, contribuyen a la mitigación de los efectos adversos de reversiones de capitales extranjeros (Recuadro I.1).

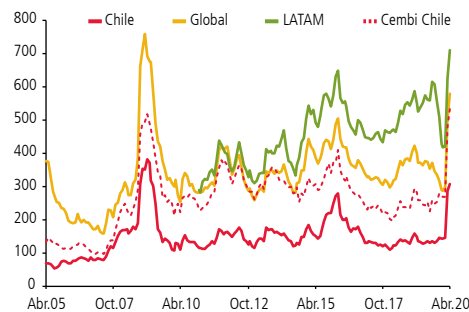
En resumen, la emergencia sanitaria generada por el Covid-19 ajustó a la baja las expectativas de crecimiento mundial, y con ello materializó uno de los principales riesgos destacado en IEF anterior: una reversión global en el apetito

GRÁFICO I.9
Volatilidad anualizada cambiaria EME (*)
(porcentaje)



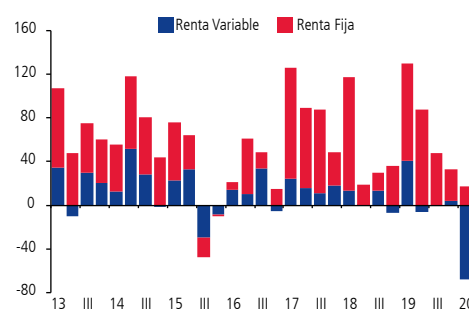
(*) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Commodity exporters incluye a Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRÁFICO I.10
EMBI (*)
(puntos base)



(*) Información mensual.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

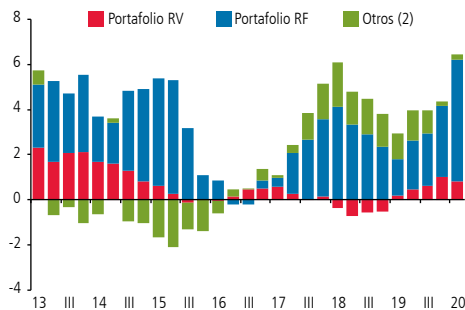
GRÁFICO I.11
Flujos de portafolio a economías emergentes (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Frecuencia trimestral en base a información mensual.
Fuente: IIF.

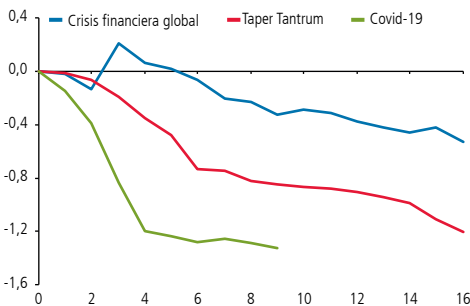


GRÁFICO I.12
Flujos de portafolio a Chile (1)
(porcentaje del PIB)



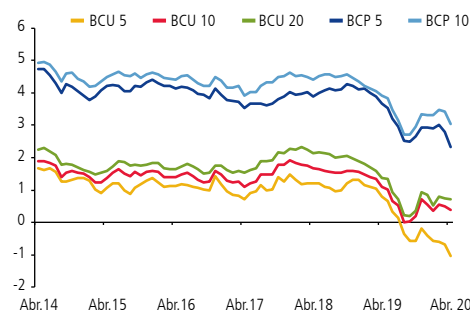
(1) Datos a marzo 2020 son preliminares.
(2) Incluye préstamos bancarios, créditos comerciales, monedas, depósitos y otros pasivos.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.13
Flujos Semanales de portafolio de no residentes en Chile
(porcentaje del stock de pasivos de portafolio al inicio de cada período, semanas desde el inicio del shock) (*)



(*) Se toman las siguientes fechas como punto de partida para cada shock: semana del 28 de agosto al 3 de septiembre del 2008 para la crisis financiera global; semana del 16 al 22 de mayo del 2015 para el Taper Tantrum; semana del 27 de febrero al 4 de marzo para Covid-19.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del EPFR.

GRÁFICO I.14
Tasas de interés soberanas locales
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

por riesgo. Si bien esta reversión generó una caída transversal en el precio de los activos, la intensidad de dichas caídas fue mayor en el caso de activos con mayor riesgo relativo. En este contexto, los bancos centrales de economías desarrolladas realizaron importantes inyecciones de liquidez. Hacia adelante, se mantiene la incertidumbre, tanto respecto a la evolución de la pandemia como de su impacto en la actividad económica. De esta forma, dimensionar la profundidad y la duración de la crisis, así como la efectividad de las políticas implementadas, representan un importante desafío en el corto plazo.

SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

Desde el IEF anterior, el escenario económico interno se ha deteriorado, producto de la suspensión de actividades económicas.

Tal como se detalla en el comunicado de la Reunión de Política Monetaria del BCCh al 6 de mayo, la caída del Imacec de marzo estuvo en línea con el panorama descrito en el IPoM de marzo, ratificando el inicio del proceso de contracción económica provocado por la emergencia sanitaria. El impacto negativo de lo que ha conllevado esta crisis se ha visto especialmente en actividad del comercio, educación, transporte, restaurantes y hoteles. Respecto del mercado del trabajo, la encuesta de empleo del INE, los datos de registros administrativos y el Informe de Percepción de Negocios apuntan a un importante deterioro, amortiguado en parte por las medidas especiales adoptadas por el gobierno. Las expectativas de consumidores y de empresarios se han deteriorado, tanto por caídas drásticas de consumo de bienes no esenciales como por caída de la inversión, ratificada por la ralentización de proyectos hacia los próximos años y fuerte retroceso de las importaciones de capital.

En este contexto, las tasas de interés locales, tanto en UF como en pesos, presentaron alzas en la última parte de 2019 y principios de 2020, aunque disminuyeron en lo más reciente.

Desde el IEF anterior, y al igual que en otros países, el deterioro de la actividad económica local gatilló ajustes en el apetito por riesgo, con sus consecuentes efectos sobre los precios de los activos. Las tasas de interés locales, que registraron alzas a fines de 2019, mostraron disminuciones este año. En particular, las tasas a 5 años disminuyeron 61pb respecto de fines del año pasado, mientras que las a 10 y 20 años lo hicieron en promedio en 15pb. En tanto, las tasas en pesos disminuyeron en promedio en 60pb para el plazo de 5 años y en 25pb para el plazo de 10 años en el mismo periodo, y se mantienen cercanas a mínimos en una perspectiva histórica (gráfico I.14).

Durante los primeros meses del año, previo a la pandemia, se observó un dinamismo mayor en las emisiones primarias de bonos fundamentalmente de emisiones externas, principalmente de empresas, lo que se debería en parte a motivos precautorios, dado el riesgo de una reactivación de las turbulencias políticas y sociales (anexo estadístico). A su vez, y dado el clima de mayor riesgo financiero, los *spreads* corporativos y bancarios han aumentado significativamente luego de haber corregido en algo el alza tras el 18 de octubre (gráfico I.15). Por banco, las caídas en las tasas de depósitos del mercado

secundario han sido generalizadas. Sin embargo, su *spread* medido respecto a la tasa *swap* en pesos aumentó fuertemente en marzo. Esta situación se revirtió en la medida que las disminuciones en tasas de referencia se fueron traspasando hacia otros instrumentos.

Desde el IEF anterior, se han registrado importantes cambios de portafolio en inversionistas institucionales, que reflejan la preferencia por activos de mayor liquidez, menor riesgo y duración.

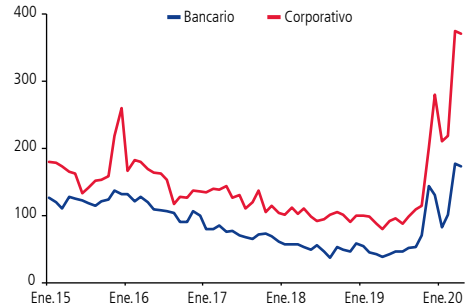
Desde el IEF anterior, se registraron movimientos significativos en los patrimonios de los Fondos Mutuos (FM). En particular, los FM tipo 1 (FM1) continuaron aumentando, alcanzando más de 660 millones de UF, lo que corresponde a un aumento de 22% (gráfico I.16). Por su parte, los FM tipo 3 (FM3) registraron una importante caída, motivada por rescates masivos desde octubre pasado, lo que ha significado un menor patrimonio de 144 millones de UF, equivalente a una caída de 37% en su patrimonio para el mismo período. Esto se puede entender como una liquidación de fondos con alto riesgo de tasa y crédito (FM3), en un entorno de alta volatilidad y estrés en precios de instrumentos de renta fija. Sin embargo, los movimientos hacia fondos monetarios (FM1) dan cuenta de la necesidad de los agentes de aumentar su liquidez para enfrentar el deterioro de la actividad económica.

Cabe destacar que entre octubre y diciembre de 2019, los FM3 sufrieron fuertes retiros de fondos por partes de sus partícipes, que en el momento más álgido de la crisis llegó a representar en un mes cerca de 14% del patrimonio, e incluso en la semana más crítica hasta 7%, cifras que corresponden al percentil 1 de la distribución histórica de retiros, que significaron ventas masivas de instrumentos. En dicho escenario el traspaso a FM1 fue mucho más acotado por lo que los recursos salieron del sistema de fondos mutuos.

Por tipo de activo dentro de los fondos mutuos, desde fines de octubre la mayor disminución se dio en bonos bancarios, con una caída de más de 140 millones de UF, seguido de bonos soberanos, con más de 50 millones de UF, y bonos corporativos, con 36 millones de UF. Estas caídas se dieron mayormente entre octubre y diciembre pasado. En contraste, la búsqueda de refugio significó un aumento de más de 150 millones de UF en igual período (gráfico I.17). Lo anterior puso presión adicional al mercado de renta fija doméstica, contribuyendo al alza observada en los *spreads* de bonos bancarios y corporativos desde octubre en adelante (gráfico I.15).

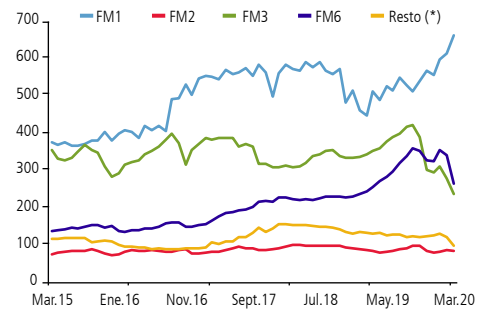
Por su parte, desde octubre del año pasado los Fondos de Pensiones se han caracterizado por cambios relevantes en sus portafolios. Así, durante noviembre de 2019 registraron ventas netas por casi US\$4.000 millones en bonos soberanos domésticos, en parte absorbidas a través de la ventanilla de compras que dispuso el Banco Central. Además, registraron compras y ventas de activos en el exterior, alternadamente en distintos meses, las que han alcanzado montos en torno a los US\$3.000 millones. En lo más reciente, destacaron las ventas de depósitos a plazo en torno a US\$2.500 millones (gráfico I.18). Estos ajustes han sido influenciados por movimientos masivos de afiliados entre multi-fondos, motivados, en parte, por recomendaciones de asesores previsionales que se encuentran fuera del perímetro regulatorio.

GRÁFICO I.15
Spreads de Bonos Bancarios y Corporativos (puntos base)



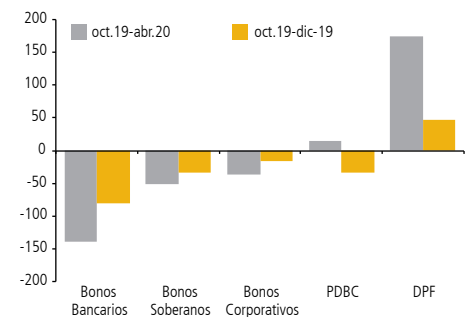
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS.

GRÁFICO I.16
Patrimonio de Fondos Mutuos (millones de UF)



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

GRÁFICO I.17
Cambio en stock de activos sistema Fondos Mutuos (millones de UF)

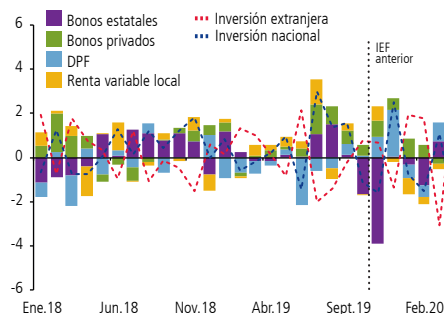


Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV.



GRÁFICO I.18

Flujos de inversión de los fondos de pensiones (*)
(miles de millones de dólares)



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

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

Dichas recomendaciones han aumentado significativamente su frecuencia en los últimos meses, elevando la volatilidad en algunos mercados, por lo que podrían tener efectos sobre la estabilidad financiera (Recuadro V.1).

Finalmente, las Compañías de Seguros de Vida (CSV) han aumentado su exposición a bonos privados, mientras que su posición de bonos externos se mantiene relativamente similar. En particular, una menor actividad de rentas vitalicias en los últimos meses podría estar sumando algo de presión de liquidez en algunas compañías.

Rebajas adicionales en calificaciones crediticias de bonos privados por debajo de “grado de inversión” podrían tener un impacto significativo sobre los inversionistas institucionales locales.

En lo que va de 2020, el volumen de bonos clasificados como *investment grade* que ha sido rebajado a *high yield* ya superó el mayor registro histórico, visto durante la crisis financiera global. Asimismo, estimaciones de bancos privados sugieren que, en los próximos meses, los bonos *fallen angel*^{1/} en mercados internacionales se incrementarían en poco más de US\$550.000 millones, lo que representa un 15,7% del total de instrumentos de deuda con calificaciones BBB+, BBB y BBB- o 2% de bonos con calificación grado de inversión.

Lo anterior, tendría algunos efectos sobre la cartera de inversiones de inversionistas institucionales locales. En particular, el 3,5%, 3,8% y 8,1% de la cartera de inversiones de bancos, fondos de pensiones y compañías de seguros de vida, respectivamente, poseen instrumentos de renta fija en el exterior con *ratings* clasificados entre BBB+ y BBB-, lo cual totaliza US\$13.850 millones expuestos a este potencial *shock* (tabla I.2).

Aun cuando en general existen holguras para este tipo de instrumentos y flexibilidad respecto al tratamiento de los excesos sobre los límites establecidos, en el caso de las CSV, el marco normativo vigente es algo más restrictivo. En el caso de estos inversionistas, una rebaja de *ratings* —asumiendo el parámetro previo donde 15,7% de los bonos caería bajo “grado de inversión” — significaría un aumento en la exposición de bonos *high yield* desde 4,5 hasta 5,8% de su cartera (US\$3.492 millones). Sin embargo, las inversiones en instrumentos de deuda en el exterior con clasificación inferior a BBB están sujetas a un límite de 5% de las reservas técnicas y el patrimonio en riesgo de las CSV.

De este modo, algunas CSV con menor holgura podrían tener que liquidar ciertas posiciones, en el caso de requerir activos representativos para constituir reservas^{2/}. Tales liquidaciones podrían implicar pérdidas para las compañías, al vender los bonos a tasas más altas a las que están registradas en sus portafolios, y también producto que deberían reconocer pérdidas en los contratos de cobertura (*cross currency swaps*) vinculados a estos bonos.

^{1/} Instrumentos de deuda clasificados como grado de inversión, típicamente BBB, y que fueron degradados, al menos por dos de tres agencias, a baja calidad crediticia, o *high yield*.

^{2/} En el DL251 (Ley Seguros) artículo 21, se establece que las reservas técnicas y el patrimonio en riesgo de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, deberán estar respaldados por inversiones en una serie de instrumentos y activos, dentro de los que se encuentran bonos externos; y en su artículo 23, se establece que el límite de inversión para el conjunto de bonos externos con clasificación de riesgo internacional inferior a BBB, será de 5%.

TABLA I.2
Composición portafolio de inversión inversionistas institucionales locales (1)
(porcentaje, millones de US\$)

	Bancos	Fondos de Pensiones	Compañías de Seguros de Vida	Fondos Mutuos
Inversiones Nacionales	83,0	59,8	68,0	89,2
Renta Variable	0,0	8,7	9,3	11,4
Renta Fija	83,0	51,1	58,7	77,8
Inversiones en el Exterior	5,7	40,0	16,1	10,4
Renta Variable	0,0	26,2	2,5	9,7
Renta Fija	5,7	13,8	13,6	0,7
Categoría A o mayor	2,1	1,7	0,9	
Categoría BBB+	0,1	0,2	1,2	
Categoría BBB	3,5	3,5	2,4	
Categoría BBB-	0,0	0,1	4,5	
Categoría High Yield	0,1	8,3	4,5	
Otras Inversiones (2)	11,3	0,2	15,9	0,3
Total - millones de US\$	45.715	193.625	60.408	57.333

(1) Portafolios a diciembre de 2019. Para el caso de fondos de pensiones, corresponde al portafolio de agosto 2019.

(2) Considera otras inversiones nacionales y en el exterior. Para el caso de compañías de seguros de vida, considera inversiones inmobiliarias.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF, Superintendencia de Pensiones y Bloomberg.

La Comisión para el Mercado Financiero, el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, implementaron un conjunto inédito de medidas, con el objeto de mitigar el impacto económico de la emergencia sanitaria.

Los mercados financieros locales reflejaban algo de menor liquidez desde octubre de 2019, por lo que el BCCh implementó, desde esa fecha, una serie de medidas tanto en pesos como en dólares tendientes a inyectar recursos. Entre las principales se encuentran: la extensión de los programas de venta de dólares, de FX swap y de REPO, un programa de recompra de títulos de deuda del BCCh y la suspensión temporal del programa de emisiones de PDBC.

A estas medidas se han agregado nuevas, donde unas buscan facilitar que hogares y empresas puedan hacer frente a la crisis, mientras otras otorgan flexibilidad a las instituciones financieras para acomodar sus impactos (tabla I.3). En primer lugar, el BCCh relajó sus normas de liquidez mientras que la CMF ajustó la normativa de provisiones por renegociaciones de deudores vigentes, esto con objeto de facilitar la postergación del pago de cuotas bancarias. Por su parte, el Ministerio de Hacienda aumentó significativamente las garantías estatales en sus programas FOGAPE y FOGAIN, realizó un aumento de capital para Banco Estado y se promulgó legislación para la implementación de una línea de crédito especial ("Línea de crédito Covid-19") a empresas para el financiamiento de capital de trabajo. Además, implementó la postergación del pago de algunos tributos, reduciendo a cero el impuesto de timbres y estampillas para operaciones de crédito por un período de seis meses, y promulgó una ley de busca proteger el empleo a través del congelamiento temporal de la relación laboral.

TABLA I.3
Principales medidas económicas recientemente adoptadas

Objetivo	Entidad	Ambito	Medida	Potencial impacto
Facilitar el acceso al crédito	BCCCh	Pequeñas empresas y personas	Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC).	Aumento del crédito y disminución del IAC.
	Ministerio de Hacienda	PyMES	Línea de crédito para capital de trabajo con garantía estatal (Fogape) hasta 3 meses de venta.	Mitiga riesgo de crédito de las empresas.
	CMF	Empresas y personas	Flexibilización norma de provisiones para reprogramaciones.	Reduce gasto en provisiones por reprogramaciones.
			Uso de garantías hipotecarias para resguardar créditos Pyme.	Mitiga riesgo de crédito de empresas.
			Ajustes en el tratamiento de bienes recibidos.	Reduce las provisiones.
	BancoEstado	Pequeñas empresas y personas	Aumento de capital con el objeto de aumentar el otorgamiento de crédito.	Aumento de capital y de colocaciones. Efecto ambiguo en IAC.
Bancos comerciales	Empresas y personas	Postergación de pagos de cuotas de créditos hipotecarios y de consumo.	Disminuye la liquidez y posible reducción del margen intereses.	
Provision de liquidez	BCCCh	Bancos comerciales	Inclusión de bonos corporativos como colateral.	Aumento del acceso a liquidez.
			Extensión del programa de venta de divisas.	
			Ampliación de plazos de programas de liquidez en pesos y dólares.	
			Suspensión transitoria (90 días) para requerimientos de descálces de plazos.	Reducción de los requerimientos normativos.
	Ministerio de Hacienda	Empresas y personas	Flexibilización de límite de LCR.	
			Activación Línea de Crédito de Liquidez (LCL).	Reducción del costo de fondeo de CP.
			Compra de bonos bancarios.	Reduce costo de fondeo de LP.
			Postergación o suspensión de impuestos.	Mitiga riesgo de crédito de las empresas.
			Fondo de protección al micro-comercio.	
			Protección a los ingresos laborales.	Mitiga riesgo de crédito a hogares.

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

Por último, el BCCh implementó la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), que entrega recursos a la banca para que esta pueda otorgar financiamiento a hogares y empresas. Al cierre de este Informe, a través de esta facilidad se habían inyectado al sistema bancario US\$13.706 millones (Recuadro III.1).

En resumen, en un contexto de deterioro de la actividad económica, mayores requerimientos de liquidez y un menor apetito por riesgo, se observaron aumentos de los *spreads* tanto de bonos bancarios como corporativos. La demanda por parte de los inversionistas se ha centrado en activos líquidos, de bajo riesgo y corta duración. Dentro de los movimientos de inversionistas institucionales se destaca la alta volatilidad de portafolios de Fondos de Pensiones, amplificado por cambios abruptos y coordinados de afiliados entre multi-fondos. De la misma manera, se perciben cambios de composición de los portafolios administrados por los FM, lo que amplifica y pone presión a los precios en mercados financieros. Por su parte, rebajas en calificaciones crediticias de bonos externos podrían tener un impacto relevante sobre los inversionistas institucionales locales. En este contexto, la Comisión para el Mercado Financiero, el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, implementaron un conjunto inédito de medidas, con el objeto de mitigar el impacto económico de la emergencia sanitaria.

AMENAZAS EXTERNAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La prolongación y profundización del shock económico asociado a Covid-19 configura el mayor riesgo para la estabilidad financiera.

Actualmente, no existe claridad a nivel global respecto de la duración de las actuales medidas de confinamiento tomadas para aminorar el contagio del Covid-19. En caso de que dichas medidas se levanten, tampoco es claro si se tendrán que reanudar en el futuro ante una nueva ola de contagios. De esta forma, una prolongación de la suspensión de actividades económicas podría golpear fuertemente a firmas que tengan bajos niveles de liquidez y elevado endeudamiento, para las cuáles el financiamiento vía deuda bancaria o bonos aparece más difícil de conseguir.

En el caso de Chile, una mayor persistencia del *shock* económico actual podría llevar a que los problemas de liquidez que enfrentan las firmas actualmente se transformen en problemas de solvencia, con serias implicancias para los flujos de crédito, la capacidad de producción y el empleo (Capítulo II). De ocurrir, los problemas de solvencia podrían generar pérdidas relevantes para los bancos. Si bien el sistema bancario está en una buena posición de solvencia, cabe señalar que el tamaño del *shock* es sustantivamente mayor a lo registrado en crisis previas (Capítulo III). Por lo anterior, resultan de extrema relevancia las políticas económicas que se están implementando para mitigar estos impactos, y con ello preservar la estabilidad financiera (tabla I.3 y Capítulo V).

Una profundización del menor apetito por riesgo podría intensificar las salidas de capitales desde economías emergentes.



En este sentido, cabe señalar que Chile tiene una posición externa favorable, basada en un conjunto de elementos. En primer lugar, gran parte de los pasivos externos se clasifican como IED, mientras que en los pasivos externos de portafolio predomina el componente de renta fija. El incremento de este componente en los últimos años ha estado motivado por el mayor apetito de no-residentes por deuda soberana, que ha ganado participación en este activo, aun cuando gran parte de los tenedores continúan siendo fondos de pensiones locales. Como se ha mencionado en IEF previos, estos agentes actúan como mitigadores ante *shocks* externos, haciendo que la volatilidad de las tasas de interés de largo plazo sea relativamente baja en relación otros países emergentes. En segundo lugar, el régimen de flexibilidad cambiaria, implica que los *shocks* externos se absorben por cambios en la paridad y no afectan el costo de financiamiento de largo plazo en moneda local. En efecto, las sucesivas depreciaciones han sido absorbidas por otros agentes de la economía, sin grandes repercusiones sobre sus balances, en parte dado que los agentes locales tienen una exposición acotada al riesgo cambiario. En particular, los hogares no utilizan créditos en moneda extranjera para financiar sus viviendas o necesidades de consumo. El gobierno, por su parte, es superavitario en moneda extranjera. En tercer lugar, existe un mercado local de deuda profundo donde las empresas pueden emitir bonos de largo plazo en el mercado local y grandes inversionistas institucionales participan canalizando los ahorros de personas a estas firmas. Una unidad de cuenta indexada a la inflación (UF) permite que estos accesos sean posible a tasas de interés fijas y por plazos relativamente largos. En este sentido, el compromiso del BCCh de mantener la inflación controlada es crucial para el adecuado funcionamiento del mercado de deuda privada de largo plazo. Por último, la deuda externa de empresas se concentra mayormente en dos tipos de fuentes: créditos con empresas relacionadas (IED) y bonos externos. Como se ha mencionado en IEF previos, los créditos con empresas relacionadas suelen estar registrados bajo el concepto de préstamos desde una matriz externa a una filial local, por lo que ese financiamiento corresponde a una decisión estratégica de la matriz sobre el mix capital versus deuda, sin implicancias sobre la exposición a riesgos financieros o cambiarios. En el caso de bonos externos, la información disponible permite establecer que dicha deuda tiene un alto nivel de cobertura cambiaria, ya sea porque las firmas tienen sus negocios en moneda extranjera o porque utilizan derivados para cerrar la posición (Capítulo II).

RECUADRO I.1

FLUJOS DE CAPITALES Y RESILIENCIA EXTERNA

Este Recuadro discute los eventos recientes de salidas de capitales de no-residentes desde Chile y el estado de las condiciones macroeconómicas relevantes para enfrentar estos movimientos de capitales, así como sus implicancias para la estabilidad financiera.

Riesgos asociados a reversión en flujos de capitales

Luego de la crisis financiera global, las economías emergentes (EME) se beneficiaron de años de flujos de entrada de capitales motivados por condiciones financieras externas que favorecieron la toma de riesgo y búsqueda de retornos. En los últimos años, sin embargo, la sensibilidad de los flujos de portafolio a shocks externos se ha incrementado para un gran número de países (Álvarez et al., 2019). Ambos factores —altos flujos de capitales y mayor sensibilidad a factores externos— han conducido a que se observen salidas de capitales más pronunciadas ante cada shock. Mientras estos ajustes se reviertan en el corto plazo, por ejemplo producto de la misma naturaleza de ciertos tipos de flujos^{1/}, es probable que la economía no se vea mayormente afectada. Sin embargo, la situación puede volverse más compleja cuando se generan salidas consecutivas y de magnitud importante. Esto podría conllevar dificultades para el financiamiento del déficit en cuenta corriente.

Estas reversiones de capitales pueden ser más relevantes en economías más dependientes de financiamiento externo de corto plazo, o cuando la cuenta financiera está concentrada en capitales más volátiles. En ese sentido, las condiciones macroeconómicas de una economía son fundamentales a la hora de prevenir o aminorar los efectos de los riesgos externos cuando estos se cristalizan. El grado de resiliencia de un país para enfrentar dichos riesgos también está relacionado con su capacidad de haber contenido la incubación de vulnerabilidades en los sectores de la economía más expuestos o dependientes a este tipo de financiamiento —por ejemplo, a través de elevada deuda externa de corto plazo.

^{1/} La literatura indica que los flujos de IED son generalmente menos volátiles que los de portafolio. Esto porque, mientras la IED se asocia a decisiones de inversión de largo plazo, algunos tipos de fondos de cartera están más orientados a la búsqueda de retorno, permiten retiros inmediatos o repatriaciones. Cuando estos flujos corresponden a financiamiento de corto plazo, podrían no ser renovados.

Recientes salidas de capitales

Salidas de capitales en alta frecuencia son reportadas por el *Emerging Portfolio Fund Research* (EPFR), que registra movimientos de flujos de portafolio para un grupo acotado de inversionistas extranjeros. Si bien esta fuente de información no contiene todos los flujos de capitales, permite obtener una señal sobre los rebalances de portafolio relacionados a cambios en la aversión global al riesgo. Los datos para Chile, con esta fuente, muestran salidas de flujos relevantes en los meses de marzo y abril. De esta forma se acumula una salida en un año de US\$721 millones (gráfico I.19).

GRÁFICO I.19

Flujo de portafolio de no-residentes a Chile (*)
(miles de millones de dólares acumulados a 12 meses)



(*) Último dato considera información hasta el 29 de abril del 2020.

Fuente: EPFR.

Para poner en contexto esta cifra, se debe considerar la evolución del stock de pasivos externos de Chile. En efecto, el tamaño del componente portafolio de los pasivos externos ha crecido en la última década, pasando de representar un 14% del PIB en el 2009 a un 37% al tercer trimestre del 2019. Esta tendencia también se aprecia en algunos países de la región, mientras otros emergentes han mantenido una relación con el PIB relativamente estables (tabla I.4).



TABLA I.4

Pasivos de portafolio
(porcentaje del PIB)

	2009	2014	2019	Variación 2009-2019
Brasil	27	24	30	2
Chile	14	31	37	23
Colombia	9	20	26	18
Hungría	44	48	34	-11
México	26	41	41	15
Polonia	21	33	27	6
Turquía	14	22	19	5

Fuente: FMI.

Para el caso de Chile hay dos elementos relevantes detrás del aumento de estos pasivos externos. En primer lugar, durante la última década empresas locales han emitido en el exterior aprovechando las mejores condiciones financieras. Cabe señalar que dichas emisiones han sido acompañadas con diversas estrategias de cobertura cambiaria. En particular, aquellas que tienen como moneda funcional el peso utilizan instrumentos derivados para mitigar el riesgo cambiario. Cifras recientes dan cuenta de que este último es reducido (Capítulo II). Por otra parte, desde el 2017 se observa un incremento en la participación de no-residentes en el mercado de bonos soberanos locales, que pasó de un 5 a 20% a finales del 2019. Este mayor interés por bonos locales proviene de la mayor ponderación de bonos soberanos chilenos en portafolios *benchmark*, así como de la simplificación regulatoria para la adquisición de títulos de deuda por parte de no-residentes.

Resiliencia de la economía local

Chile es una economía emergente exportadora de *commodities*. Por tanto, existen diversos grupos de países con cuales es posible realizar un análisis comparado de la evolución de su posición financiera externa, y de sus condiciones macroeconómicas.

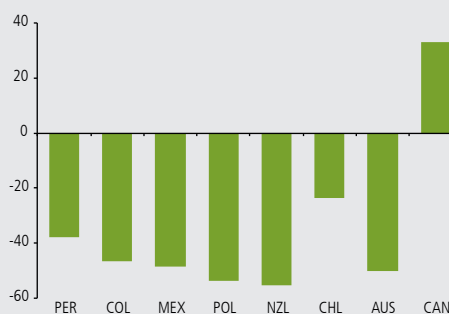
En relación con países emergentes, un análisis previo concluyó que estos elementos eran sólidos para la economía local (IEF del primer semestre de 2014). Así, el nivel de solvencia y liquidez externas eran elevados^{2/}, mientras que sus condiciones macroeconómicas domésticas eran favorables. Estos factores, junto a un marco de política de metas de inflación y régimen

^{2/} La solvencia externa se refleja en la posición de inversión internacional neta en términos de PIB. La liquidez externa se representa a través de la razón entre recursos disponibles y necesidades de financiamiento de corto plazo. Usualmente, se consideran como recursos disponibles las reservas internacionales, y como indicadores los de adecuación de reservas.

de tipo de cambio flexible, contribuyen a la mitigación de los efectos adversos de reversiones de capitales extranjeros. Una actualización de dicha comparación mantiene las conclusiones. En particular, la deuda pública se percibe contenida y las presiones inflacionarias bajas respecto de este grupo de países (anexo estadístico).

Dada la elevada integración financiera de Chile con el resto del mundo, otra comparación posible es con países exportadores de *commodities*, como Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Un elemento diferenciador de este tipo de economías respecto de emergentes es la poca relevancia de las reservas internacionales dentro de la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN). Esto se explica porque en estas economías los mercados financieros son más maduros. A su vez, a nivel local existe una mayor relevancia de los pasivos externos relacionados a inversión extranjera directa, la que tiende a ser menos volátil. Otro elemento que mitiga los riesgos de un eventual aumento los pasivos externos, es el alto nivel de activos externos, esto permite en que la PIIN sea relativamente más baja (gráfico I.20).

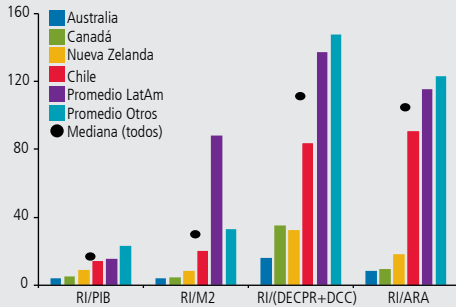
GRÁFICO I.20

Posición de inversión internacional neta 2018
(porcentaje del PIB)

Fuente: Banco Central en base a información del FMI y BM.

Además, la comparación de otras métricas de liquidez externa con este grupo de países exportadores de *commodities* confirma que la situación externa de Chile permanece sólida (gráfico I.21). De este modo, el nivel de reservas internacionales de Chile a abril de este año, que asciende a US\$37.095 millones (13,1% del PIB del cuarto trimestre del 2019) al cierre estadístico de este IEF, se considera adecuado. En efecto, Chile se encuentra calificado como mercado maduro respecto de su nivel de reservas, junto con países como Nueva Zelanda, Australia y Canadá (FMI, 2016).

GRÁFICO I.21
Índice de adecuación de reservas, diversas métricas (*)
 (porcentaje del PIB, veces)



(*) RI: reservas internacionales. DECPR: deuda externa de corto plazo residual. DCC: déficit en cuenta corriente. ARA: *Assessing Reserve Adequacy*. (FMI, 2016). El DCC es igual a cero cuando la cuenta corriente es superavitaria. Ninguna métrica considera los accesos a líneas de crédito flexibles del FMI que tienen algunos países.

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

Consideraciones finales

Las condiciones macroeconómicas de Chile se mantienen sólidas, otorgándole al país una posición favorable para enfrentar los efectos de factores externos. Su alta integración financiera internacional —expresada por sus niveles más altos de activos y pasivos externos— se acompaña de un marco de política que permite a la economía ajustarse más rápido ante disrupciones externas.

Dentro de ese contexto, es importante enfatizar que las acciones de emergencia tomadas por diversos países, incluido Chile, ante la crisis del Covid-19 podrían implicar menor espacio de política en el futuro. Por ello, seguirá siendo fundamental complementar el análisis de la efectividad de las medidas implementadas en los últimos meses con el constante monitoreo de la evolución de la situación global y sus implicancias para Chile.

II. USUARIOS DE CRÉDITO

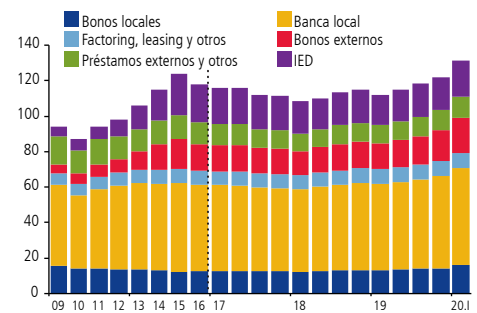
Desde el IEF anterior, la emergencia sanitaria está materializando el riesgo de deterioro de la actividad económica, identificado como central para usuarios de crédito en Informes previos. En el caso de las empresas, los eventos de octubre del año pasado, junto con una creciente dificultad para generar ingresos durante el presente año, debido a disrupciones en la capacidad productiva y en la demanda, se han traducido en un menor flujo de caja para honrar sus obligaciones financieras. En este contexto de deterioro económico, el sector inmobiliario también ha reducido su dinamismo con menor flujo de ventas, bajo inicio de nuevos proyectos y reducido crecimiento de precios. Por su parte, los hogares se ven enfrentados a un deterioro del mercado laboral, sin aún presentar aumentos relevantes en sus medidas de impago. Las políticas de mitigación implementadas han contribuido a que los usuarios de crédito no hayan deteriorado su posición financiera en una mayor magnitud. Hacia adelante, la evolución de la emergencia sanitaria y la efectividad de las medidas aplicadas determinarán el grado con el que se materialicen estos riesgos.

EMPRESAS

Los efectos de las restricciones a la actividad y la caída de ingresos producto de ellas, se reflejarán en un deterioro de la posición financiera de las empresas, limitando su capacidad de pago.

La deuda de las empresas alcanzó 131% del PIB a marzo de este año, impulsada en gran medida por la depreciación del peso (gráfico II.1). Esto corresponde a un crecimiento de 16% real anual (tabla II.1). Dicha evolución se vio impulsada principalmente por el aumento en los préstamos de la banca local, que crecieron cerca de 11% real anual, y por la deuda externa. El crecimiento de esta última se explica mayormente por la variación anual del tipo de cambio, que alcanzó una variación real anual de 26% al primer trimestre de este año (gráfico II.2).

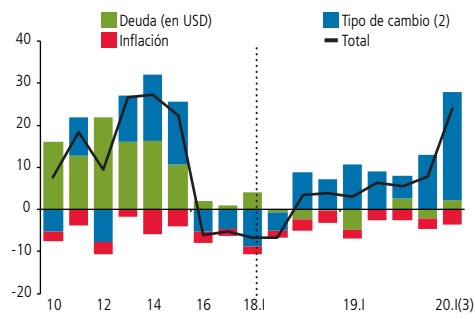
GRÁFICO II.1
Deuda total de empresas por tipo de deuda (1)
(porcentaje del PIB)



(1) Basado en información a nivel de empresas con la excepción de factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Hasta 2017 datos al cierre de año, después datos trimestrales. Dato a marzo de 2020 corresponde a una estimación de las fuentes de financiamiento con los datos reportados hasta la fecha. Para mayor detalle sobre series y metodología ver set de gráficos.

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

GRÁFICO II.2
Crecimiento de la deuda externa (1)
(porcentaje, variación real anual) (1)



(1) La deuda externa corresponde a bonos externos, préstamos externos, créditos comerciales más IED. Hasta 2017 datos a cierre de año, después datos trimestrales.

(2) Tipo de cambio corresponden al promedio del último mes.

(3) Dato a marzo de 2020 corresponde a una estimación de las fuentes de financiamiento con los datos reportados hasta la fecha.

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

TABLA II.1
Fuentes de financiamiento (1)
(variación real anual, porcentaje)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Participación	Contribución al crecimiento	
	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	(3)	(3)	
Deuda local	7,2	6,9	1,8	3,8	1,9	1,4	8,3	7,0	7,1	12,0	60,4	7,5
Préstamos bancarios y otros	9,4	7,3	2,9	5,4	1,1	0,8	7,9	6,0	6,6	10,0	48,2	5,1
Colocaciones comerciales (2)	9,5	7,4	2,4	5,8	0,8	-0,2	7,9	6,0	7,1	11,4	41,7	5,0
Factoring, leasing y otros (3)	8,5	6,9	6,1	3,0	3,1	7,4	7,5	6,1	3,8	1,8	6,5	0,1
Ins. de oferta pública locales (4)	-0,8	5,3	-2,8	-3,3	5,6	4,0	10,2	11,3	9,4	20,7	12,2	2,4
Deuda externa (5)	9,4	26,7	27,3	22,2	-6,0	-5,2	3,8	5,5	7,8	23,4	39,6	8,7
Préstamos (6)	0,3	2,9	15,2	4,3	-8,1	-19,7	6,9	7,6	10,4			
Créditos comerciales	-19,1	-0,7	-3,7	-1,2	-4,1	7,0	14,1	-5,7	-5,8			
Bonos	13,6	42,3	40,8	21,8	-7,2	-0,1	7,0	9,1	18,0			
Préstamos asociados a IED	36,0	48,4	33,1	37,8	-4,4	-4,1	-1,2	3,7	0,9			
Tipo de cambio	-7,7	11,0	15,8	14,9	-5,3	-4,5	7,1	5,5	13,0	25,7		
Total	7,9	12,9	10,5	11,0	-1,5	-1,3	6,5	6,4	7,4	16,3	100,0	7,4

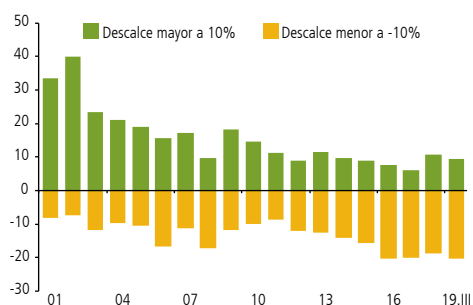
(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de Factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. No incluye deuda comercial universitaria.

(2) Incluye créditos comerciales de empresas y personas, COMEX y contingentes. No incluye créditos universitarios a personas.

(3) Áreas sombreadas corresponden a datos estimados a marzo 2020.

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

GRÁFICO II.3
Descalce de empresas reportantes CMF (*)
(porcentaje de los activos totales)



(*) Considera una muestra de empresas que reportan sus balances en pesos. Para mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

Por su parte, las obligaciones por bonos locales, a pesar de moderar su crecimiento anual en el último trimestre respecto al anterior, mantienen un dinamismo importante desde fines del año 2018, fundamentalmente con fines de refinanciamiento. Respecto de la deuda bancaria local, desde fines del 2019 se registra una mayor contribución de las empresas que reportan sus balances financieros a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) (llamadas reportantes), particularmente en el primer trimestre del 2020 (anexo estadístico).

Se mantienen los mitigadores discutidos en IEF previos, como la participación de la deuda externa asociada a Inversión Extranjera Directa (IED) y el acotado riesgo cambiario en las empresas reportantes.

Alrededor de un 45% de la deuda externa de las empresas corresponde a préstamos asociados a IED. Esta deuda se caracteriza por un menor grado de exigibilidad en comparación a una obligación pactada con una institución financiera, debido a la relación de propiedad entre el deudor y el acreedor.

Respecto de la deuda externa distinta de préstamos asociados a IED, el riesgo cambiario se encuentra atenuado. Dos tercios de esta deuda se encuentra en los balances de firmas con contabilidad en dólares; en tanto el resto está en manos de firmas que —teniendo contabilidad en pesos— cuentan con apropiados niveles de cobertura cambiaria. En específico, empresas con descálces cambiarios superiores a 10% de sus activos corresponden a 10% de los activos totales del sector (gráfico II.3).

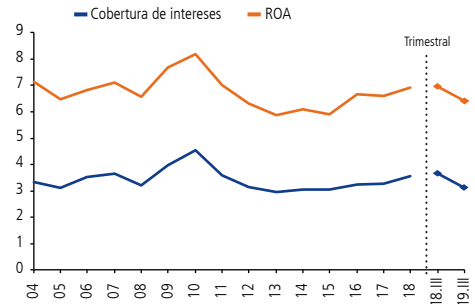
Datos preliminares al cierre del 2019, muestran que las empresas reportantes experimentaron un deterioro en sus indicadores financieros.

La rentabilidad sobre activos de las empresas, alcanzó 6,4%, mientras que la cobertura de intereses se ubicó en 3,1 veces, cifras que se comparan negativamente con 7,0% y 3,7 veces del año anterior, respectivamente (gráfico II.4). El deterioro observado se explica por varios factores: (i) algunas empresas redujeron sus utilidades con respecto a años previos; (ii) mayor gasto financiero, explicado en parte por un cambio contable asociado al reconocimiento de contratos de arriendo^{1/}; y (iii) aumento de activos con respecto al año anterior por compra de participaciones y cambio contable. Respecto de los indicadores de liquidez, se registró un deterioro generalizado hacia finales del 2019. Sin embargo, para la totalidad de las empresas del sector, el stock de bonos locales creció aproximadamente un 10% real durante el primer trimestre del 2020 respecto a diciembre de 2019, situación que apoyaría la liquidez de las firmas.

En relación a los efectos de la emergencia sanitaria, la cual ha mermado las capacidades de las firmas para generar flujo de caja, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de este año indica mayor demanda por parte de las grandes empresas, las cuales estarían utilizando los fondos para satisfacer sus mayores necesidades de liquidez. Al respecto, utilizando una muestra de treinta empresas que reportaron balances a la CMF al cierre del 2019, se realiza un ejercicio de tensión para los flujos de caja. La muestra incluye empresas de los sectores construcción, consumo, alimentos y otros varios. Estas en conjunto representan cerca de 25% de los activos consolidados del sector corporativo a septiembre del 2019 (excluyendo servicios financieros, minería y estatales). Los resultados de este ejercicio sugieren que, bajo un escenario donde los ingresos de dichas firmas se redujeran a la mitad, la mayoría de ellas podría solventar sus gastos por más de seis meses. En una situación más estresada, donde los ingresos fuesen iguales a cero, la mayor parte de las empresas tendrían caja suficiente para solventar a lo más seis meses de gastos (gráfico II.5).

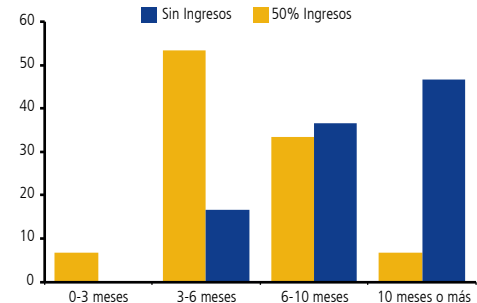
Complementariamente, se realiza un ejercicio de tensión a partir de información granular de ventas, aproximaciones de gastos, y una proyección de sus ingresos futuros de acuerdo a la evolución esperada para la actividad de cada sector para un conjunto amplio de empresas. Se configuran escenarios de tensión con cuatro meses consecutivos de caídas en ventas, tras lo cual se acumula una baja promedio en torno a 10%. Los resultados indican que el número de firmas con flujo de caja negativo —es decir, con gastos mayores a sus ingresos— aumentaría entre 50 y 60% respecto de lo visto en el segundo trimestre del 2019. De este modo, para cubrir los menores ingresos requerirían de financiamiento adicional (Grupo de Microdatos DPM, 2020).

GRÁFICO II.4
Evolución histórica de indicadores (*)
(porcentaje, veces)



(*) ROA: Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales. Cobertura: Utilidad antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anuales. Datos Consolidados. No considera empresas estatales ni aquellas clasificadas en los sectores Servicios Financieros y Minería.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRÁFICO II.5
Meses de caja (*)
(porcentaje del total de firmas)



(*) Corresponde a una sub-muestra de 30 empresas a diciembre de 2019 analizadas para los sectores económicos: Consumo, Alimentos, Construcción, Servicios y Otros. Ejercicio de liquidez corresponde a estimar la caja y otros activos corrientes, bajo ciertos ajustes, comparados con las obligaciones en los próximos meses, para así representar en una medida estándar los meses de caja disponible para un grupo de empresas.

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

^{1/} Norma Internacional de Información Financiera N°16 (NIIF 16). También afectó indicadores de flujo, su impacto está incorporado en los datos al cierre de 2019.

En el actual contexto de deterioro económico, además de la relevancia del canal del crédito mediado por la banca, se vuelve importante la continuidad de la cadena de pagos entre empresas. La evidencia indica que las compras a crédito entre firmas son ampliamente utilizadas por las empresas en Chile para financiarse en el corto plazo, alcanzando en promedio un 8% de sus obligaciones totales. Por tanto, no sólo la banca está expuesta a situaciones donde las empresas no dispongan de liquidez suficiente para realizar sus pagos, sino también otras firmas acreedoras (Recuadro II.1).

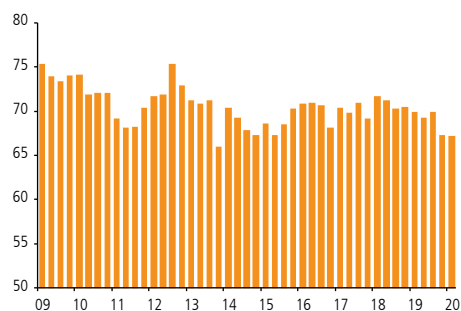
Los impactos económicos de la emergencia sanitaria podrían ser mayores y más persistentes si no se cuenta con recursos suficientes para satisfacer las necesidades de caja de las firmas. Las empresas reportantes, las cuales se financian mayormente con bonos, tanto locales como externos, podrían requerir del crédito bancario local para satisfacer dichas necesidades adicionales. De ser así, existe el riesgo de que desplacen a las firmas de menor tamaño en el mercado local, agudizando la escasez de liquidez para las excluidas. En ese sentido, políticas que permitan avanzar en la activación del mercado bonos permitiría que estas firmas pueden obtener el financiamiento requerido sin generar interrupciones financieras en otros agentes.

La exposición directa de los bancos a grandes firmas es elevada, por lo que un deterioro de estas tendría impactos relevantes en la cartera de la banca.

Como se ha mencionado en IEF previos, la deuda de este grupo de firmas está distribuida entre diversas fuentes de financiamiento. Entre estas, destaca la banca local con un 15% de la deuda financiera total del sector al 2019, cifra que da cuenta de un cambio relevante en estructura de pasivos cuando se compara con el 60% de principios de los noventas (Espinosa y Fernández, 2015). Esto no solo ocurrió debido a una mayor diversificación de financiamiento, sino también por el aumento de sus activos. Sin embargo, la exposición de los bancos a estas firmas es relevante (gráfico II.6).

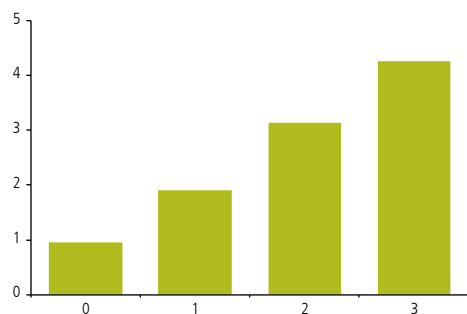
Los créditos bancarios a grandes empresas quedan registrados dentro de la cartera de evaluación individual. Siguiendo la normativa de provisiones de la CMF, los bancos agrupan a estos deudores según su riesgo de crédito entre cartera normal, sub-estándar e incumplimiento. Así, la cartera normal de evaluación individual representa 80% de las colocaciones comerciales de la banca. Dentro de esta cartera normal, los deudores reciben clasificaciones de riesgo que pueden mapearse con aquellas que generan agencias externas. Relacionando estas últimas con la medida de probabilidad de quiebra de Moody's, es posible ponderar por riesgo de impago las deudas de estas firmas, obteniendo la deuda total en riesgo (DeR). Así, la DeR asociada a grandes deudores representaba 1% del PIB a enero de 2020 (gráfico II.7). Si bien esta cifra es acotada, podría aumentar a 3,1% del PIB si es que todas las firmas aumentaran sus probabilidades de quiebra en una proporción consistente con una rebaja de dos categorías de riesgo de las clasificaciones de agencias externas. Cabe mencionar que existen varios mitigadores para este riesgo: provisiones, garantías y capital. En IEF previos hemos discutido sobre los alcances de cada uno de ellos bajo escenarios de tensión de carácter sistémicos. En tales escenarios, el aumento del riesgo de crédito trae aparejada

GRÁFICO II.6
Relevancia empresas reportantes en los 100 mayores deudores
(porcentaje de la deuda comercial)



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

GRÁFICO II.7
Deuda comercial en riesgo (*)
(porcentaje del PIB y rebajas de rating)



(*) Corresponde al valor de las colocaciones comerciales clasificadas en las categorías A1-A6 ponderadas por las probabilidades de quiebra equivalentes de las distintas clasificaciones de riesgo.

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

una caída de precios de activos, disminuyendo así la potencia de mitigadores menos líquidos. Por lo anterior resulta relevante el contar con herramientas que reduzcan el deterioro financiero de grandes firmas y faciliten acceso a distintas fuentes de financiamiento.

La aplicación de políticas de mitigación ha contribuido a que los indicadores del sector no se hayan deteriorado en mayor magnitud.

Los eventos de octubre del año pasado, asociados a las protestas sociales, afectaron la demanda enfrentada por algunas empresas y, por ende, su capacidad de pago. En aquel periodo se produjo un cierre forzado de algunos locales y hubo apertura parcial de otros, por lo que ciertas firmas vieron afectada su capacidad para generar ingresos. En consecuencia, entre octubre y noviembre del año pasado, se observó un aumento importante en los atrasos en créditos bancarios hasta 60 días. Dichos atrasos mostraron una marcada disminución en diciembre (anexo estadístico) lo que parecería indicar reprogramaciones de dichos deudores por parte de los bancos.

Desde mediados de marzo de este año los efectos de la emergencia sanitaria se han reflejado en un menor nivel de actividad de las empresas. Debido a esto, en los próximos meses podría materializarse un aumento en el incumplimiento de sus obligaciones, el cual podría mitigarse dependiendo de su acceso al crédito. La flexibilización de la normativa para reprogramación de créditos en cuotas implementada por la CMF, el acceso a la línea Covid-19 mediante la ampliación de las garantías estatales (FOGAPE y FOGAIN), el programa de protección al empleo, y la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) aplicada por el BCCh, están contribuyendo a mitigar el impacto económico de la emergencia sanitaria sobre el sector.

Respecto a la línea Covid-19, que financia capital de trabajo en función de las ventas pasadas de las firmas, es importante considerar la alta heterogeneidad en los niveles de endeudamiento inicial respecto de ventas (tabla II.2). Esto configura un escenario más complejo para aquellas que tienen niveles de endeudamiento significativo, pues podrían enfrentar dificultades para acceder a nuevos créditos o elevar su carga de endeudamiento hasta niveles difíciles de sostener. En contraste, firmas que tengan tanto niveles saludables de endeudamiento como positivas perspectivas de ventas futuras se verán beneficiadas por la línea de crédito Covid-19.

TABLA II.2
Deuda sobre ventas

(meses de ventas, número de empresas)

	p10	p25	p50	p75	p90
Manufactura	0,0	0,0	0,3	1,6	3,3
Comercio	0,0	0,0	0,2	1,4	3,0
Construcción	0,0	0,1	0,5	1,7	4,2

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

En síntesis, los efectos de las restricciones a la actividad y la caída de ingresos producto de ellas, se reflejarán en un deterioro de la posición financiera de las empresas, limitando su capacidad de pago. Al primer trimestre del 2020, la deuda total de las empresas alcanzó, en el agregado, 131% del PIB. Esto representa un incremento respecto del IEF previo y se explica, en gran medida, por la depreciación del peso frente al dólar, lo que genera una revalorización de la deuda externa. Entre firmas de mayor tamaño y que reportan sus balances financieros a la CMF, se aprecia que una fracción de ellas necesitará financiamiento adicional para complementar su flujo de caja. Si bien estas empresas se financian mayormente con bonos, tanto locales como externos, podrían requerir del crédito bancario local para satisfacer dichas necesidades. A su vez, en el caso de las empresas cuya fuente de financiamiento principal es la banca, algunas de ellas presentan vulnerabilidades previamente incubadas que derivan de la menor actividad económica observada desde octubre de 2019, producto de las protestas sociales. En este contexto, este grupo enfrenta el potencial riesgo de verse desplazado por firmas de mayor tamaño en el mercado bancario local, si estas últimas no pudieran financiarse mediante la emisión de bonos. Por ello resulta fundamental avanzar en la activación de este mercado.

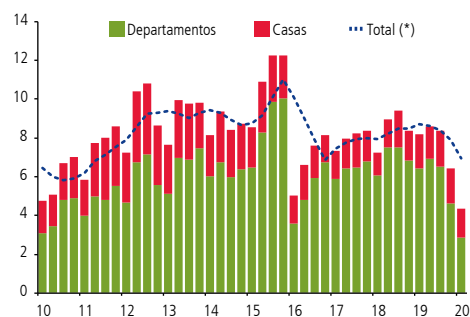
SECTOR INMOBILIARIO

Con respecto al IEF anterior, el sector inmobiliario residencial disminuyó su dinamismo. Esta situación podría intensificarse en lo venidero y exponer las vulnerabilidades destacadas en Informes previos, como por ejemplo la alta participación de inversionistas minoristas apalancados.

Desde el último Informe el sector inmobiliario residencial ha presentado menor actividad, respecto a lo observado en los últimos años. Este ajuste, iniciado con las protestas sociales de mediados de octubre de 2019, se intensificó producto de la emergencia sanitaria que se enfrenta a nivel mundial. El actual escenario afecta a las empresas constructoras e inmobiliarias que han debido paralizar proyectos y han visto reducidas sus ventas. Asimismo, las instituciones financieras que financian a dichas firmas podrían verse afectadas por los *shocks* de ingreso que enfrentan sus deudores. Finalmente, los inversionistas minoristas apalancados que utilizan los ingresos por arriendo para pagar sus hipotecas pudieran tener dificultades ante el deterioro del mercado del trabajo.

Respecto de las ventas de viviendas nuevas en la Región Metropolitana (RM), información de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) indica que éstas se redujeron un 50% anual en el primer trimestre del 2020 (gráfico II.8). Esta caída en las ventas se concentró, principalmente, en el mercado de departamentos. Por su parte, la venta en casas también presentó caídas, las que fueron mitigadas en parte por el segmento con subsidio. Según el estado de la obra, el 40% de las unidades vendidas se encontraban próximas a su entrega (terminadas y en terminaciones) (anexo estadístico), mientras que alrededor de la mitad estaba en etapa de construcción. Por su parte, la oferta de viviendas nuevas en RM se ha reducido, ubicándose en torno a 46 mil unidades. De éstas, un gran porcentaje se encuentra en etapas iniciales (construcción o sin

GRÁFICO II.8
Ventas de viviendas nuevas en Santiago
(miles de unidades)



(*) Promedio móvil anual.

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

ejecución) (gráfico II.9), lo que mitigaría las necesidades de liquidez de parte de las firmas del sector. Lo anterior, toma relevancia por cuanto necesidades de flujo de caja podrían motivar la venta con descuentos en determinados proyectos, situación que podría volverse sistémica en caso de afectar las expectativas de otros agentes.

En este contexto, la actual emergencia sanitaria pone el foco de las empresas del sector, al igual que en el resto de las empresas, en el flujo de caja de los próximos meses. Así, la efectividad de las medidas de apoyo a las empresas, anunciadas por las autoridades será crucial en la capacidad de recuperación del sector una vez superada la emergencia sanitaria. Con todo, información de mercado sugiere que es probable que se produzcan ajustes a la baja en los volúmenes de inversión para los próximos años.

Los distintos indicadores reales de precios de vivienda registraron tasas de crecimiento a nivel nacional en torno a 5% en 2019, mostrando una moderación respecto de los años anteriores. En la RM la situación es similar, con una moderación en las tasas de crecimiento, tanto en casas como en departamentos (tabla II.3). Información de promesas de compraventa, así como de precios listados, indica que esta moderación en los precios de venta se mantuvo en el primer trimestre del 2020.

TABLA II.3
Índice de precios de viviendas (*)
(variación real anual, porcentaje)

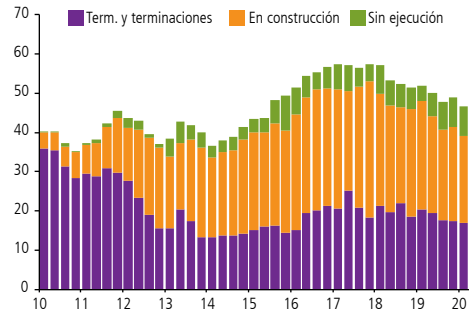
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
IPV BCCh							
Nacional	7,6	8,0	10,1	2,8	7,2	7,3	5,8
Casas	7,0	7,5	9,3	1,9	7,3	8,6	7,3
Deptos	8,5	8,6	11,0	3,9	7,1	6,0	4,2
Zona norte	10,6	5,6	8,6	0,3	2,1	4,2	2,0
Zona centro	4,8	5,8	8,9	4,1	6,8	5,5	5,0
Zona sur	3,7	5,9	8,6	2,9	6,5	10,0	7,3
RM	8,9	9,6	11,0	2,7	8,1	7,5	6,1
IRPV CChC							
Casas	5,9	10,7	7,1	2,3	2,9	5,0	6,8
Deptos	6,3	9,8	5,1	6,3	1,0	6,7	7,6
Clapes-UC/Real Data							
Casas	7,6	7,8	10,7	4,0	4,0	7,9	6,0
Dptos	13,0	9,7	12,7	4,4	2,5	6,8	5,2

(*) IPV del BCCh reporta precios a partir de escrituraciones, CChC reporta precios a partir de promesas (viviendas nuevas) en el Gran Santiago y Clapes UC/Realdato reporta precios de viviendas usadas en RM en base a escrituraciones. Datos IPV 2018 y 2019 preliminares, 2019 al 3er trimestre.

Fuente: Banco Central de Chile, Cámara Chilena de la Construcción y Clapes UC/Real Data.

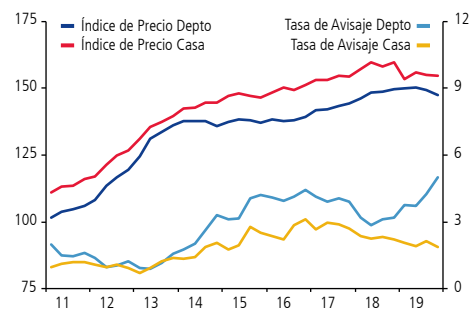
Respecto del mercado de arriendos, los precios listados mostraron una moderación a fines del 2019, producto de las turbulencias políticas y sociales. Esta moderación estuvo concentrada principalmente en el mercado de departamentos, pero presentó heterogeneidad a través de comunas. A su vez, al cuarto trimestre del 2019, se observó una mayor holgura en este segmento, medida mediante aumentos en unidades disponibles para arriendo (gráfico II.10). Datos preliminares indican que esta situación se habría mantenido al primer trimestre del 2020.

GRÁFICO II.9
Oferta disponible de viviendas nuevas en Santiago
(miles de unidades)



Fuente: CChC.

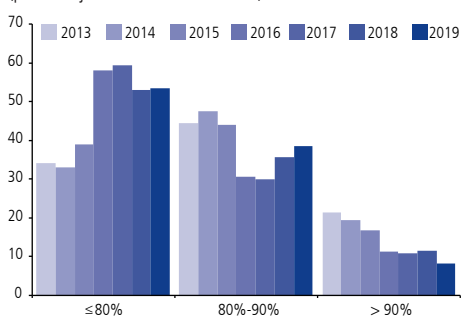
GRÁFICO II.10
Precios de arriendo y tasa de avisaje
(índice base 2007:T1 = 100, porcentaje)



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

GRÁFICO II.11

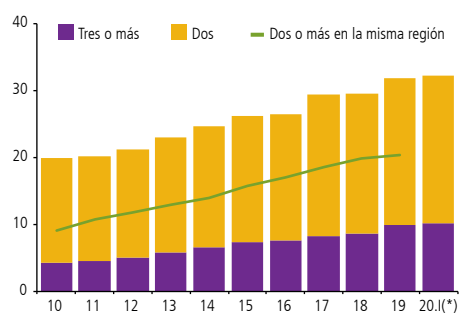
Razón deuda a garantía
(porcentaje de las escrituraciones)



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

GRÁFICO II.12

Deuda según número de créditos y transacciones
hipotecarias por deudor (*)
(porcentaje del total)



(*) A diciembre de cada año. Barras corresponden a información de número de créditos hipotecarios bancarios ponderados por deuda (CMF). Líneas corresponden a información de número de transacciones hipotecarias en la misma región ponderados por deuda (SII). Información preliminar para el año 2019 y estimada para marzo de 2020.

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

El deterioro en el mercado del trabajo debiera aumentar estas mayores holguras. Esta situación podría tensionar la capacidad de pago de aquellos deudores hipotecarios que dependen del arriendo para pagar sus créditos (inversionistas minoristas apalancados), exponiendo una de las principales vulnerabilidades destacadas en Informes previos. Así, un deterioro en el mercado laboral mayor al esperado, o por un periodo de tiempo más prolongado, corresponde al principal riesgo para estos agentes. Lo cual podría gatillar ventas de activos y presiones adicionales a la baja en precios por aumento en la oferta de unidades disponibles. En este sentido, el accionar de los mitigadores implementados — el programa de protección al empleo, la flexibilización de la normativa para reprogramar créditos en cuotas, y la postergación de pagos— contribuyen a aliviar estas presiones.

Desde el IEF anterior, las condiciones de financiamiento se han tornado más restrictivas, en un contexto donde las tasas de interés se han ajustado al alza, aunque permanecen en niveles bajos.

Al primer trimestre del 2020, las colocaciones hipotecarias continuaron creciendo a un ritmo cercano a 8% real anual, en un contexto donde las tasas de interés permanecen en niveles bajos. Si bien desde octubre del año pasado las tasas de colocación para créditos hipotecarios han presentado aumentos, el nivel de éstas sigue siendo bajo en perspectiva histórica (Capítulo III).

Hacia el cierre del 2019, la relación deuda a garantía aumentó levemente su participación en créditos financiados entre el 80-90%, sin embargo, la participación de aquellos sobre 90% disminuyó (gráfico II.11).

Por su parte, de acuerdo a la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) para el primer trimestre de este año, la demanda habría dejado de expandirse mientras que las condiciones de otorgamiento de crédito hipotecario se habrían vuelto algo más restrictivas tras el inicio de las protestas sociales, mientras que, durante el primer trimestre del 2020, tanto la demanda como la oferta acentuarían su caída.

La participación de los deudores con más de un crédito continuó aumentando a marzo de este año, alcanzando una participación sobre 30% del stock de deuda hipotecaria bancaria (gráfico II.12). Esto ha coincidido con un mayor volumen de crédito destinado a aumentar el número de hipotecas desde la segunda mitad del 2019, el cual se moderó durante este año (gráfico II.14). En tanto, al cierre del 2019, la participación de quienes han adquirido más de una propiedad, financiada con crédito se estabilizó en torno a 20%. Dicha estabilización estaría en línea con la disminución de ventas observada en el segmento departamentos de menor valor, en el cual se han concentrado los inversionistas minoristas apalancados.

Por su parte, los desistimientos de promesas de compra venta de aquellas empresas que reportan a la CMF presentaron un leve aumento y una mayor dispersión al cierre del 2019 (anexo estadístico). Mientras, en las empresas inmobiliarias que no reportan a la CMF, y que en su mayoría se financian con la banca local, aumentaron sus indicadores de impago en el cuarto trimestre.

En el mercado inmobiliario no residencial los precios de arriendo de oficinas se mantuvieron relativamente estables y las tasas de vacancia presentaron ajustes a la baja.

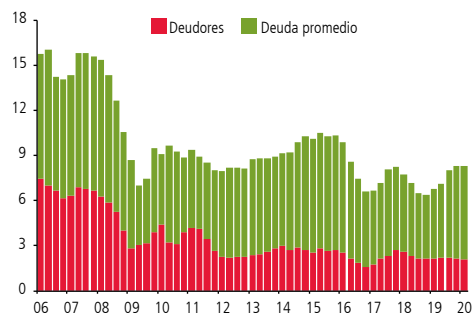
En el primer trimestre de este año, el mercado de oficinas de la RM de la clase A/A+ presentó una mantención en los precios de arriendo y una caída en la tasa de vacancia, alcanzando un 4,4%. Lo anterior se asocia, principalmente, a la escasa entrada de nueva oferta. Por su parte, el precio de arriendo del segmento de oficinas clase B aumentó 1%, mientras que la tasa de vacancia continuó a la baja, ubicándose en 6,5% (anexo estadístico). Las perspectivas para el mercado de oficinas son favorables, dada la escasa entrada de proyectos esperada para el año. Así, los efectos de una eventual mayor debilidad en la demanda por oficinas podrían ser mitigados por la posición cíclica de la oferta. Hacia adelante, los cambios tecnológicos surgidos como respuesta a la emergencia sanitaria pudieran gatillar ajustes en las variables de equilibrio del sector.

En síntesis, el sector inmobiliario residencial presentó una mayor debilidad luego de los eventos locales de octubre, lo que se reflejó, principalmente, en el segmento de departamentos. En la misma línea, los precios de arriendo de este tipo de viviendas mostraron menor crecimiento, junto con una mayor holgura. Con todo, al cierre estadístico de este Informe, los precios de venta agregados continuaban creciendo a nivel nacional a un ritmo cercano a 5% real anual. Hacia adelante se espera que los efectos de la emergencia sanitaria profundicen la reducción en la demanda, lo que tendería a disminuir el grado de expansión de los precios. Respecto de la oferta, la industria ha mostrado signos de un ajuste lo que también podría gatillar aumentos de desempleo en el sector.

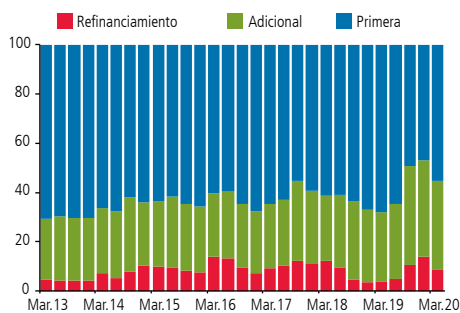
HOGARES

En el escenario actual, los hogares enfrentan un importante deterioro en el mercado laboral, el cual corresponde al principal riesgo identificado en ediciones previas. Una serie de medidas implementadas apuntan a mitigar los efectos de esta coyuntura sobre el sector.

Desde el IEF anterior, la deuda de los hogares disminuyó su ritmo de expansión a 5,7% real anual, mayormente debido a una importante reducción en el componente no-hipotecario bancario (tabla II.4). Dicha disminución coincidió con la implementación de medidas de confinamiento, las cuales han mermado la capacidad para generar ingresos y reducido el consumo de las familias. También ha contribuido al ajuste el mayor ahorro precautorio, el cual usualmente se produce ante periodos de mayor incertidumbre. Por otro lado, el mayor riesgo asociado al actual escenario eleva el costo del crédito. La relativa estabilidad en las tasas de interés de consumo indica que ha primado la menor demanda asociada a los dos primeros factores.

GRÁFICO II.13
Deuda hipotecaria bancaria
(variación real anual, porcentaje)


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

GRÁFICO II.14
Flujo de crédito hipotecario bancario por tipo de operación
(porcentaje de créditos hipotecarios)


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

En términos de riesgos financieros, el nuevo escenario asociado a la emergencia sanitaria ha gatillado una disminución en actividad, que se ha traducido en un deterioro del mercado laboral. Los efectos de la menor actividad se han concentrado hasta ahora en ciertos sectores más vinculados a trabajo presencial, como comercio, transportes y construcción. Estos desarrollos han motivado diversas acciones de política para mitigar los efectos del *shock* adverso.

TABLA II.4
Deuda de los hogares

(variación real anual, porcentaje del PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019				2020	Cont.	Part.
	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I	al	Part.
Crecimiento real anual																
Hipotecaria	6,8	7,3	7,6	8,9	9,9	9,6	6,7	8,1	6,5	6,9	7,2	8,0	8,1	8,0	4,4	59
Bancaria	9,1	8,2	8,3	9,1	10,5	10,6	6,6	8,3	6,4	6,8	7,1	8,0	8,3	8,3	4,4	54
No bancaria	-7,2	0,9	2,5	6,9	4,7	1,1	7,9	6,4	7,8	8,4	7,4	7,9	5,7	4,9	0,3	5
No Hipotecaria	8,7	10,7	6,9	8,4	3,5	5,7	6,8	6,9	7,3	8,2	6,8	6,7	4,6	2,5	1,1	41
Total	7,6	8,8	7,3	8,7	7,1	7,9	6,7	7,6	6,8	7,5	7,0	7,5	6,6	5,7	5,7	100
En relación al PIB																
Hipotecaria	20	20	21	22	24	25	26	27	28	28	28	29	30	30		
No Hipotecaria (*)	16	16	17	18	18	18	19	19	20	20	21	21	21	21		
Total	36	37	38	40	42	43	45	46	48	48	49	49	50	52		

(*) Incluye deuda de consumo bancaria, en casas comerciales, cajas de compensación y asignación familiar, cooperativas de ahorro y crédito, deuda universitaria (CAE en bancos y Fisco, con recursos propios de bancos y CORFO), compañías de leasing y seguro, automotoras, y gobierno central (FONASA y otros). A partir de 2015.II datos de Cencosud son estimados usando estados financieros de Scotiabank. Datos proyectados para 2020.I

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

Al primer trimestre del 2020, tras un consistente aumento en la tasa de expansión de la deuda hipotecaria bancaria durante el 2019, se ha registrado estabilidad en torno a un crecimiento de 8% real anual. Esto se ha dado en un contexto de bajas tasas de expansión de los precios de vivienda, lo cual está en línea con la evolución reciente de los montos promedio de crédito (gráfico II.13). Estos desarrollos podrían verse afectados por el rebalanceo de condiciones macro-financieras en el escenario local, donde se observa un deterioro del mercado del trabajo, mayores tasas de interés hipotecarias (Capítulo III), una disminución en el volumen de ventas del sector inmobiliario residencial (gráfico II.8) y un menor crecimiento de los precios de vivienda (tabla II.2).

Los elementos anteriores han modificado el riesgo y costo relativo de contraer y mantener obligaciones financieras, en distintas magnitudes dependiendo de las características del deudor. Así, para mitigar el riesgo de crédito, la CMF, el Ministerio de Hacienda y el BCCh han implementado una serie de medidas (tabla I.3 y Capítulo V). En particular, a comienzos de abril la CMF flexibilizó la norma de provisiones para la reprogramación de créditos en cuotas, así los bancos, cooperativas y mutuarías, no requieren computar mayores provisiones cuando no se efectúen los pagos asociados a las flexibilizaciones otorgadas a sus clientes. Al cierre de este Informe, se habían producido sobre 800 mil reprogramaciones por montos equivalentes a más de 20% de la cartera

bancaria total. Alrededor de 90% de estas operaciones correspondían a créditos de consumo e hipotecarios, el resto a la cartera comercial. Esto contribuye a disminuir la carga financiera de los hogares que reprograman sus deudas.

Con respecto al refinanciamiento de créditos hipotecarios, los cuales también permiten reducir la carga financiera de las familias, en diciembre se observó un aumento sustantivo en este tipo de operación, el cual se redujo desde entonces, junto con la obtención de créditos nuevos y adicionales. Esto coincidió con la implementación de medidas de confinamiento, las cuales han dificultado la tramitación de este tipo de contratos (gráfico II.14). Hacia adelante la composición de la deuda de los hogares debiera presentar ajustes, ya que la capacidad para adquirir un crédito puede verse disminuida entre quienes pierden ingresos, y a la vez aumentar los incentivos para refinanciar deudas previas de modo de reducir la carga financiera entre los hogares con restricciones de financiamiento (Chen et al., 2013).

Por su parte, la deuda no-hipotecaria presentó un menor dinamismo respecto al IEF anterior, alcanzando una tasa de crecimiento de 2,5% real anual. Como se mencionó antes, esto se vio influido mayormente por el componente bancario. Sin embargo, en el mismo lapso, la deuda no-bancaria también moderó su expansión, mayormente entre casas comerciales, CCAF y cooperativas (gráfico II.15). Dicha evolución se produjo en un contexto de mayor incertidumbre y medidas de confinamiento, las cuales han redundado en menor consumo. Con todo, la deuda total de los hogares se ubicó en 52% del PIB al primer trimestre del presente año (tabla II.4).

Información granular da cuenta que, tanto el endeudamiento como la carga financiera bancaria, se han mantenido estables en el último año como proporción del ingreso.

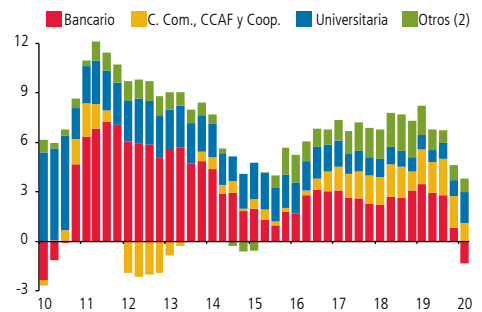
Mediante una muestra de datos administrativos para deudores bancarios asalariados^{2/} es posible construir indicadores de deuda bancaria sobre ingreso (RDI) y de carga financiera sobre ingreso (RCI). Con información a febrero del presente año se observaba que la mediana del RDI —incluyendo obligaciones de consumo e hipotecarias— se ubicó alrededor de 5 veces el ingreso mensual individual, confirmando la tendencia agregada de apalancamiento (gráfico II.16). En tanto, la razón de carga financiera sobre ingreso aumentó levemente desde el IEF anterior, ubicándose en 24% del ingreso mensual para el deudor representativo.

Diversos indicadores de vulnerabilidad de los deudores bancarios sugieren que esta se ha mantenido contenida en el último año.

Como se ha señalado en Informes previos, el sector de hogares no presentaba vulnerabilidades relevantes, con la excepción de ciertos segmentos más apalancados y con alta carga financiera. En ciertos casos, el servicio de deuda había disminuido entre los deudores hipotecarios que refinanciaron sus créditos

^{2/} Panel desbalanceado con alrededor de 5 millones de observaciones mensuales para empleados asalariados proveniente de la SUSESO.

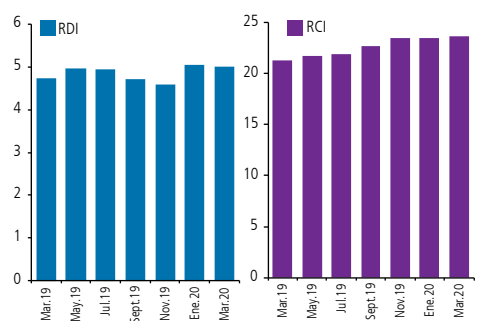
GRÁFICO II.15
Deuda no hipotecaria (1)
(variación real anual, porcentaje)



(1) Al cuarto trimestre de 2019 la participación sobre el stock de deuda total es de 20% para consumo bancario, 9% las casas comerciales, CCAF y cooperativas de ahorro, 7% deuda universitaria y 6% para otros. (2) Otros incluye compañías de leasing y seguro, automotoras y gobierno central (FONASA y otros).

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

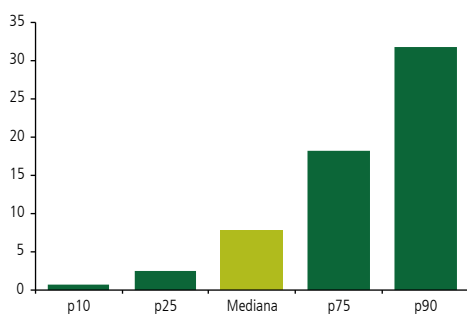
GRÁFICO II.16
Indicadores para deudores bancarios asalariados (*)
(veces el ingreso mensual; porcentaje del ingreso mensual)



(*) Construidos a partir de deuda bancaria e ingresos reportados para un panel desbalanceado de empleados de la administración pública. Datos a marzo de cada año.

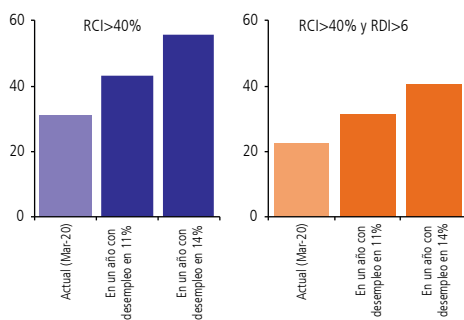
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SUSESO.

GRÁFICO II.17
Cobertura bancaria con cupos disponibles
(percentiles, meses)



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

GRÁFICO II.18
Distribución de endeudamiento y carga a ingreso
(porcentaje de deudores)



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

en un ambiente de tasas de interés históricamente bajas. La información a marzo indica que los indicadores de incumplimiento se han mantenido en niveles bajos y estables, con un aumento en el caso de deudas de consumo bancario desde octubre del año pasado. En el caso de las obligaciones hipotecarias, los indicadores de impago no han mostrado mayores cambios en los últimos tres años (Capítulo III).

Hacia adelante, la evolución de la situación financiera de los hogares dependerá de la profundidad y persistencia del *shock* de actividad y su interacción con los mitigadores implementados. Así, se vuelve relevante el monitoreo de aquellos agentes con altos niveles de deuda y/o carga financiera sobre ingreso, que estarían asociados a una mayor probabilidad de impago (Gerardi et al., 2018). En el caso de Chile, con información de la EFH 2017, hogares con ingreso familiar mediano y RCI inferiores a 40% enfrentan una probabilidad de impago en consumo cercana a 40%, mientras que aquellos con RCI sobre 80% tendrían sobre 50% de probabilidad de impago en dicha deuda (Córdova y Cruces, 2019).

Para una muestra de deudores bancarios asalariados, se tiene que el individuo representativo (mediano) podría pagar sus obligaciones durante alrededor de ocho meses utilizando exclusivamente tarjetas y líneas de crédito. Por otro lado, un cuarto de los deudores en la muestra podría financiar a lo más tres meses de obligaciones bancarias con sus productos rotativos (gráfico II.17). Además, en el último año, la proporción de hogares con RCI sobre 40% de su ingreso tuvo un leve aumento desde 27 a 31%. Finalmente, respecto del grupo que reviste mayor riesgo (alta deuda y carga respecto de sus ingresos) estos aparecían estables a marzo de este año en torno a 20% del total de deudores en la muestra (gráfico II.18).

Con el fin de realizar ejercicios de tensión a la situación financiera de los hogares se plantean dos escenarios. En el primero, la tasa de desempleo nacional aumenta en un año hasta 14%. En el segundo escenario, la tasa de desempleo se eleva hasta 11% en un año. En ambos ejercicios la destrucción de empleos se concentra en los sectores de construcción, comercio y otros servicios. Es importante destacar que estos escenarios no corresponden a proyecciones del rumbo futuro del mercado laboral, sino que ilustran la relevancia del canal de la pérdida de ingreso en las finanzas de los hogares y en los efectos para la banca.

El modelo subyacente contempla dos etapas. En la primera, se relaciona la probabilidad de destrucción de empleo individual con características del trabajador y de la relación laboral con el empleador. Luego, en la segunda etapa se relaciona el impago de la deuda correspondiente con la probabilidad de pérdida del empleo, nivel de ingreso y otros controles.

Bajo dicho marco se realiza una simulación, que se basa en datos administrativos para deudas bancarias y relaciones empleado-empleador existentes hasta el primer trimestre del 2020 (Córdova y Valencia, 2020). Bajo el escenario de mayor desempleo antes descrito se produciría un aumento sustancial de la proporción de individuos vulnerables. Esta fracción pasaría desde el actual 20% hasta 40% de los deudores dentro de un año (gráfico II.18). Esto se traduciría

en mayor impago bancario, el cual medido como deuda en riesgo pasaría desde 1,1 a 3,4% del PIB en el transcurso de un año, ubicándose 1pp por sobre lo visto durante la crisis financiera global (gráfico II.19). Con una menor tasa de desempleo, los efectos en riesgo de crédito serían sustancialmente menores. En específico, los deudores más vulnerables aumentarían sólo hasta 31% — en lugar de 40%— y la deuda en riesgo llegaría a 2,3% del PIB, un punto porcentual debajo del escenario con más desempleo. La menor pérdida de empleo tiene mayor efectividad reduciendo el riesgo de crédito de la cartera hipotecaria, mientras la deuda de consumo en riesgo es la que más aumenta proporcionalmente. Un ejercicio análogo, que utiliza el mismo escenario de tensión con información a nivel de hogar de la Encuesta Financiera de Hogares 2017 (Madeira, 2020), arroja resultados similares a los antes descritos. Estos análisis no incorporan otras políticas de mitigación implementadas, como reprogramaciones y prorrogas de deuda que distintas instituciones financieras han estado otorgando, lo que ha sido facilitado por una flexibilización normativa de la CMF. Tampoco incorpora la prorroga en el pago de contribuciones, las transferencias directas de ingreso y las postergaciones en el pago de servicios básicos, entre otras. Estos ejercicios muestran la relevancia de medidas tendientes a mitigar el deterioro del mercado del trabajo.

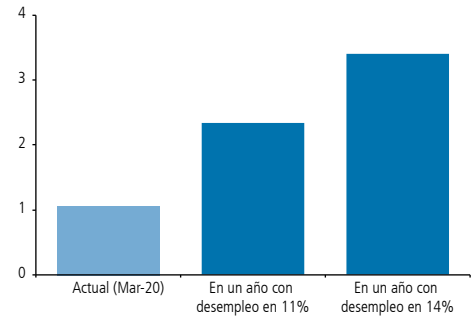
En resumen, los hogares —al igual que el resto de la economía— enfrentan un entorno macro-financiero adverso producto de la emergencia sanitaria, ante el cual no han mostrado un aumento relevante de sus vulnerabilidades. Sin embargo, el escenario actual presenta riesgos significativos que ya se están materializando en mayor desocupación y menor creación de nuevos empleos, los cuales inciden en la capacidad de los hogares de generar ingresos y en la posibilidad de honrar sus obligaciones financieras. En este escenario se han anunciado diversas medidas que apuntan a mitigar los efectos adversos de la emergencia sanitaria. Dichos mitigadores han aliviado la situación financiera de los hogares y seguirán siendo cruciales en el devenir del sector.

GOBIERNO CENTRAL

La deuda neta del gobierno central alcanzó 7,9% del PIB en 2019, mientras que la bruta llegó a 27,9% del PIB.

A diciembre de 2019, la deuda neta del gobierno central continuó aumentando, ubicándose en 7,9% del PIB (gráfico II.20). De similar manera, la deuda bruta presentó un aumento de 2,3pp, alcanzando un 27,9% del PIB. Este crecimiento se explicó tanto por mayores niveles de deuda interna como externa. Por una parte, la deuda interna presentó un aumento a 22% en el 2019 de 20,3% del año anterior, mientras que la deuda externa creció de 5,3 a 5,9% desde 2018 a al cierre de 2019. En particular, 80% del stock de la deuda se encontraba denominada en moneda local (41,4% en UF y 38% en pesos). Respecto a denominación en moneda extranjera, el 97% de esta se encontraba en dólares (55,7%) y euros (41,1%), correspondiente a 11,8 y 8,7% del stock, respectivamente. Por su parte, 51,4% del stock de deuda tiene vencimiento mayor a 10 años.

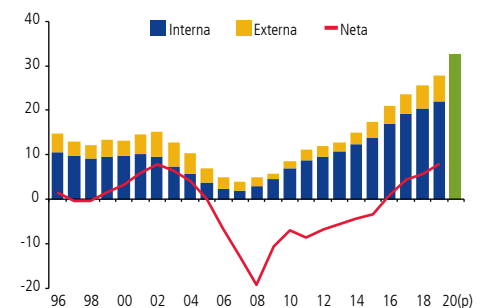
GRÁFICO II.19
Deuda en riesgo de los hogares (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Deuda bancaria de los hogares (consumo e hipotecaria) equivale a 37% del PIB y 40% de las colocaciones bancarias totales al cierre de 2019.

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

GRÁFICO II.20
Deuda del Gobierno Central
(porcentaje del PIB)



(*) Barra verde corresponde a la proyección de la Dirección de Presupuestos para el año 2020.

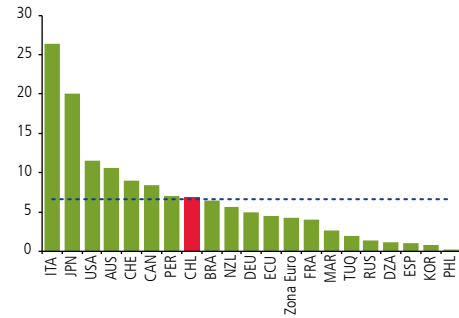
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Dirección de Presupuestos.



A nivel global, los recientes paquetes fiscales, tendientes a mitigar los efectos de la pandemia, han implicado un transversal esfuerzo adicional. En el caso de Chile, de acuerdo a lo proyectado por el Ministerio de Hacienda, el tamaño del paquete fiscal implementado ascendería a 7% del PIB, cercano al promedio de la muestra considerada (gráfico II.21). Así, respecto del año anterior, estas economías enfrentarán un significativo deterioro de sus balances, superando, en su mayoría, aquellos observados durante de la crisis financiera global.

En lo que respecta a Chile, lo proyectado por el Ministerio de Hacienda indica que el déficit fiscal este año casi duplicaría lo visto en 2009 (gráfico II.22). Este plan fiscal contempla movilizar recursos por más de US\$17 mil millones, de los cuales las medidas a financiar durante este año alcanzan a US\$12 mil millones, las que serán costeadas con reasignaciones por US\$2.500 millones, mayor endeudamiento por US\$4.000 millones y el resto con activos del tesoro público, lo cual incluye la repatriación de fondos soberanos.

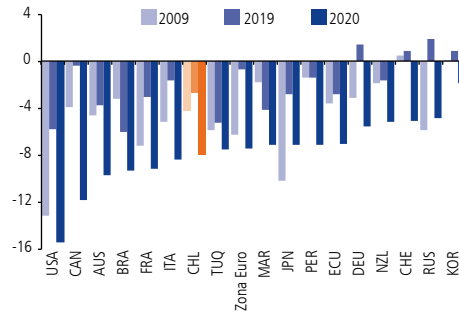
GRÁFICO II.21
Paquetes fiscales ante el COVID-19 (*)
(porcentaje del PIB de cada país)



(*) Cierre al 10 de abril de acuerdo a lo publicado por el FMI. Línea horizontal corresponde al promedio de la muestra de países.

Fuentes: Ministerio de Hacienda y FMI.

GRÁFICO II.22
Balance fiscal efectivo (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Estimación 2020 de Chile a base Ministerio de Hacienda.

Fuente: Ministerio de Hacienda y FMI.

RECUADRO II.1

CUENTAS POR PAGAR COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO DE LAS EMPRESAS Y SU EVOLUCIÓN RECIENTE EN CHILE

Las cuentas por pagar constituyen una forma de crédito a corto plazo, y como tal, juegan un rol importante en el manejo de la liquidez de las empresas. Cuando un proveedor y su cliente acuerdan retrasar el pago de una factura, se genera una relación de crédito que convierte al primero en acreedor y al segundo en deudor. Así, las cuentas por cobrar y pagar de una empresa constituyen una medida de sus préstamos y de sus deudas hacia otras empresas. Esta forma de crédito, conocida en inglés como *trade credit*, es ampliamente utilizada en distintos países y representa una importante fuente de financiamiento a corto plazo para las empresas, especialmente para las pequeñas y medianas (PyMEs) (Cuñat y García, 2012).

En este Recuadro se examina la importancia de esta forma de financiamiento para las empresas en Chile y el rol de las compras a crédito durante el último trimestre de 2019. Para ello se utiliza información sobre el universo de transacciones entre firmas en Chile entre los años 2018 y 2020, proveniente de la factura electrónica del Servicio de Impuestos Internos (SII)^{1/}.

El uso de *trade credit* en Chile

Durante 2019, el volumen de ventas entre firmas emisoras de factura electrónica representó un 49,5% de las ventas totales, según el formulario 29 del SII. Utilizando la fecha de vencimiento de cada factura emitida, es posible estimar el monto de cuentas por cobrar vigentes entre las empresas residentes en Chile^{2/}. Al 31 de diciembre de 2019, el stock de cuentas por cobrar era equivalente a 10,8% del PIB de ese mismo año, en tanto que al 31 marzo de 2020 éste equivalía a 9,6% del PIB de 2019^{3/}.

^{1/} Esta información no considera las transacciones a plazo de comercio internacional. El detalle de la información disponible y de cómo se calculan las distintas medidas presentadas en este recuadro se encuentra disponible en una minuta adjunta a este Informe.

^{2/} Este cálculo se realiza en base a la fecha de vencimiento de la factura al momento de su emisión, y no en base al momento del pago efectivo de la factura, ya que éste no se observa.

^{3/} Como se detalla en la minuta adjunta, aproximadamente un 23% de las facturas no especifican una forma de pago ni un plazo de vencimiento. Para esta estimación se asumió que estas facturas tienen una fecha de vencimiento de 30 días contados desde su fecha de emisión, de acuerdo a la ley 19.982. En la medida que este supuesto es correcto y la fecha de pago efectiva de la factura es mayor a la fecha de vencimiento, ésta estimación representa una cota inferior del stock de cuentas por cobrar en la economía.

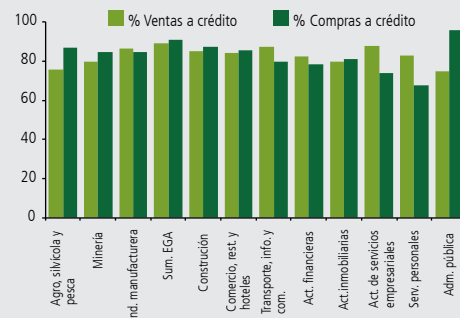
Por otro lado, las ventas a crédito entre empresas representaron un 78,9% del total de ventas entre empresas en 2019. Estas cifras resaltan la importancia del *trade credit* como fuente de financiamiento a corto plazo en Chile, y son comparables a aquellas reportadas por algunos países de la OCDE^{4/}.

El uso de *trade credit* como forma de financiamiento es transversal a través de los distintos sectores económicos (gráfico II.23). Más aún, en términos de acceso a esta forma de financiamiento, el porcentaje de firmas que compra y vende a crédito es superior a 70% en la mayoría de los sectores económicos (gráfico II.24).

GRÁFICO II.23

Transacciones a crédito por sector (*)

(porcentaje de ventas y compras totales de cada sector al 2019)



(*) Se consideran como ventas y compras a crédito aquellas transacciones en las que la factura tiene un plazo de vencimiento positivo.

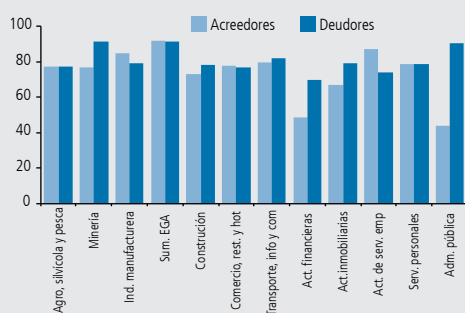
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

^{4/} En Estados Unidos, de acuerdo a la FED, el stock de cuentas por cobrar para empresas del sector no financiero en 2019 representaba un 11,9% del PIB. En el recuadro 2 de su Boletín mensual de 2011, el ECB reporta que entre 1993 y 2009 un 27, 28, 29 y 34% de las ventas entre firmas en Italia, Portugal, España y Grecia respectivamente correspondieron a ventas hechas a crédito.

De igual forma, la venta y compra a crédito en las transacciones entre empresas es una práctica común en firmas de todos los tamaños. En promedio, medidas como un porcentaje de las transacciones totales, las compras a crédito crecen con el tamaño de las empresas, desde casi 50% para las micro empresas hasta aproximadamente 84% en las empresas grandes. Por otro lado, las ventas a crédito presentan un patrón similar, aunque menos pronunciado (tabla II.5).

GRÁFICO II.24
Empresas que transan a crédito por sector (*)

(porcentaje de firmas dentro de cada sector que compran y venden a crédito al 2019)



(*) Se consideran como ventas y compras a crédito aquellas transacciones en las que la factura tiene un plazo de vencimiento positivo. Se considera que una empresa compró o vendió a crédito durante 2019 si algunas de las facturas que recibió o emitió ese año tenía un plazo de vencimiento positivo.

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

TABLA II.5
Transacciones a crédito entre firmas por tamaño de empresa (*)

(porcentaje sobre el monto total de transacciones entre categorías al 2019)

Tamaño	Micro	Pequeña	Mediana	Grande	Promedio (ventas)	% del total de ventas
Micro	49,52	55,32	63,03	74,32	66,42	2,02
Pequeña	49,41	58,12	68,74	82,81	75,21	9,10
Mediana	50,13	60,15	66,46	84,22	78,63	9,32
Grande	50,12	62,68	74,08	84,84	82,64	79,56
Promedio (compras)	49,95	61,06	71,56	84,51		

(*) Categoría de tamaño de acuerdo al total de ventas durante 2019 reportadas en el Formulario 29 del SII según la siguiente clasificación: Micro: 0.01 a 2,400 UF. Pequeña: 2,400.01 a 25,000 UF. Mediana: 25,000.01 a 100,000 UF. Grande: >100,000 UF. Se consideran como ventas y compras a crédito aquellas transacciones en las que la factura tiene un plazo de vencimiento positivo. Promedio de compras y ventas corresponde al promedio ponderado por monto de la transacción. % del total de ventas corresponde a la fracción del total de ventas entre empresas que corresponde a cada categoría.

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

El uso intensivo del *trade credit* por parte de las PyME, que suelen enfrentar mayores restricciones en el acceso al crédito, las hace sensibles a cambios en las condiciones en que se recibe y se otorga esta forma de financiamiento. Por un lado, estas restricciones aumentan la importancia que tienen para ellas las compras a crédito como fuente de financiamiento de corto plazo. Por otro lado, un aumento en los plazos efectivos de pago de sus ventas a crédito puede transformarse en una fuente relevante de stress financiero para estas empresas.

Por último, vale la pena destacar la relevancia que pueden llegar a tener las empresas grandes en la cadena de pagos. Considerando que éstas representan un casi un 80% de las ventas totales entre empresas y que aproximadamente el 85% de sus compras a otras empresas son a crédito, las empresas de mayor tamaño son los principales deudores en la red de *trade credit* y una parte importante de sus acreedores son PyME. Con todo, a nivel agregado la mayor parte de las transacciones a crédito son entre empresas de mayor tamaño (tabla II.5).

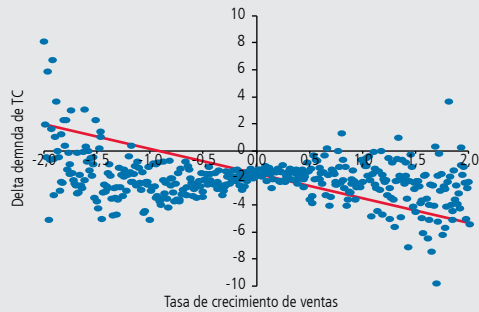
La evolución de las transacciones a crédito durante el último trimestre del 2019

Así como sucede con otras formas de crédito, el *trade credit* puede actuar como un canal de mitigación o de propagación de los shocks adversos que afectan a las empresas, y de esta forma, afectar la estabilidad financiera. Por un lado, las ventas a crédito ayudan a asignar eficientemente la liquidez desde empresas menos restringidas financieramente hacia a aquellas con menor capacidad de acceder a otras fuentes de financiamiento (Petersen y Rajan, 1997). Sin embargo, las ventas a crédito también exponen a los proveedores al riesgo de no pago de sus clientes, lo que puede facilitar la propagación del stress financiero desde clientes a proveedores en la cadena de producción, y generar disrupciones en la cadena de pagos (Jacobson y von Schedvin, 2015). A nivel agregado, este mecanismo puede contribuir a la transmisión de *shocks* sectoriales (Raddatz, 2010) y a la amplificación del ciclo económico (Altinoglu, 2020).

En este sentido, es interesante analizar cómo cambiaron las condiciones de financiamiento a través de compras a crédito en las empresas en función del crecimiento de sus ventas durante el último trimestre de 2019. Al hacer esta comparación a nivel de empresa, se puede ver que existe una leve correlación negativa entre estas dos variables (gráfico II.25). Así, en promedio, aquellas firmas cuyas ventas cayeron más, recibieron relativamente más crédito por parte de sus proveedores, aun cuando parecen haberlo hecho a un menor plazo (gráfico II.26).

GRÁFICO II.25

Cambio en compras a crédito y crecimiento de ventas (*)
(puntos porcentuales, 2019:IV vs 2018:IV)



(1) Cambio en las cuentas por pagar es igual a la diferencia del % de compras a crédito entre Q4 2019 vs Q4 2018. La tasa de crecimiento de ventas se calcula como el punto medio de la diferencia entre las ventas del F29 de Q419 vs Q418.

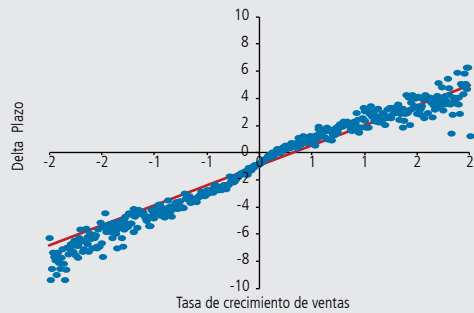
(2) Cada punto representa el promedio de la variable en el eje Y para un rango de valores de la variable en el eje X. La regresión considera datos granulares.

(3) Variación de plazo es igual a la diferencia del plazo promedio de la firma en Q4 2019 vs Q4 2018.

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

GRÁFICO II.26

Cambio en plazo promedio de compra a crédito vs. tasa de crecimiento de ventas (*)
(días, 2019:IV vs 2018:IV)



(*) Cambio en las cuentas por pagar es igual a la diferencia del plazo promedio ponderado por monto de la transacción a nivel de firmas entre Q4 2019 vs Q4 2018. La tasa de crecimiento de ventas se calcula como el punto medio de la diferencia entre las ventas del F29 de Q419 vs Q418. Cada punto representa el promedio de la variable en el eje Y para un rango de valores de la variable en el eje X. La regresión considera datos granulares.

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

Conclusión

Las compras a crédito son ampliamente utilizadas por las empresas en Chile como fuente de financiamiento a corto plazo. Desde un punto de vista de estabilidad financiera, estas transacciones pueden actuar como un canal de mitigación o propagación de shocks adversos. La evidencia indica que durante el último trimestre del 2019 la compra a crédito fue una herramienta utilizada como fuente de financiamiento en el caso de las empresas que registraron caídas en sus ventas.

III. OFERENTES DE CRÉDITO

En el sector bancario, los créditos comerciales y de vivienda presentaron un mayor dinamismo desde el IEF anterior, en tanto, la cartera de consumo exhibió una contracción en el último trimestre. La cartera comercial y de consumo mostraron aumentos en morosidad, provisiones y castigos. Los ejercicios de tensión muestran que, aunque el sistema bancario mantiene un nivel de capital suficiente para absorber los efectos de un escenario severo, las holguras de capital se han reducido y son bajas para enfrentar una profundización y prolongación del actual escenario de pandemia. Finalmente, para los oferentes de crédito no bancarios (OCNB) el crecimiento de las colocaciones se desaceleraba al cierre del 2019.

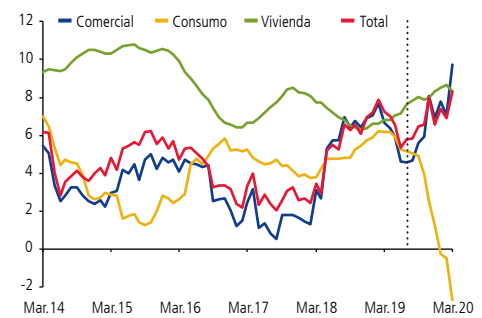
SECTOR BANCARIO

Las colocaciones comerciales y de vivienda exhibieron un mayor dinamismo desde el IEF anterior, en tanto la cartera de consumo presentó caídas en el primer trimestre del 2020 (gráfico III.1).

La cartera comercial, respecto de la actividad económica, se ubicó en torno a su tendencia histórica, superándola en lo más reciente (gráfico III.2). Cabe señalar que, excluyendo los efectos de valoración de la cartera comercial en moneda extranjera, las tasas de crecimiento observadas serían algo más bajas (gráfico III.3). Sin perjuicio de lo anterior, desde finales del 2019, las colocaciones comerciales se han comportado de forma contra-cíclica y, por tanto, esta brecha podría incrementarse en la medida que la actividad económica se debilite y se mantenga el otorgamiento de créditos, impulsado por la demanda y medidas especiales. Esta expansión es coherente con los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de este año que da cuenta de una mayor demanda por parte de grandes empresas, que estarían usando sus líneas de créditos vigentes para satisfacer sus necesidades de liquidez, a pesar de una oferta de crédito que se torna algo más restrictiva (gráfico III.4). Los resultados sugieren un incremento de las solicitudes de crédito para capital de trabajo y sustitución de otras fuentes de financiamiento, mientras que las condiciones de otorgamiento se restringieron principalmente por el aumento del riesgo de los clientes (gráfico III.5). La oferta de crédito más restrictiva también se mantiene para las empresas de menor tamaño, sin embargo, su demanda se muestra más debilitada (anexo estadístico).

En el actual contexto, si bien se ha mantenido la provisión de crédito, las colocaciones podrían desacelerarse en la medida que la oferta se adecue a un entorno más riesgoso y un menor dinamismo económico (gráfico III.4). Sin embargo, las medidas implementadas, como la provisión adicional de garantías

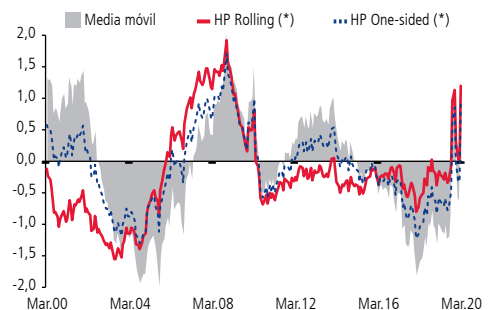
GRÁFICO III.1
Crecimiento de las colocaciones (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) Basado en estados financieros individuales. Línea punteada gris representa la fecha del último IEF.

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

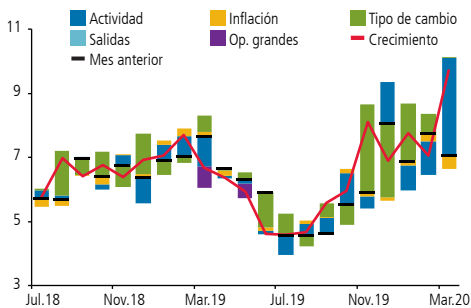
GRÁFICO III.2
Brecha de colocaciones comerciales a IMACEC (*)
(número de desviaciones estándar)



(*) Diferencia entre razón colocaciones comerciales a IMACEC y su propia tendencia, la cual se obtiene utilizando el filtro Hodrick-Prescott con lambda igual a 33 millones en ventanas acumulativas (One-sided) y móviles de 10 años desde enero de 1989.

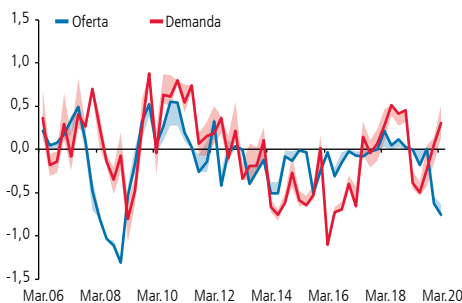
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRÁFICO III.3
Crecimiento de las colocaciones comerciales
(variación real anual, porcentaje)



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

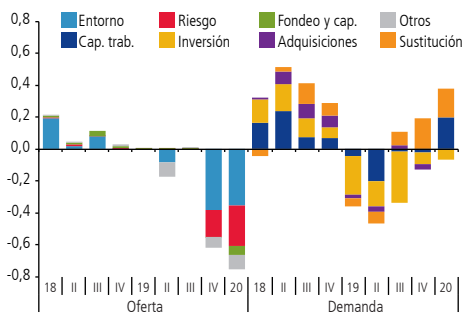
GRÁFICO III.4
Condiciones de crédito de grandes empresas (*)
(índice)



(*) Porcentaje neto de respuestas ponderadas por participación del banco en el segmento. Valores positivos indican una oferta más flexible y una demanda más fuerte, mientras que valores negativos indican una oferta más restrictiva y una demanda más débil. Intervalo calculado mediante Jackknife.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.5
Factores de las condiciones de crédito de grandes empresas
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

estatales, acompañada de la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) y flexibilización normativa, contribuirían a contrarrestar el debilitamiento de la oferta de fondos (tabla I.3 y Recuadro III.1).

Las colocaciones de consumo del sistema bancario^{1/} redujeron su dinamismo, pasando de un crecimiento anual de 1,3% en el cuarto trimestre del 2019, a una contracción en 2,6% real anual en el primer trimestre del 2020, consistente con la desaceleración de la actividad económica local. Esta tendencia muestra cierta similitud con otros períodos de fragilidad financiera, como la crisis financiera global. Además, está en línea con los resultados de la ECB del primer trimestre de este año y de la encuesta especial de fines del 2019, que sugerían una menor disposición de los hogares a endeudarse, y una oferta crediticia más restringida.

Por su parte, las colocaciones hipotecarias incrementaron levemente su dinamismo desde el último IEF, con una expansión cercana a 8% real anual. Esto, principalmente, debido al mayor monto promedio de deuda (gráfico II.13). En particular, hacia fines del año pasado, se reactivó un volumen relevante de operaciones que habrían quedado pendientes en octubre. En tanto, en lo más reciente, y en línea con el aumento de las tasas de interés y la implementación de medidas de confinamiento, los refinanciamientos de créditos hipotecarios habrían reducido su importancia en la composición de los flujos de crédito (gráfico II.14 y III.6). Finalmente, los resultados de la ECB del primer trimestre del año mostraron una demanda de créditos hipotecarios atenuada y condiciones de otorgamiento más restrictivas.

La contracción de la actividad económica prevista para este año, sumada al deterioro de la calidad de las carteras de colocaciones, menores holguras de capital y condiciones de financiamiento menos favorables, constituyen un escenario que plantea desafíos para la banca. En este sentido, la aplicación de políticas por parte del BCCh, el Ministerio de Hacienda y la CMF, contribuyen a un proceso más eficiente de intermediación (tabla I.3 y Capítulo V).

Los indicadores de riesgo de crédito de la banca han aumentado desde el último IEF, principalmente en la cartera de consumo.

La cartera de créditos comerciales del sistema bancario muestra un leve aumento de la morosidad desde octubre del 2019, en línea con la disminución de la actividad económica y el empeoramiento de la capacidad de pago de las empresas (tabla III.1). A nivel de sectores, no se aprecia una materialización de impago producto de la menor generación de ingresos de las firmas (gráfico III.7). El índice de stock de provisiones del sistema —que considera una evaluación más prospectiva de la cartera— presenta un leve incremento desde el tercer trimestre del año pasado, pasando de 2,6% en septiembre de 2019 a 2,8% en marzo de 2020.

Los préstamos de consumo del sistema son los que mostraron un mayor deterioro. Desde octubre del año pasado aumentaron su morosidad de 90 días a 2,3% de la cartera en marzo. Además, el sistema ha constituido mayores provisiones (específicas y adicionales) en más de 60pb, y ha materializado un mayor volumen de castigos en esta cartera (tabla III.1).

^{1/} Base individual excluyendo a las sociedades de apoyo al giro.

TABLA III.1
Indicadores de riesgo de crédito (1)
(porcentaje de las colocaciones respectivas)

Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019	mar.20	Prom.
Mora							
Comercial	1,5	1,5	1,7	1,7	1,9	1,9	1,7
Consumo	2,1	2,0	2,1	1,9	2,3	2,3	2,1
Vivienda	2,7	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5
Stock Provisiones							
Comercial	2,6	2,6	2,6	2,5	2,7	2,8	2,6
Consumo	6,0	6,3	6,4	6,4	7,1	7,1	6,4
Castigos (2)							
Comercial	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6
Consumo	5,4	5,3	5,7	5,6	5,7	6,2	5,5

(1) Base individual, por lo que excluye filiales y sociedades de apoyo al giro. Datos a diciembre de cada año, promedio entre marzo de 2015 y marzo de 2020.

(2) Razón de castigos anualizados.

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

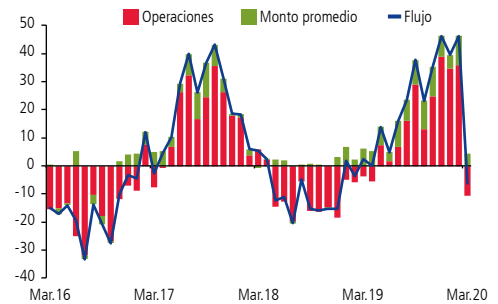
Hacia adelante, si bien es probable que se acentúe este deterioro de cartera producto del menor crecimiento económico, algunas de las medidas tendientes a contener caídas de ingresos en hogares, reprogramar préstamos a hogares y empresas, o la extensión de los programas estatales de garantías, debiese mitigar su impacto (tabla I.3 y Capítulo II).

Se registró un aumento en la participación de depósitos de fondos mutuos (FM) en la estructura de pasivos de la banca y continuaron incrementándose las emisiones de bonos, especialmente en el mercado local.

En la estructura de pasivos de la banca, creció la importancia relativa de depósitos a plazo en manos de Fondos Mutuos, especialmente en bancos de menor tamaño (gráfico III.8). En 2019, la emisión de un mayor volumen de instrumentos de deuda se vio beneficiada por las favorables condiciones de financiamiento, en particular en el mercado local. La mayor participación de bonos en la estructura de financiamiento ha favorecido la gestión de liquidez de la banca debido a la reducción en las brechas de plazos. Por otro lado, el aumento y volatilidad de los *spreads* a los que se transan estos instrumentos, desde fines del 2019, podría cambiar esta tendencia (Capítulo I). No obstante, el BCCh ha provisto de liquidez adicional en mercados clave, como a través de la compra de bonos bancarios o recompra de sus propios títulos, lo que contribuiría a mantener acotado el costo de fondeo (tabla I.3).

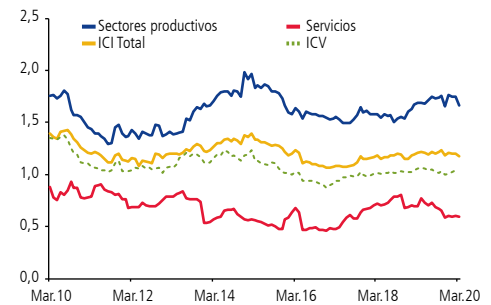
En tanto, la posición de liquidez del sistema continúa presentando holguras respecto a los límites regulatorios, a pesar de los episodios de tensión vividos en octubre del año pasado y marzo de este año. Las medidas del BCCh adoptadas a partir de noviembre último para mitigar los efectos de la mayor volatilidad en los mercados financieros, han contribuido a aminorar las restricciones de liquidez tanto en pesos como en dólares. Así, la razón de cobertura de liquidez, como los descaldes de plazos residuales a 30 y 90 días, han presentado posiciones relativamente holgadas para las distintas entidades bancarias al cierre de este Informe (gráfico III.9). Sin embargo, el aumento de los retrasos e

GRÁFICO III.6
Crecimiento del flujo de colocaciones de vivienda
(variación real anual, porcentaje)



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

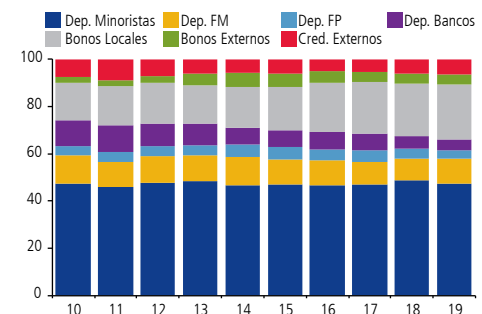
GRÁFICO III.7
Índice de cuota impaga por sector económico (*)
(porcentaje)



(*) El ICI considera los pagos atrasados desde 90 días hasta 3 años.

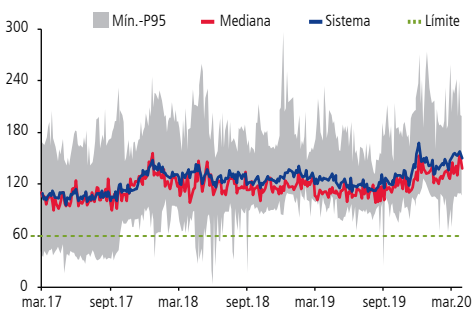
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

GRÁFICO III.8
Composición de los pasivos de la banca (*)
(porcentaje de los pasivos)



(*) Excluye bonos subordinados. Último dato corresponde a diciembre de 2019.

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

GRÁFICO III.9**Razón de cobertura de liquidez (*)**
(porcentaje de los egresos netos en 30 días)

(*) Calculado sobre la base de información a nivel individual.

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

impagos, junto con las políticas de postergación del pago de cuotas de créditos, disminuiría los ingresos de la banca en el corto plazo, reduciendo su liquidez. Con todo, a fines de marzo de este año se flexibilizaron transitoriamente los mínimos regulatorios para la razón de cobertura de liquidez y descalce de plazos (tabla I.3).

Los indicadores de rentabilidad y solvencia del sistema bancario se han reducido.

La rentabilidad anualizada del sistema bancario ha acentuado su caída desde el IEF anterior. Así, a marzo de este año la rentabilidad del capital (ROE) alcanzó 11,7%, mientras que la de los activos (ROA) se ubicó en 0,8%. Esta caída en rentabilidad, observada desde septiembre del año pasado, se explica en parte por las mayores provisiones por riesgo de crédito, así como por la persistente tendencia a la baja del margen de intereses. Lo anterior, es parcialmente compensado por un incremento en el margen de reajustes, debido a niveles de inflación comparativamente más altos.

Por su parte, el índice de adecuación de capital (IAC) del sistema se ha reducido desde el Informe anterior, manteniendo un nivel inferior a 13% a enero de este año. En su evolución han influido factores como los movimientos del tipo de cambio —dada la valoración de los activos en moneda extranjera de los bancos— y los niveles de capital. Así, las holguras de capital para enfrentar distintos escenarios de tensión se mantienen acotadas. No obstante, bajo este contexto, algunos bancos han modificado sus políticas de reparto de dividendos o anunciado incrementos de capital extraordinarios.

FACTORES DE RIESGO

La calidad de la cartera de crédito de los bancos podría deteriorarse significativamente si la desaceleración económica persiste más allá de lo esperado.

Un deterioro del escenario macroeconómico más profundo y duradero que lo esperado podría reducir significativamente las ventas de las empresas, incrementando los incumplimientos que ya se han registrado en algunos sectores específicos. Asimismo, un deterioro mayor en el mercado laboral tendría un impacto directo en la cartera hipotecaria y de consumo de la banca, e indirecto a través del financiamiento bancario otorgado a los oferentes de crédito no bancario (OCNB).

Por su parte, los resultados de la encuesta especial de percepción de negocios, realizada la tercera semana de marzo, muestran un deterioro importante de las perspectivas de las empresas. La gran mayoría de los encuestados cree que en los próximos meses el desempeño de sus negocios empeorará, principalmente debido a problemas de flujo de caja y dificultades para cobrar las facturas pendientes (Recuadro III.1, IPoM Marzo 2020).

Las reprogramaciones que se han registrado desde abril tras la flexibilización de la normativa de la CMF, así como los préstamos bancarios que cuentan con

garantía estatal —que también genera cambios en las condiciones de los otros créditos del deudor—, están contribuyendo a acotar el deterioro de las carteras de créditos.

El empeoramiento del escenario económico podría deteriorar las condiciones de financiamiento de la banca.

La tensión de los mercados financieros afectó los *spreads* de los bonos corporativos y bancarios que crecieron más de 75pb en marzo y 40pb en el año. Si bien los *spreads* podrían comprimirse, dado el programa de compra de bonos, el mayor costo de financiamiento de los bancos a largo plazo podría limitar el flujo de operaciones de crédito a esos plazos, como, por ejemplo, las colocaciones destinadas al financiamiento de viviendas. Por su parte, respecto del financiamiento de corto plazo, se observó un alza en el *spread* DAP-SWAP en lo más reciente, lo que sugería que las condiciones de liquidez de los depósitos bancarios habían disminuido. Sin embargo, dicho incremento se revirtió por una disminución en las tasas de referencia.

La incidencia de eventos de riesgo operacional en la industria bancaria ha aumentado en los últimos meses.

Las pérdidas por eventos de riesgo operacional, son de un orden de magnitud inferior a las de crédito, pero potencialmente significativas para la banca, especialmente aquellas asociadas a fraudes, gestión de procesos, y más recientemente, daños a activos físicos por US\$16,5 millones (gráfico III.10). Estas pérdidas aumentaron en el último trimestre del año pasado, por lo que es relevante que la banca gestione adecuadamente este tipo de riesgos, con el objetivo de mantener la continuidad de sus procesos y mitigar eventos de eventos de disrupción operacional.

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS^{2/}

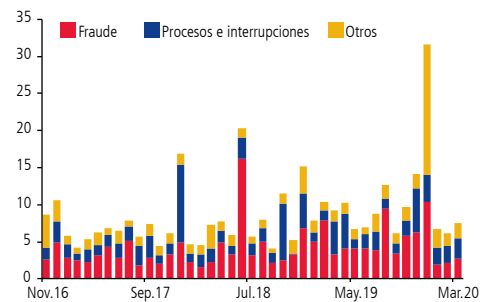
Pese a que el sistema bancario mantiene solvencia suficiente para absorber los efectos de la materialización de escenarios de tensión, se han reducido las holguras de capital.

Los ejercicios de tensión evalúan el impacto de los riesgos de crédito y mercado en escenarios de estrés extremos, pero plausibles. Estos se basan en la información macro-financiera y datos contables del sistema bancario a diciembre de 2019. Para ello, se considera un escenario severo con una contracción abrupta de la actividad, pero con una recuperación similar a las observadas durante periodos previos de fragilidad financiera.

Cabe destacar que las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras del sistema en un determinado momento del tiempo. Dada su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos de los escenarios aplicados. Por lo

GRÁFICO III.10

Pérdidas mensuales por eventos de riesgo operacional (millones de dólares)



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

^{2/} Basado en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre de 2013 y en Martínez et al. (2017). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la CMF.

GRÁFICO III.11
Crecimiento anual del PIB (*)
(datos trimestrales, porcentaje)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

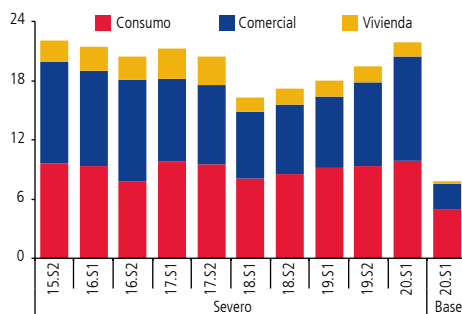
tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección. Esta herramienta estima el riesgo de crédito mediante un modelo que relaciona el gasto en provisiones de las colocaciones, las que reflejan el costo por el incumplimiento de pagos de las carteras de los bancos, con factores macro-financieros, tales como la actividad económica y las tasas de interés. En tanto, el cálculo del riesgo de mercado considera dos tipos de exposición: moneda y tasas de interés (separados en valoración y *repricing*).

Bajo un escenario de tensión severo, la actividad llegaría a -9,4% anual en el trimestre más crítico, que luego convergería en el mediano plazo a un crecimiento de 1,4% durante el 2022, superando de este modo a los episodios pasados de fragilidad financiera relevantes (gráfico III.11). Además, considera una depreciación del tipo de cambio y un desplazamiento de las curvas de rendimiento *spot* y *forward* con un aumento de 300pb para la tasa de interés de corto plazo y de 100pb para la de largo plazo. Adicionalmente, el riesgo de moneda considera la volatilidad del tipo de cambio^{3/} que corresponde a una variación de 16%.

Dada la coyuntura actual, el escenario central de la proyección del PIB presentado en el IPoM de marzo de este año, mostraría una contracción significativa y llegaría a -7,1%, lo cual se acerca a trayectorias de escenarios de estrés severo de ejercicios anteriores (gráfico III.11). Por ello, en esta versión del ejercicio analizamos la resiliencia del sistema considerando esta trayectoria (escenario base).

Los resultados indican que riesgos de crédito y de mercado se incrementan significativamente en los escenarios de tensión.

GRÁFICO III.12
Riesgo de crédito del sistema
(porcentaje del capital básico)



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

El riesgo de crédito estimado en los ejercicios ha mostrado una tendencia creciente en los últimos Informes, debido principalmente a la desaceleración de la actividad (gráfico III.12). Asimismo, los indicadores de la calidad de la cartera de colocaciones se han deteriorado en todos los segmentos, especialmente las provisiones. Así, el ejercicio de tensión estima una pérdida potencial de las colocaciones totales bajo un escenario severo correspondiente a 21,9% del capital del sistema comparado con el 19,5% del ejercicio anterior^{4/} (tabla III.2). De la misma forma, el riesgo de crédito en el escenario base sería de 7,8% del capital. En particular, se aprecia que el nivel de riesgo es moderado en relación al del escenario severo del ejercicio actual y sus predecesores, debido a que considera una recuperación más rápida.

TABLA III.2
Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad
(porcentaje del capital básico)

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

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

^{3/} Se utiliza un VaR estresado de variaciones en 15 días del tipo de cambio al 99% de confianza.

^{4/} No considera el efecto de las provisiones adicionales.

Respecto del riesgo de mercado, este se reduce en su componente riesgo de repricing, aunque aumenta significativamente en el de valoración. En tanto, el riesgo de moneda aumenta debido al mayor descalce en moneda extranjera^{5/}. Si bien el riesgo de mercado es acotado en comparación al riesgo de crédito, este puede llegar a representar más de 8% del capital para algunos bancos (gráfico III.13).

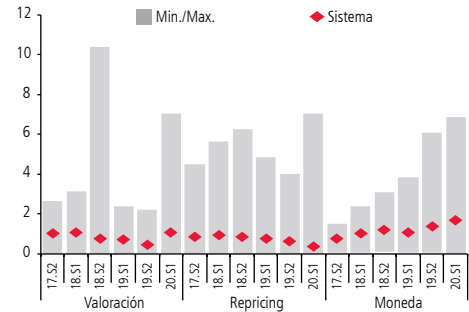
Los menores niveles de rentabilidad y capital al cierre del 2019, sumados al mayor riesgo, han reducido las holguras del sistema.

Al comparar con los resultados del ejercicio previo (junio de 2019), en esta versión se aprecia una disminución de la rentabilidad inicial y de los márgenes, al igual que en el nivel de capital, siendo el ROE 1,5pp menor (11,9 versus 13,4%) y el IAC 0,4pp menor (12,7 versus 13,1%). Considerando lo anterior, el ejercicio muestra que el sistema disminuiría su rentabilidad bajo el escenario base, y tendría un mayor nivel de pérdidas bajo el escenario de tensión severo. Así, el ROE del sistema en el escenario base disminuiría a 4,9%, mientras que en el severo se torna negativo y alcanza -11,3% del capital básico. Al interior del sistema, bancos que en conjunto representan cerca de 89% del capital básico del sistema exhibirían rentabilidades negativas en el escenario de estrés severo (73% en el ejercicio del IEF anterior), mientras que 24% lo haría bajo el escenario base (gráfico III.14).

En tanto, la solvencia bajo el escenario de estrés se reduce respecto del ejercicio anterior y la dispersión en relación a su distribución inicial se incrementa, con un sesgo a menores niveles de capital (gráfico III.15). Lo anterior obedece a los menores niveles iniciales de capital de los bancos más expuestos a los riesgos del escenario de tensión. El resultado muestra niveles de IAC bajo el escenario base significativamente menores que en el inicial, aunque superiores al del escenario severo. El conjunto de bancos que mantienen un IAC sobre 10% bajo el escenario base es de 71%, similar a lo registrado por el escenario severo en ejercicios pasados (gráfico III.16). En tanto, bajo el escenario severo, se reduce a 37% de los activos del sistema, similar al 38% del ejercicio anterior. Así, las holguras de capital del sistema continúan con una tendencia a la baja, lo que reduce la capacidad de los bancos para enfrentar una profundización y prolongación del escenario de tensión (gráfico III.17). Cabe señalar que las holguras bajo el escenario base son mayores que en el escenario severo. Este resultado asume una trayectoria del PIB en que la implementación de las medidas de política permiten mitigar el impacto de la crisis sobre la actividad, a través de una dinámica del crédito que contribuye a que empresas y hogares superen restricciones de liquidez, sin que se genere un aumento drástico del riesgo de crédito (tabla I.3).

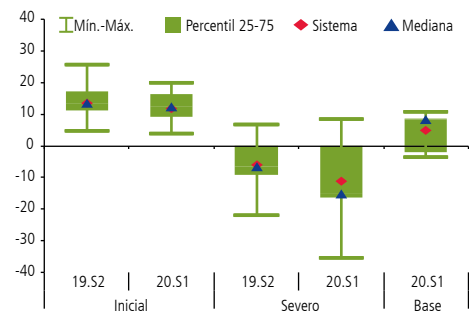
^{5/} El descalce activo en moneda extranjera del balance está expuesto a una apreciación del tipo de cambio, mientras que el descalce pasivo, a una depreciación.

GRÁFICO III.13
Riesgos de mercado
(porcentaje del capital básico)



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

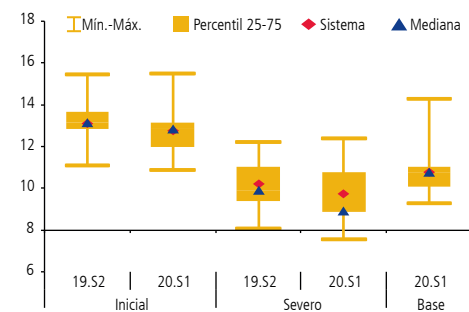
GRÁFICO III.14
Impacto de distintos escenarios sobre el ROE (*)
(utilidad sobre capital básico, porcentaje)



(*) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior así como tampoco bancos de consumo que han salido del sistema. Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

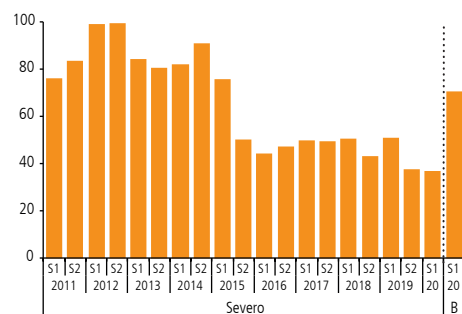
GRÁFICO III.15
Impacto de distintos escenarios de estrés sobre IAC (*)
(patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)



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

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

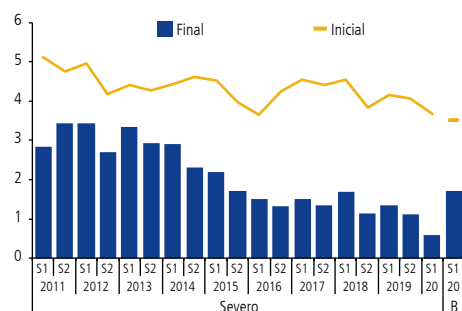
GRÁFICO III.16
Bancos con IAC igual o superior al 10% bajo escenario de estrés severo (*)
(porcentaje de participación de activos)



(*) Resultados de los ejercicios de tensión presentados en IEF anteriores. La letra B representa el escenario base.

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

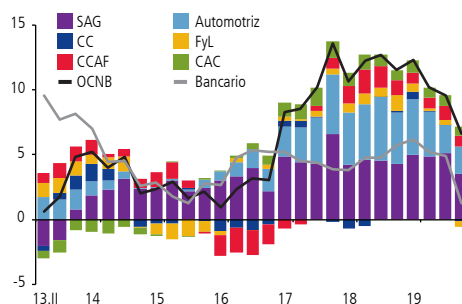
GRÁFICO III.17
Holgura de capital bajo escenario de estrés severo (*)
(porcentaje de activos ponderados por riesgo)



(*) Exceso de patrimonio efectivo sobre el mínimo regularitario. Considera los límites particulares de cada banco. Letra B representa el escenario base.

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

GRÁFICO III.18
Contribución al crecimiento de colocaciones de los OCNB
(variación real anual, porcentaje)



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

ENTIDADES NO BANCARIAS

Los oferentes de crédito no bancario (OCNB) otorgan préstamos a hogares y empresas. Estas entidades incluyen a las sociedades de apoyo al giro bancarias (SAG), las casas comerciales (CC), cajas de compensación y asignación familiar (CCAF), cooperativas de ahorro y crédito (CAC), y entidades que otorgan *factoring* y *leasing* (FyL) además de crédito automotriz.

Los OCNB redujeron sus tasas de crecimiento en el segmento de consumo, aunque éstas continúan siendo superiores a las de la banca.

Los oferentes no bancarios han reducido su dinamismo desde el segundo semestre del año pasado, creciendo 6,6% real anual en el cuarto trimestre de 2019 (12,3% en el primero). No obstante, la mayoría de los OCNB redujo su contribución al crecimiento de la deuda en 2019, especialmente las empresas automotrices y SAG (gráfico III.18). Las colocaciones de estos oferentes en su conjunto representan más de un 60% del mercado de créditos de consumo de la banca. A diciembre de 2019, las administradoras de tarjetas de crédito asociadas a CC y constituidas como sociedades de apoyo al giro bancario (SAG) representaban un 23,5%, automotrices un 13,2%, las CCAF un 12,4%, las CAC un 6,9%, y FyL 2,5% (anexo estadístico).

En cuanto a la morosidad del portafolio de créditos de consumo, no se observan cambios significativos desde el IEF anterior, excepto un incremento en la mora de las empresas que otorgan créditos automotrices (gráfico III.19). Por otro lado, la rentabilidad de los activos de los OCNB muestra un comportamiento mixto. En tanto, los niveles de apalancamiento de los OCNB se mantuvieron estables en el último año, excepto para las CC que muestran una reducción relativa de su capital respecto de sus activos (tabla III.3).

TABLA III.3
Indicadores de rentabilidad y apalancamiento (1)
(porcentaje)

Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019
ROA					
SAG	5,4	5,4	5,4	4,8	4,4
CC	2,3	2,8	2,3	0,7	-5,2
FyL (2)	3,3	3,2	2,6	2,6	2,1
CCAF	-0,1	0,9	1,6	2,2	2,5
CAC	2,2	2,7	3,8	3,8	7,2
Apalancamiento					
SAG	30,1	29,0	27,6	18,3	18,8
CC	45,6	44,6	43,5	40,6	24,3
FyL (2)	21,1	20,5	17,2	16,5	16,7
CCAF	34,5	36,9	37,7	36,9	36,3
CAC	32,1	29,1	28,2	27,2	26,3

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

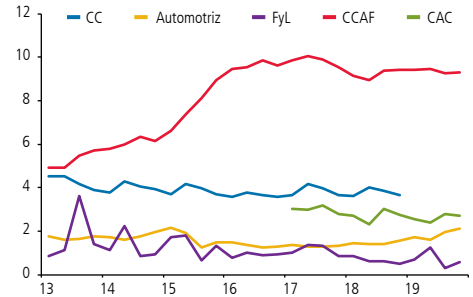
(2) FyL incluye Automotriz.

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

En resumen, desde el IEF anterior aumentó la relevancia de los OCNB en la deuda de los hogares en un contexto de ausencia de información consolidada, a pesar de la integración del *retail* financiero a la banca. Desde fines del 2015, la exposición indirecta de la banca a los hogares a través de créditos comerciales a OCNB se ha mantenido en torno a 2% de los activos de la banca (grafico III.20), equivalente a 21% de su patrimonio a diciembre de 2019. En la actual coyuntura, cobra especial relevancia proveer mecanismos para que algunos de estos oferentes dispongan de financiamiento, para que a su vez puedan extenderlo a sus deudores.

GRÁFICO III.19
Mora 90-180 días (*)

(porcentaje de las colocaciones)

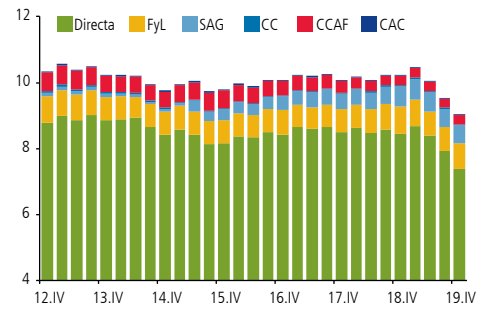


(*) Se considera la morosidad entre 90 y 180 días, excepto para las CCAF.

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

GRÁFICO III.20

Exposición de la banca a segmento de consumo (*)
(porcentaje de los activos del sistema)



(*) Exposición directa incluye créditos de consumo a hogares. Exposición indirecta considera créditos comerciales de la banca extendidos a CC, FyL, CCAF y CAC, donde FyL incluye segmento automotriz.

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



RECUADRO III.1

FACILIDAD DE CRÉDITO CONDICIONAL AL INCREMENTO DE LAS COLOCACIONES

Introducción

En el marco de las medidas que el BCCh ha dispuesto para enfrentar el impacto de los shocks a los que se ha visto expuesta la economía chilena, el 16 de marzo, luego de una Reunión de Política Monetaria extraordinaria, se anunció la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). Esta corresponde a una línea financiera especial abierta a los bancos, con el objetivo de que estos continúen financiando créditos a hogares y empresas. Cabe señalar que la efectividad de la FCIC depende de interacción con otras medidas, como el aumento de recursos para garantías estatales (FOGAPE y FOGAIN), las exenciones transitorias de límites de liquidez y la flexibilización en normas de provisiones, implementadas por el Ministerio de Hacienda, el BCCh y la CMF, respectivamente.

Esta facilidad puede ser retirada a través de una operación similar a un REPO a cuatro años, es decir su utilización se respalda con colaterales elegibles. Entre estos están: bonos del BCCh, del gobierno y privados (bancarios y corporativos) y, más recientemente, créditos comerciales de la cartera de evaluación individual y que sean clasificados como de alta calidad crediticia. También se puede acceder a los recursos destinados a la FCIC a través de la Línea de Crédito de Liquidez (LCL), cuyo límite es el encaje en moneda nacional.

Para definir el tamaño de la FCIC por banco, se considera una cartera base, la que corresponde a la suma de las colocaciones comerciales y de consumo al cierre de febrero de 2020. Con esta se calcula, para cada institución, una línea inicial y otra adicional. La primera corresponde a 3% de la cartera base, equivalente a US\$4.800 millones, estando disponible para todos los bancos participantes durante finales de marzo. Por su parte, la línea adicional puede alcanzar hasta 12% de dicha cartera base, equivalente a US\$19.200 millones, y su disponibilidad depende de dos factores: crecimiento de la cartera base y focalización de créditos hacia empresas de menor tamaño. Estos se miden,

respectivamente, como la variación porcentual del stock de la cartera base desde el 16 de marzo (INC) y como el porcentaje del flujo de colocaciones a empresas con ventas anuales inferiores a UF 100 mil (ENF). Así cada banco puede acceder, con cargo a la línea adicional, a $(INC + 1\%)*(ENF + 20\%)$ de la cartera base, siempre que el total de giros sea inferior al monto máximo de esta línea (12%).

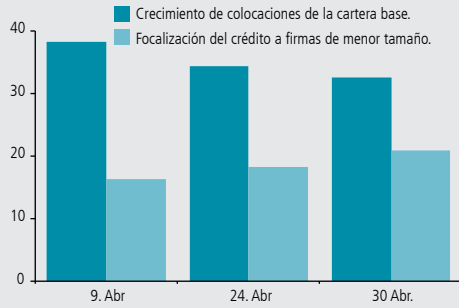
Resultados

Hasta el 11 de mayo 13 bancos habían hecho uso de la facilidad, siendo entregados por esta vía un total de US\$13.896 millones. Este monto ha sido retirado de manera importante a través de la LCL. En el caso de los retiros con respaldo de colaterales, se han utilizado principalmente instrumentos del BCCh y bonos corporativos.

Las colocaciones de la cartera base han aumentado significativamente desde la fecha del anuncio de la FCIC. En efecto, hasta el 9 de abril los bancos reportaron que dichas colocaciones tuvieron un crecimiento de 38,2%, en términos nominales y anualizado. Si bien esta cifra se ha moderado en lo más reciente, todavía se mantiene relativamente alta, alcanzando al cierre de abril un 32,5% (gráfico III.21). El incremento de las colocaciones de la cartera base proviene exclusivamente de los créditos comerciales, entre estos destaca el crecimiento de las líneas de crédito. Respecto de la focalización del crédito hacia empresas de menor tamaño, durante la primera quincena — entre el 15 de marzo y el 9 de abril— los bancos reportaron que 16% de los flujos de colocaciones fueron otorgados a este tipo de firmas, cifra que en lo más reciente se ha incrementado sobre 20%.

GRÁFICO III.21

Crecimiento colocaciones y focalización del crédito
(variación anualizada, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del formulario F05.

Comentarios finales

La facilidad extraordinaria recientemente implementada por el BCCh ha tenido amplio uso por parte de la banca y se espera que esta dinámica continúe. Esto porque, recientemente otras autoridades han implementado políticas adicionales al fomento del crédito. Estas medidas, en conjunto con la FCIC, contribuirán a la provisión de crédito durante la emergencia sanitaria. Con ello se busca que un problema temporal de liquidez, en hogares y empresas, se logre superar sin que esto implique disrupciones permanentes.

IV. POLÍTICA MACROPRUDENCIAL: EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y DESARROLLO EN CHILE

En este capítulo temático se revisa la experiencia internacional sobre marcos de política macroprudencial, desde su origen conceptual hasta desarrollos posteriores a la crisis financiera global de 2008-2009. Se identifican los arreglos y atribuciones institucionales, y las herramientas macroprudenciales comúnmente utilizadas. Los avances observados en esta área han contribuido a mejorar la capacidad de las instituciones de cumplir con el objetivo de preservar la estabilidad financiera. Ello cobra especial relevancia en el contexto actual, en el que gran parte del marco de política macroprudencial está siendo puesto a prueba para enfrentar los riesgos relacionados con la pandemia del Covid-19. La experiencia de Chile en esta materia incluye la nueva institucionalidad establecida en la reforma a la Ley General de Bancos de 2019, que contempla la integración de la supervisión financiera y entrega al BCCh la responsabilidad de gestionar exigencias de capital contra-cíclico al sistema bancario.

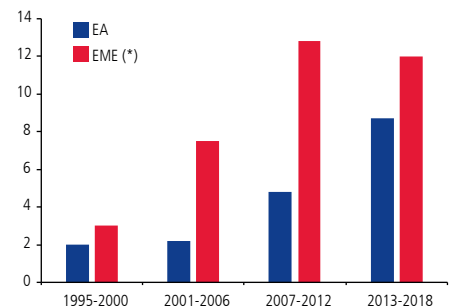
INTRODUCCIÓN

Después de la crisis financiera global (CFG) de 2008-2009, el desarrollo e implementación de herramientas macroprudenciales adquirió mayor relevancia para reguladores y supervisores en distintas jurisdicciones (gráfico IV.1), siendo la respuesta principal a la necesidad de robustecer el sistema financiero. En ese contexto, la política macroprudencial busca prevenir y mitigar el riesgo de falla generalizada del sistema financiero y sus efectos sobre la economía, tanto en relación a vulnerabilidades que evolucionan en el tiempo como originadas en la estructura del sistema financiero y sus interconexiones (BIS, 2018; IMF-FSB-BIS, 2016). Estas políticas, también incorporan herramientas de regulación tradicionalmente exigidas a entidades financieras individuales (microprudenciales), aplicadas con una perspectiva de estabilidad financiera.

Con frecuencia, las políticas macroprudenciales son responsabilidad de los bancos centrales y por ello suelen formar parte de sus marcos de política financiera (BCCh, 2020). No obstante, debido a la amplitud de sus objetivos y a la complejidad de la aplicación eficiente de sus herramientas, la política macroprudencial requiere coordinación con otras autoridades y organismos de

GRÁFICO IV.1

Uso de herramientas macroprudenciales en economías avanzadas (EA) y emergentes (EME)



(*) Número promedio de medidas adoptadas por año, considerando 10 países por tipo de economía.

Fuente: BIS (2018)



supervisión. Consecuentemente, existe una variedad de arreglos institucionales aplicados por distintos países, en los que se definen las acciones y atribuciones de las distintas instituciones que tienen responsabilidades de regulación y/o supervisión financiera, con el fin de compatibilizar adecuadamente los objetivos de estabilidad financiera y correcto desarrollo del mercado.

Luego de establecer el marco teórico en el que se sitúa la política macroprudencial (sección 2), en este capítulo se entregan más detalles acerca de la experiencia internacional en materia de arreglos institucionales, atribuciones y herramientas macroprudenciales disponibles, así como sus objetivos e implementación (sección 3). Posteriormente, se evalúa la aplicabilidad de este marco conceptual consensuado internacionalmente para la implementación de la política macroprudencial a la realidad chilena (sección 4). En particular, se revisan tanto las herramientas de regulación prudencial históricamente disponibles en Chile, que pueden ser utilizadas con un enfoque macroprudencial, como los instrumentos que surgieron desde la promulgación de la nueva Ley General de Bancos (LGB).

MACROPRUDENCIA: DESARROLLO CONCEPTUAL Y SU RELACIÓN CON LA MICROPRUDENCIA

Las economías modernas implementan distintos tipos de política para resguardarse de potenciales riesgos, o aminorar sus efectos cuando estos se materializan. Por ejemplo, la política monetaria se implementa con el objetivo de velar por la estabilidad de precios, mientras que la política financiera está vinculada al objetivo de velar por la estabilidad financiera del país^{1/}.

La política financiera de un país incluye tanto la política macroprudencial como la política microprudencial. Ambas contribuyen, desde distintos enfoques, a velar por la estabilidad financiera. Cada una tiene matices específicos en la definición de sus objetivos, riesgos y vulnerabilidades que abordan, tipo de monitoreo requerido, instituciones responsables y herramientas o instrumentos utilizados para su implementación (tabla IV.1). A su vez, la política macroprudencial comparte con la microprudencial una amplia variedad de herramientas, diferenciándose principalmente en la dimensión temporal y estructural de su aplicación.

^{1/} En la práctica, la política monetaria y la política financiera están interconectadas, en el sentido que la implementación de una requiere tomar en consideración efectos que pudieran mermar o contribuir al alcance del objetivo de la otra (BCCh, 2020). Cabe notar que los objetivos de política financiera son más amplios. El mandato del BCCh está referido principalmente a la estabilidad financiera, pero el apoyo al desarrollo del sistema financiero para optimizar su aporte al país, recae en otras instituciones, principalmente ligadas al Poder Ejecutivo.

TABLA IV.1
Diferencias entre políticas microprudencial y macroprudencial

	Microprudencia	Macroprudencia
Objetivo	Resiliencia de entidades financieras individuales	Estabilidad del sistema financiero
Riesgos que aborda	Idiosincráticos: - Riesgo de crédito - Riesgo de liquidez - Riesgo operacional - Políticas de crédito inapropiadas o excesivamente laxas	Sistémicos: - Propagación y amplificación de riesgos idiosincráticos a través de instituciones (riesgos de contagio) - Shocks o eventos externos al sistema - Crecimiento excesivo del crédito, a través del ciclo financiero
Vulnerabilidades que aborda	- Descalce excesivo de plazos y monedas - Inversiones y créditos relacionados - Problemas de gestión de infraestructuras de los mercados financieros (FMI)	- Desbalances agregados de liquidez o cambiarios - Interconexiones - Debilidades a través de la red infraestructuras (SPAV, CCAV, CCPs, SSS, DCS y otras)
Monitoreo	Bottom-Up: - Indicadores específicos de cada institución - Pruebas de tensión, a nivel de entidades individuales - Revisión y evaluación del supervisor	Top-down: - Indicadores macro - Pruebas de tensión, a nivel macro - Análisis y perspectiva de bancos centrales
Instrumentos prudenciales	Requerimientos específicos para cada entidad financiera.	Requerimientos adicionales para grupos sistémicos o de relevancia
Gobernanza	Supervisor especializado	Coordinación entre autoridades con responsabilidad macroprudencial (principalmente bancos centrales y supervisores)

Fuente: ESRB (2019).

La política microprudencial busca contener riesgos financieros de entidades individuales. Algunas de sus herramientas usuales, por ejemplo, son los requerimientos de capital y liquidez. Por su parte, el objetivo principal de la política macroprudencial es la contención de vulnerabilidades y reducción del riesgo sistémico. Este se define como el riesgo de que la inestabilidad financiera se extienda a todo el sistema financiero, hasta el punto de incidir significativamente en el crecimiento económico y el bienestar social (BCCh, 2020). Para ello, establece estándares de solvencia y seguridad en el sistema financiero como un todo, considerando riesgos de interconexión y prociclicidad (dimensión estructural y temporal respectivamente), en vez de concentrarse únicamente en la solidez individual de cada una de las partes que lo conforman. Desde esa perspectiva, es fácil entender que la política macroprudencial haya surgido como respuesta a las crisis financieras, por cuanto su desarrollo permite enfrentar las principales vulnerabilidades que se pueden acumular a través del sistema financiero, aun cuando las instituciones que lo componen se observen sólidas de manera aislada (BIS, 2018)^{2/}.

^{2/} En particular, los riesgos de interconexión y prociclicidad (dimensión temporal y estructural) pueden desencadenar crisis con efectos sistémicos, pese a solidez individual de entidades. Para más detalles, ver Borio et al (2001).



El riesgo sistémico puede deberse a shocks producidos por eventos adversos externos al sistema, o bien a vulnerabilidades desarrolladas dentro del sistema, lo que hace muy compleja la caracterización de los riesgos a los cuales es posible atribuir un alcance sistémico (BCCh, 2020). Por esta razón, no es trivial acotar el concepto de macroprudencia a una definición estricta; más bien, ésta requiere flexibilidad para abordar un amplio rango de situaciones. De hecho, Borio (2010) advierte que el uso del término “macroprudencial” probablemente siga evolucionando de la mano con el desarrollo de las instituciones responsables de velar por la estabilidad del sistema financiero, en relación a sus atribuciones y herramientas a su disposición.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL

El desarrollo de nuevos marcos institucionales que tuvieran una mayor capacidad de enfrentar riesgos sistémicos, motivado por la crisis financiera global (CFG), ha permitido compensar algunas de las limitaciones del enfoque tradicional de regulación y supervisión focalizado principalmente en instituciones financieras individuales, o microprudencial. Dentro de este desarrollo, se encuentra una parte importante de las sucesivas reformas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por su sigla en inglés) a través de los estándares de Basilea III.

Siguiendo esta lógica, durante la última década distintas jurisdicciones han fortalecido sus marcos de política macroprudencial, siguiendo al menos los siguientes cuatro pilares fundamentales: i) identificación y medición de riesgos a la estabilidad financiera, ii) evaluación y análisis de la información recopilada, iii) diseño institucional para el manejo de vulnerabilidades, y iv) establecimiento de una institucionalidad y políticas que se hagan cargo de dichos riesgos y potenciales consecuencias (Saito, 2014).

La adecuada implementación de la política macroprudencial requiere que las entidades reguladoras implicadas en su aplicación mantengan un correcto balance entre dos elementos: la carga regulatoria impuesta para contener riesgos sistémicos y el desarrollo del mercado financiero necesario para sustentar el funcionamiento de la economía real. Los arreglos institucionales pertinentes al desarrollo del marco de política macroprudencial buscan contribuir a ese balance.

1. ARREGLOS Y ATRIBUCIONES INSTITUCIONALES

Los arreglos institucionales son modelos formales de organización en los que se definen los atributos y rangos de acción de las entidades involucradas en el quehacer de política. En el caso de la política financiera, y particularmente de la política macroprudencial, esa definición de roles ha evolucionado adoptando elementos específicos que es posible agrupar bajo dos áreas principales. Por un lado, la efectividad de supervisores específicos a determinadas industrias (bancaria, valores) versus la de supervisores integrados. Por otro, la distribución de atribuciones de supervisión microprudencial y macroprudencial, y el alcance del perímetro de acción de los reguladores y supervisores.

Dentro de la diversidad de arreglos institucionales identificados para una muestra de 141 países (IMF 2018 y gráfico IV.2), destacan los siguientes tipos:

1. Esquemas institucionales en los cuales una sola institución lidera y es la responsable principal de todo el marco de política macroprudencial (35% de la muestra). En estos esquemas, tienden a predominar bancos centrales que a su vez son responsables de la supervisión microprudencial bancaria.
2. Esquemas institucionales en los cuales la autoridad de supervisión bancaria asume directamente la responsabilidad en la conducción de la política macroprudencial. Este esquema es el menos frecuente, correspondiendo solo al 4% de los casos analizados.
3. Esquemas donde la función macroprudencial les corresponde a comités especializados en los que participan varias instituciones, generalmente liderados por el banco central (Comité interno al BC y Comité externo al BC y que corresponden aproximadamente a un 33% del total).
4. Esquemas en que las atribuciones macroprudenciales se encuentran distribuidas en múltiples autoridades y donde no se reporta claramente una instancia de coordinación específica como un comité.

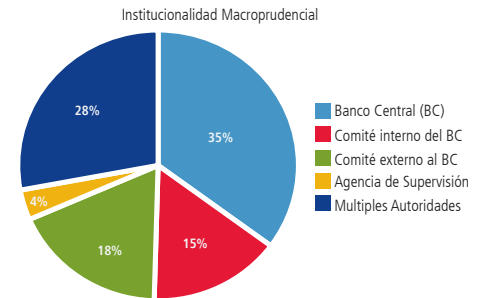
Independientemente de las características de los distintos modelos institucionales analizados, en general se asigna al banco central un rol preponderante (cerca de 80 países) en el desarrollo e implementación de políticas macroprudenciales (IMF, 2018). Esto se sustenta principalmente en las características de los bancos centrales: su independencia, orientación al análisis macroeconómico y, en muchos casos, su mandato de estabilidad financiera (IMF-FSB-BIS, 2016; ECB, 2019).

2. HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES

Dentro de las facultades con las que cuentan las autoridades macroprudenciales, es posible definir distintos niveles de poderes para exigir el cumplimiento de las políticas (IMF-FSB-BIS, 2016; gráfico IV.3). En el caso más estricto, la autoridad tiene poderes para aplicar e implementar directamente herramientas macroprudenciales en una jurisdicción en particular (hard powers). En otros casos, la autoridad puede sugerir la aplicación de las herramientas con efectos no vinculantes directos para las instituciones con atribuciones para aplicarlas, pero sujeto a informe sobre la decisión que finalmente se adopte. Esta metodología denominada “cumplir o explicar” (*comply or explain*) es el ejemplo más frecuente de poderes de aplicación indirecta (semi hard powers)^{3/}. Finalmente, se identifican casos en los cuales la autoridad macroprudencial solamente sugiere la aplicación de alguna de las herramientas señaladas, sin efectos vinculantes (*soft powers*). En la mayoría de los casos, los poderes indirectos y no vinculantes son útiles en la coordinación de acciones inter-institucionales.

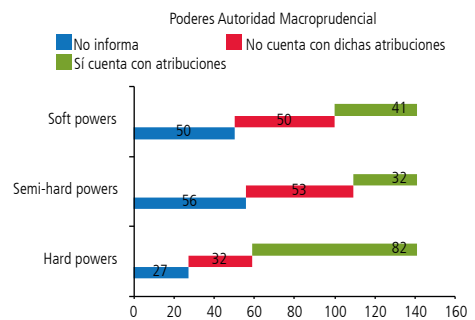
^{3/} Un ejemplo de una institución que goza de estos poderes es el Comité de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra, ente que realiza recomendaciones formales a la Autoridad de Conducta Financiera del Reino Unido (FCA, por su sigla en inglés), bajo el formato *comply-or-explain* para el uso de herramientas bajo una óptica macroprudencial (BoE, 1998).

GRÁFICO IV.2
Arreglos Institucionales macroprudenciales más comunes



Fuente: IMF (2018).

GRÁFICO IV.3
Distribución poderes en autoridades macroprudenciales



Fuente: IMF (2018).



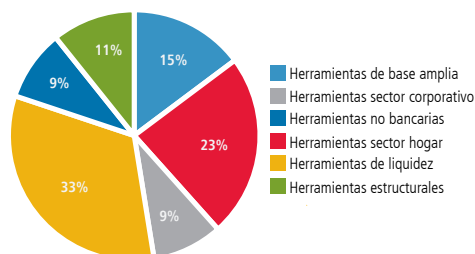
TABLA IV.2
Principales herramientas macroprudenciales (*)

(i) Herramientas de base amplia	(ii) Herramientas sectoriales	(iii) Herramientas de liquidez y cambiarias	(iv) Herramientas de riesgo estructural
Provisiones dinámicas	Requerimientos sectoriales de capital	Exigencia de reservas	Recargos de capital para D/G-SIFIs
CCyB	LTV	LCR	Requisitos de absorción de pérdidas
Límite de apalancamiento dinámico	DSTI DTI	NSFR	Ponderadores de riesgo

(*) CCyB: countercyclical capital buffer. LTV: loan-to-value; DSTI: debt service-to-income; DTI: debt-to-income; LCR: liquidity coverage ratio; NSFR: net stable funding ratio; D/G-SIFIs: domestic/global-systemically important financial institution.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de IMF (2018).

GRÁFICO IV.4
Clasificación de herramientas macroprudenciales



Fuente: IMF (2018).

TABLA IV.3
Uso herramientas macroprudenciales

Categoría	Países que adoptan medidas	Total Países	%
(i) Herramientas de base amplia	104	141	74%
(ii) Herramientas sectoriales	108	141	77%
(iii) Herramientas de liquidez	75	141	53%
(iv) Herramientas estructurales	134	141	95%
	87	141	62%

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de IMF (2018).

Más específicamente, las herramientas macroprudenciales corresponden, en su mayoría, a requerimientos de solvencia, liquidez, cambiarios y otros límites estructurales. Para estas, existen diversos criterios de clasificación, generalmente basándose en el uso y sector al cual apunta su acción. IMF (2018) señala cuatro categorías principales, explicadas a continuación (tabla IV.2).

i) Herramientas de base amplia: su acción es de amplio espectro. Un ejemplo de estas herramientas es el *buffer* de capital contra-cíclico (CCyB)^{4/};

ii) Herramientas sectoriales: en esta categoría, cuyo campo de acción es más especializado, se puede distinguir entre las herramientas diseñadas con el fin de contener los riesgos que normalmente subyacen en el endeudamiento excesivo de los sectores de hogares y corporativo. Ejemplo de las primeras son las razones de deuda sobre garantía (LTV), de carga financiera (DSTI) y de deuda a ingreso (DTI). Ejemplos de las segundas son los mayores requisitos de capital para préstamos;

iii) Herramientas de liquidez y cambiarias: las primeras se orientan a establecer requerimientos de liquidez (activos líquidos) y acotar descalces de plazos, por ejemplo, a través de la razón de cobertura de liquidez (LCR) y la de financiamiento neto estable (NSFR) exigidas a los bancos. En el caso de las herramientas que permiten gestionar riesgos cambiarios es posible considerar límites a descalces de monedas exigidos a determinadas entidades financieras o exigencias de provisiones específicas contra préstamos en moneda extranjera^{5/}. Adicionalmente, en este último grupo se identifican herramientas sectoriales (tales como, ratios DTI o LTV, señalados en el literal precedente) considerando requerimientos específicos por moneda.

iv) Herramientas estructurales: estas consideran los riesgos sistémicos bajo una visión estructural, lo que se traduce por ejemplo en cargos adicionales de capital a las entidades sistémicamente relevantes (SIFIs).

Al 2018, un 33% del total de herramientas disponibles y reportadas para uso macroprudencial eran de liquidez y cambiarias. Les seguían las herramientas del sector hogares y de base amplia, correspondientes al 23 y 15% del total, respectivamente (gráfico IV.4 y tabla IV.3).

Cabe notar que, según BIS (2018), la aplicación adecuada de las herramientas macroprudenciales requiere: (a) definir adecuadamente objetivos intermedios a los cuales enfocar la política macroprudencial, facilitando la coordinación entre autoridades; (b) considerar adecuadamente la interrelación de las herramientas macroprudenciales con otros objetivos de política; (c) considerar las dificultades para identificar adecuadamente las vulnerabilidades en el sistema; y (d) considerar el sesgo hacia la inacción que generalmente se observa en los supervisores, lo cual puede llevar a una acción tardía de la autoridad macroprudencial. Existen diversos estudios que analizan la efectividad de estas

^{4/} Esta herramienta fue desarrollada y presentada en diciembre de 2010 por el BIS en su marco regulatorio de Basilea III (BCBS, 2010), y concebida efectivamente como una herramienta de acción netamente macroprudencial.

^{5/} En el caso del sistema bancario los principales límites a los descalces de monedas subyacen en la determinación de activos ponderados por riesgo de mercado, necesario para definir requerimientos de capital.

herramientas. En resumen, la literatura confirma grados de efectividad de estas herramientas según su objetivo y contexto en que se aplican^{6/}. Asimismo, indican que se debe observar con atención el traspaso de riesgo a otros sectores del sistema financiero, debido a efectos de arbitraje regulatorio generado por la aplicación de la misma política macroprudencial, que puedan reducir la eficacia en la contención del riesgo sistémico en general.

3. APLICACIONES DE LA POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

Durante la última década se ha observado la aplicación de las políticas macroprudenciales en numerosas jurisdicciones y en una amplia variedad de casos, lo cual ha permitido evaluar y vincular la acción y utilidad de dichas herramientas a situaciones concretas que representan un potencial de riesgo sistémico. En general, las herramientas macroprudenciales han sido ampliamente adoptadas por numerosas jurisdicciones con el objetivo de enfrentar diversas situaciones de riesgo sistémico. Una ventaja importante de estas es su flexibilidad y capacidad para enfrentar riesgos específicos con menores efectos no deseados sobre otros sectores, reduciendo de este modo los costos de intervención (Lim et al, 2011).

En particular, el sector de bienes raíces en varias jurisdicciones ha sido objeto de aplicación de herramientas macroprudenciales, principalmente el LTV, a fin de contener el riesgo de financiamiento bancario, tanto a nivel estructural como temporal. En ese aspecto, jurisdicciones como Hong Kong SAR y Singapur han adoptado herramientas como el mencionado LTV y el DSTI a fin de limitar los riesgos del sector de bienes raíces, principalmente a consecuencia de la experiencia observada en la CFG (Darbar y Wu, 2015).

Otra herramienta que ha sido aplicada en la práctica es la *buffer* de capital contra-cíclico, incorporado en Basilea III apuntando a asegurar que los requisitos de capital del sector bancario tengan en cuenta el entorno macrofinanciero en el que operan los bancos. Es así como, a septiembre de 2019 el BIS registraba ocho jurisdicciones que tenían el CCyB activo, es decir tenían en vigor una tasa mayor que cero; o que habían anunciado su activación en el corto plazo (tabla IV.4).

En cuanto al grupo de herramientas estructurales, que son consideradas como más flexibles, abordan riesgos sistémicos no-cíclicos de naturaleza estructural y que no son cubiertos por la acción de otro tipo de herramientas macroprudenciales. Dentro de estas, con mayor adopción figura el cargo de capital para entidades sistémicas (SIFIs), debido a la experiencia observada en la CFG, la cual reveló el bajo nivel de capitalización con el que contaban entidades sistémicas (ESRB, 2017). De hecho, la declaración de insolvencia de Lehman Brothers en EE.UU. en septiembre de 2008, por su tamaño e interconexiones, se considera uno de los amplificadores de la CFG y un evento icónico respecto a la gestión de entidades demasiado grandes para caer (TBTF, por sus siglas en inglés).

TABLA IV.4
Activación de CCyB en muestra de jurisdicciones

Jurisdicción	Nivel CCyB (%APR)	
	Efectivo	Anunciado
Alemania	0,25	
Bélgica	0	0,5
Francia	0,25	
Hong Kong	2,5	
Luxemburgo	0	0,25
Noruega	2	
Reino Unido	1	
Suecia	2,5	

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de BIS, a septiembre de 2019.

^{6/} Para mayor detalle ver Gambacorta y Murcia (2019) y Cantu et al (2020).



POLÍTICA MACROPRUDENCIAL EN CHILE^{7/}

1. INSTITUCIONALIDAD Y COORDINACIÓN

Hasta el 2017, el esquema institucional de regulación y supervisión financiera de Chile estaba basado en un diseño de supervisión sectorial para la industria bancaria, los mercados de valores y seguros y el sistema de pensiones, bajo la fiscalización de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y la Superintendencia de Pensiones (SP), respectivamente.

Esta institucionalidad cambió significativamente con la creación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) en diciembre de 2017 (Ley 21.000), la cual sustituyó en ese momento a la SVS, integrando posteriormente a la SBIF a través de la última reforma a la LGB, publicada en 2019. Con ello, la CMF pasó a ser el nuevo supervisor integrado, con las atribuciones de regulación que antes estaban radicadas en las antiguas SBIF y SVS, y además una responsabilidad explícita sobre el “desarrollo y estabilidad del mercado financiero”. Este conjunto de atribuciones y responsabilidades permite dotar a la institucionalidad en Chile de una mayor capacidad de gestión macroprudencial.

Es posible distinguir modelos institucionales con bancos centrales que integran funciones de supervisión (por ejemplo, el Reino Unido y Nueva Zelanda) respecto de aquellos con bancos centrales que coexisten con sistemas de supervisión independientes (tales como, Australia, Francia y México). Al respecto, es natural que en el primer grupo sean los bancos centrales quienes conducen e implementan directamente la política macroprudencial, mientras que en el segundo grupo el rol macroprudencial se coordina a través de comités ad hoc (tabla IV.5).

TABLA IV.5
Bancos Centrales y rol macroprudencial por jurisdicción

Banco centrales que asumieron directamente rol macro-prudencial		Rol MPM en comité externo o compartido
BC, supervisores bancarios	BC, no supervisores bancarios	
Irlanda	Estonia	Australia
Israel(3)	Letonia(2)	Austria
Nueva Zelanda	Libano(2)	Dinamarca
Portugal	Malta	Finlandia
República Checa		Francia
Rusia		Islandia
Singapur(3)		México
Sudáfrica(3)		Suecia
Reino Unido(3)		Suiza(1)
Uruguay(4)		

(1) Mantiene ambas autoridades (BC y AS) como autoridad MP.

(2) En lo que respecta a la industria bancaria el BC es la autoridad MP, pese a la existencia de AS en otras industrias consideradas también autoridades MP.

(3) Definen su actuar MP bajo la figura de comité interno.

(4) Define su actuar MP bajo comité interno y comité externo.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de IMF (2018).

^{7/} El análisis sobre política macroprudencial en Chile se basa en el documento Política Financiera del Banco Central de Chile, publicado en marzo de este año (BCCCh, 2020). Para un resumen, ver Recuadro IV.1.

Este segundo modelo institucional, en el cual más de una autoridad comparte funciones en la preservación de la estabilidad financiera y en la implementación de un marco de política macroprudencial, resulta fortalecido a través del desarrollo de sistemas de supervisión cada vez más integrados y especializados, con una perspectiva macroprudencial complementaria al manejo de la política monetaria por parte de los bancos centrales.

Siguiendo esta tendencia internacional, la nueva institucionalidad de supervisión en Chile se complementa con el objetivo constitucional del BCCh sobre la estabilidad financiera, desde la perspectiva de sus responsabilidades históricas sobre la continuidad de los sistemas de pagos, atribuciones específicas para regular al sistema financiero y su rol como prestamista de última instancia del sistema bancario, entre otros ámbitos.

Así, el adecuado resguardo de la estabilidad financiera requiere coordinación entre las instituciones que comparten dicha responsabilidad. Uno de los mecanismos de coordinación existentes entre el BCCh y la CMF es el sistema de informes previos, históricamente contemplados en la legislación chilena, y que fueron extendidos en la LGB para la implementación de Basilea III. Otro mecanismo de coordinación que cumple un rol fundamental es el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), creado en 2014 (Ley 20.789), en el que participan la CMF, la SP, el Ministerio de Hacienda y el BCCh. Ambos mecanismos se explican con mayor detalle en BCCh (2020). La experiencia acumulada, tanto históricamente en relación al uso del mecanismo de informes previos para el desarrollo de regulación financiera o para efectos de decisiones de política específicas, como respecto al funcionamiento del arreglo institucional relativamente más reciente del CEF, permite afirmar que ambas instancias han favorecido una efectiva coordinación interinstitucional sin interferir con la necesaria independencia y autonomía de las instituciones involucradas.

El CEF se puede considerar la principal instancia para canalizar y coordinar las decisiones, acciones y recomendaciones ejercidos por las principales instituciones y autoridades con responsabilidades en el ámbito macroprudencial. Tipos similares de comités macroprudenciales también existen en otros países, por ejemplo, Alemania, Canadá, Colombia, México y Noruega (IMF, 2018). Otra alternativa a los comités, es la adoptada por el Banco de Inglaterra que ha abordado la tarea de coordinación de políticas a través de acuerdos de entendimiento (MoU, por su sigla en inglés) con otras autoridades de supervisión que cumplen un rol macroprudencial, buscando fortalecer la comunicación y acción conjunta ante situaciones de riesgo sistémico.

En términos de conceptos utilizados a nivel internacional, el BCCh cuenta con *hard* y *soft powers*. El primero, se manifiesta al implementar directamente herramientas con incidencia en la gestión de las entidades financieras. El segundo es evidente cuando el BCCh desarrolla recomendaciones o alertas respecto al uso de herramientas o medidas para promover la estabilidad financiera. Algunos ejemplos de acciones en este último grupo son:

- Informe de Estabilidad Financiera (IEF): entrega recomendaciones generales y de amplio alcance respecto a la estabilidad del sistema financiero.



- Participación del BCCh en CEF: bajo calidad de invitado, su participación se limita a la realización de recomendaciones puntuales respecto al uso de determinadas herramientas en consideración a la contingencia del momento.

2. HERRAMIENTAS MACROPRUDENCIALES

Una forma de visualizar cómo funciona el marco institucional para la implementación de la política macroprudencial en Chile es analizar las atribuciones y mecanismos de coordinación existentes para la aplicación de las herramientas de política disponibles (tabla IV.6).

TABLA IV.6
Atribución y Coordinación de Herramientas Macroprudenciales entre el BCCh y la CMF

Herramienta	Atribución	Coordinación
Estructura de capital (i) Herramienta de base amplia	CMF	BCCh entrega informe previo a CMF
Colchón de capital contracíclico (i) Herramienta de base amplia	BCCh	BCCh recibe informe previo favorable de CMF
Provisiones (LTV, etc.) (ii) Herramienta sectorial	CMF	
Gestión de riesgos de Liquidez (iii) Herramienta de liquidez	BCCh	BCCh recibe informe previo de CMF
Encajes depósitos (iii) Herramienta de liquidez	BCCh	
Requerimientos adicionales para bancos sistémicos (iv) Herramienta estructural	CMF	BCCh entrega informe previo a CMF

Fuente: Banco Central de Chile.

1. Requerimientos patrimoniales para el sistema bancario

1.a Estructura de capital

La LGB incorpora un amplio espectro de posibilidades de regulación para implementar y estructurar Basilea III en Chile. Los componentes fundamentales de esta estructura tanto para determinar patrimonio efectivo, como activos ponderados por riesgos de crédito, mercado y operacional, se encuentran comprendidos en el marco de coordinación institucional de informes previos solicitados por la CMF al BCCh.

El objetivo de esta coordinación es la integración de una visión macroprudencial que surge de la convergencia de las visiones de la CMF y el BCCh. Todos los aspectos de regulación específica, implementación y fiscalización radican exclusivamente en la CMF.

1.b Colchón de capital contra-cíclico:

Esta es la principal herramienta macroprudencial administrada por el BCCh, con informe previo de la CMF. Esta herramienta, incorporada con la reforma a la LGB de 2019, es la primera disponible en Chile con un objetivo exclusivamente macroprudencial y se faculta al BCCh para su activación y desactivación, de modo de fortalecer sus atribuciones dirigidas a velar por un normal funcionamiento de los pagos. La activación del instrumento requiere de una adecuada coordinación con la CMF e informe previo favorable de parte de la misma, además de contar con la participación del Ministro de Hacienda.

El proceso de toma de decisión respecto de la aplicación de esta herramienta debe considerar diversos elementos de política financiera, como condiciones de mercado, indicadores de balance de entidades bancarias y modelos analíticos, entre otras. El proceso de evaluación de estos elementos, permitirá eventualmente determinar un nivel para el colchón de capital contra-cíclico que tendrá un efecto directo en la base de capital de la banca. Por lo tanto, un objetivo fundamental del Consejo del BCCh en relación a la implementación de esta herramienta macroprudencial es dar al mercado la mayor claridad de cómo la herramienta se aplicará desde una perspectiva estratégica o estructural. Así, el mercado podrá, en cierto grado, anticipar el proceso de toma de decisiones del Consejo y formar expectativas razonables sobre su resultado, en términos de nivel y trayectoria del colchón, y ajustar su política de capital y dividendos correspondientemente.

1.c Requerimiento de capital adicional para bancos sistémicos:

En el marco legal actualmente vigente, además de introducirse el colchón de capital contra-cíclico, se establece un mecanismo específico para calificar a uno o más bancos como sistémicamente importantes, así como la posibilidad de imponerles un requerimiento de capital adicional, siguiendo los estándares de Basilea. Este posible requerimiento de capital adicional constituye una herramienta macroprudencial desde una perspectiva de estructura del sistema bancario, que complementa el rol del colchón de capital contra-cíclico y su efecto sobre la base de capital del sistema en su conjunto a través del tiempo.

La CMF es la encargada de determinar la metodología y los factores a considerar para establecer qué bancos son sistémicos, la cual requiere informe previo favorable del BCCh. Una vez determinados los bancos que estén en esta categoría, la CMF, también con acuerdo favorable del BCCh, podrá imponer uno o más de los siguientes requerimientos: capital básico adicional entre 1 a 3,5% de los activos ponderados por riesgo; capital básico adicional hasta 2% por sobre activos totales; mayor exigencia de reserva técnica, hasta todos los depósitos vista que excedan 1,5 veces el patrimonio efectivo; establecer un límite para préstamos interbancarios hasta un 20% respecto del patrimonio efectivo.

2. Gestión de riesgos de liquidez y cambiario:

El BCCh ha sido activo en la gestión de este ámbito de atribuciones, incorporando de manera pionera requerimientos cuantitativos de liquidez desde 1999. En



efecto, desde abril de ese año, la normativa establece límites para los descálces de plazo a 30 y 90 días, así como límite al descálce de plazos en moneda extranjera para los mismos plazos señalados; y en octubre de 2003 se explicitó la obligación para los bancos de mantener una Política de Administración de Liquidez (PAL), se autorizó el uso de modelos internos, y se explicitaron criterios de información al supervisor y al público, entre otros avances.

El paso siguiente en el perfeccionamiento de la regulación de liquidez fue la incorporación gradual de los requerimientos cualitativos y cuantitativos de Basilea III (desde el 2015). Posteriormente, se estableció un requisito mínimo para la cobertura de liquidez de corto plazo (LCR), a través de un programa gradual iniciado con un límite de 60% en 2019 con el objetivo de avanzar hasta 100% en 2023. Adicionalmente, la regulación del BCCh aplicable a la banca en materia de medición y control de riesgos de mercado, también vigente desde 2003, incorpora límites a la exposición a riesgos de tasas de interés y de moneda^{8/}.

En lo más reciente, como parte de las medidas adoptadas para enfrentar los riesgos relacionados con la pandemia Covid-19, el Consejo dispuso flexibilizar y adaptar temporalmente la regulación de liquidez del BCCh con la finalidad de permitir utilizar controladamente las holguras o buffers que la propia regulación promueve, en un contexto de resguardo prudencial manteniendo las exigencias normativas de reporte de información.

3. Requerimientos de provisiones por riesgos de crédito

Los requerimientos de provisiones por riesgo de crédito corresponden a un ejemplo clásico de herramienta de utilización tradicional microprudencial, pero que puede ser aplicada con un enfoque macroprudencial. La institución que cuenta con atribuciones exclusivas para su implementación es la CMF.

Un ejemplo interesante de este tipo de herramientas es la regulación de la CMF que vincula el nivel de provisiones asociado a un crédito hipotecario residencial con la relación préstamo garantía (LTV) con la cual son extendidos dichos créditos. La incorporación de un estándar para computar las provisiones mínimas de esta cartera, que considera explícitamente la morosidad y la relación préstamo a garantía de los créditos en la regulación en 2015, se relaciona con el análisis efectuado en el ámbito del CEF respecto a riesgos en el mercado inmobiliario que había levantado el BCCh a través de su IEF.

4. Encaje a los depósitos

Una de las medidas prudenciales más antiguas y tradicionales es el encaje bancario, que consiste en la obligación para las instituciones de depósito de mantener activos líquidos, generalmente efectivo o dinero del banco central, en relación al tamaño de sus pasivos contingentes de corto plazo. De esta manera, la autoridad financiera resguarda el riesgo de liquidez inherente a la actividad bancaria de mantener depósitos a la vista o de corto plazo.

^{8/} Una fracción relevante de esta regulación será sustituida por la normativa que emitirá la CMF para determinar activos ponderados por riesgo de mercado necesaria para implementar requerimientos de capital bancarios de acuerdo a Basilea III (ver numeral 1.a).

La LGB establece que el BCCh debe regular el encaje bancario. Para estos efectos, el Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF) del BCCh, establece que las instituciones bancarias y las CAC están sujetas a un encaje sobre las obligaciones o depósitos a la vista, depósitos a plazo, cuentas de ahorro, y obligaciones con otros bancos y el BCCh, principalmente, denominados en moneda local y extranjera. Las tasas de encaje se definen según el tipo de instrumento y denominación. La CMF mediante su compendio de normas, establece una guía que complementa la regulación del BCCh.

El BCCh hasta ahora ha privilegiado mantener estable las tasas de encaje a través del tiempo, gestionando su flexibilización al permitir a los bancos utilizar los recursos constituidos como encaje a través de la Línea de Crédito de Liquidez (LCL).

3. OTRAS HERRAMIENTAS NECESARIAS PARA PRESERVAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Además de las herramientas recién explicadas, existen otras herramientas relevantes a través de las cuales el BCCh cumple su objetivo de preservar la estabilidad financiera, pero que no necesariamente son identificadas a nivel internacional como herramientas macroprudenciales (tabla IV.7). Por ejemplo, las atribuciones del BCCh para regular sistemas de pago de alto y bajo valor, y participar en instancias de coordinación en las autorizaciones de funcionamiento que la CMF extiende a otras infraestructuras de los mercados financieros.

Otro ámbito de atribuciones históricamente relevantes para el BCCh es aquel para regular flujos transfronterizos de capital (facultades en materia de Cambios Internacionales, establecidas en la LOC), las cuales son menos utilizadas desde la implementación de una política de tipo de cambio flexible en 2001. Este grupo de herramientas tienen un sentido y alcance distinto a los requerimientos prudenciales para administrar riesgos de descalces cambiarios mencionados en la sección 2, precedente.

Adicionalmente, el BCCh está directamente involucrado en la gestión de bancos en problemas, a través de su participación en la coordinación de la decisión de la CMF de nombrar un administrador provisional y en casos de liquidación de una empresa bancaria. Asimismo, el BCCh puede extender créditos de urgencia a bancos que presenten problemas de liquidez severos pero que mantienen su solvencia. En ese sentido, la autonomía del BCCh ratifica ante los agentes económicos el carácter técnico de las decisiones orientadas al cumplimiento de su mandato más allá de los ciclos políticos o intereses ajenos a la estabilidad financiera (BCCh, 2020).

En resumen, todas las atribuciones prudenciales del BCCh anteriormente mencionadas se desarrollan e implementan con el objetivo de cumplir su objetivo de preservar la estabilidad del sistema financiero. Este objetivo se cumple tanto aplicando herramientas internacionalmente reconocidas como macroprudenciales —es decir, enfocadas en fortalecer resiliencia de las instituciones y contención de riesgo sistémico— como a través de otras

TABLA IV.7
Coordinación otras Herramientas BCCh – CMF

Herramienta	Atribución	Coordinación
Flujos de capital (cambiarío)	BCCh	
SPAV y SPBV	BCCh	BCCh recibe I.P. de CMF
Crédito Urgencia	BCCh	BCCh recibe I.P. de CMF
Administrador Provisional	CMF	BCCh entrega I.P. a CMF
Liquidación	CMF	BCCh entrega I.P. a CMF

Fuente: Banco Central de Chile.



herramientas complementarias para analizar y advertir riesgos a los mercados e instituciones financieras, mantener la continuidad del sistema de pagos y gestionar situaciones tensión financiera.

COMENTARIOS FINALES

Una de las consecuencias de la CFG ha sido la mayor relevancia que ha tomado la política macroprudencial. Este desarrollo incluye el uso de herramientas de regulación financiera tradicional (o microprudencial) que han existido por largo tiempo, pero que hoy llamamos macroprudenciales porque son aplicadas en ese contexto: con una mirada de riesgo sistémico y dentro de un marco institucional que actúa a su vez, y en conjunto, en función de objetivos de estabilidad financiera. Adicionalmente, el desarrollo de una conceptualización más certera de los ciclos financieros y riesgo sistémico ha favorecido la creación de nuevas herramientas con un origen netamente macroprudencial, como el CCyB.

La política macroprudencial consiste en realizar una oportuna detección, análisis, evaluación y contención de los riesgos sistémicos. Su adecuada y eficiente implementación requiere una arquitectura de regulación y supervisión financiera apropiada. Esa institucionalidad debe ser capaz de adaptarse y ser flexible ante escenarios de riesgos constantemente cambiantes; para ello, los mecanismos de coordinación y comunicación entre instituciones es clave.

En el caso particular de la implementación del CCyB en Chile, incorporado con la reforma a la LGB para adoptar Basilea III, es un desafío para el BCCh desarrollar un marco procedimental formal para la toma de decisiones respecto a esta nueva herramienta macroprudencial semejante a aquel aplicado en la toma de decisiones de política monetaria.

La actual situación global de interrupción financiera derivada de la pandemia Covid-19 propone desafíos para la política macroprudencial. En este contexto, múltiples autoridades e instituciones han utilizado diversas herramientas macroprudenciales, como las descritas en este Capítulo, desarrolladas e implementadas en los años posteriores a la CFG. Específicamente, los colchones de capital y de liquidez son algunas de las herramientas macroprudenciales más utilizadas hasta el momento; por ejemplo, varias de las jurisdicciones que habían activado el colchón de capital contra-cíclico, lo han reducido a cero recientemente (tabla IV.8).

En Chile se han utilizado recientemente una parte importante de las herramientas macroprudenciales disponibles, principalmente las de gestión de liquidez (flexibilizando requerimientos y extendiendo línea LCL respaldada por el encaje bancario) y capital bancario (adaptando plan de implementación de Basilea III) ayudando a preservar canales clave para la transmisión de la política monetaria y el buen funcionamiento del sistema de pagos. La revisión y análisis detallado de las distintas medidas aplicadas en el contexto Covid-19 en Chile y el mundo se describen y detallan en el Capítulo V.

TABLA IV.8
Última decisión de CCyB en selección de jurisdicciones que han activado el CCyB recientemente.

Jurisdicciones	Nivel de CCyB (% APR)
Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Islandia, Lituania, Reino Unido, Suecia	0
Alemania	0,25
Francia, Luxemburgo	0,5
Hong Kong, Noruega	1

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de otros bancos centrales, BIS y ESRB.

RECUADRO IV.1

MARCO DE DESARROLLO Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

En marzo fue publicado el documento *Política Financiera del Banco Central de Chile*, en el contexto de la conmemoración de los 30 años de su autonomía. El documento desarrolla en detalle los aspectos considerados por el BCCh para llevar a cabo su política financiera dentro del perímetro de sus facultades legales, con el fin de contribuir a preservar la estabilidad financiera del país. Específicamente, detalla los marcos conceptual, institucional y analítico necesarios para esta tarea, así como los mecanismos de conducción e implementación de la política financiera. Hasta entonces, no existía un registro que profundizara sobre el rol del BCCh en esa materia. En este Recuadro se sintetizan las principales secciones y contenidos revisados y analizados en dicho documento.

Marco conceptual

Un sistema financiero tiene como función principal asignar los recursos de manera eficiente, canalizando capitales desde ahorrantes hacia quienes tienen necesidades de financiamiento. Así, el sistema financiero permite reducir costos de transacción e información, distribuir apropiadamente los riesgos entre agentes económicos, suministrar servicios de pago y facilitar procesos de transformación de liquidez y plazos.

La normal articulación de estas funciones es crucial para el desarrollo económico del país y la correcta transmisión de la política monetaria. Para ello, es esencial que exista estabilidad financiera^{1/}, que desde el punto de vista del BCCh se entiende como *la capacidad del sistema financiero de realizar sus funciones con normalidad, o sin interrupciones relevantes, aun frente a situaciones temporales adversas*. Esta definición forma parte de la base conceptual en la que el BCCh ejerce su rol de cautelar la estabilidad financiera.

Marco institucional

El resguardo de la estabilidad financiera tiene alta complejidad, profundidad y extenso alcance. Por ello, requiere de una

arquitectura institucional robusta. En Chile, las instituciones que comparten el rol de preservar la estabilidad financiera —desde la perspectiva de sus respectivas atribuciones legales y funciones— son el Ministerio de Hacienda, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), la Superintendencia de Pensiones y el BCCh. Para evitar áreas ciegas, sobrerregulación o arbitraje regulatorio, existen mecanismos de coordinación y cooperación entre estas entidades. Entre ellos, destacan el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y los informes previos^{2/}.

En el caso del BCCh, su política financiera está circunscrita a las facultades legales contenidas en su Ley Orgánica Constitucional (LOC), especialmente en relación al cumplimiento de su mandato de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos (art. 3°). Para cumplir con esta responsabilidad, el BCCh cuenta adicionalmente con atribuciones, en distintas dimensiones, conferidas a través de otras legislaciones sectoriales^{3/}.

Específicamente, resultan relevantes las facultades del BCCh para regular al sistema financiero y el mercado de capitales (LOC, art. 35°), regular y operar directamente los sistemas de pago interbancario (LOC, art. 35°.8); potestad exclusiva en la emisión monetaria (LOC, art. 28° al 33°); regular operaciones de cambios internacionales (LOC Título III, párrafo octavo). Asimismo, el BCCh puede implementar herramientas específicas para cautelar la estabilidad del sistema financiero a través del ejercicio de su rol de prestamista de última instancia (LOC, art. 36°).

Por su parte, algunos ejemplos de cuerpos legislativos sectoriales que confieren responsabilidades específicas al BCCh, corresponden a los siguientes:

- La Ley General de Bancos (LGB) faculta al BCCh para activar o desactivar una exigencia de capital básico adicional de carácter contra-cíclico, aplicable a las empresas bancarias (art 66° ter) y participar en la definición de requerimientos de capital, entre otras materias. La aplicación de estas atribuciones requiere

^{1/} La definición de estabilidad financiera ha sido abordada por distintos bancos centrales e investigadores desde diferentes perspectivas, atribuyéndole distintas características. El anexo A.1, "Definición de estabilidad financiera", del documento *Política Financiera del Banco Central de Chile* desarrolla este tema con mayor profundidad.

^{2/} Los informes previos consisten en que, en los casos específicos previstos en la ley, el organismo facultado para emitir una regulación tiene la obligación de requerir la opinión previa de otro organismo. Más información en la sección 3.2.3, "Emisión de Informe Previo", del documento *Política Financiera del Banco Central de Chile*.

^{3/} Ver Tabla 2 del Documento *Política Financiera* de Banco Central de Chile.

de coordinación institucional a través de informes previos que deben ser solicitados recíprocamente entre el BCCh y la CMF, dependiendo del caso.

- Entre otras, el DL 3.500 confiere al BCCh responsabilidades en la determinación de límites máximos de inversión en el exterior de los fondos de pensiones. Asimismo, de acuerdo a este marco legal el BCCh debe establecer una definición de mercado cambiario formal para la inversión de los Fondos de Pensiones y responder a informes previos de la Superintendencia de Pensiones, por ejemplo para determinar criterios sobre cobertura cambiaria, entre otros aspectos. Cabe notar que el ejercicio de las facultades conferidas al Banco Central de Chile por esta ley requiere un informe previo de la SP en cada caso.

- Ley General de Cooperativas (D.F.L N°5 de 2003), en conjunto con el art. 7° del Decreto Ley 1638, facultan al BCCh para establecer diversos aspectos de regulación prudencial aplicables a estas entidades, como por ejemplo respecto a requerimientos de capital y normativa sobre intermediación financiera.

- Por otra parte, el BCCh genera estadísticas y cuenta con capacidad de análisis e instrumentos de comunicación que permiten alertar sobre potenciales vulnerabilidades^{4/} y riesgos que estén presentes en el sistema financiero. Estas herramientas son fundamentales en su rol asesor para el Poder Ejecutivo, para el CEF en materias relacionadas con sus funciones y para los análisis del IEF.

Marco analítico

El correcto ejercicio de los poderes asignados al BCCh para el cumplimiento de su mandato requiere estudios técnicos avanzados y permanentes en el tiempo. Para ello, el BCCh ha desarrollado un marco de análisis para la política financiera que monitorea y evalúa los riesgos a los que se exponen los diferentes componentes del sistema financiero, especialmente el sector bancario, los sistemas de pago, las infraestructuras del mercado financiero, los intermediarios de crédito no bancarios y los inversionistas institucionales. Por medio de este marco analítico, el BCCh también identifica, con una visión sistémica y prospectiva, potenciales eventos de riesgos, vulnerabilidades y mitigadores^{5/} a los que está expuesto el sistema financiero, además de evaluar los posibles impactos de estos factores.

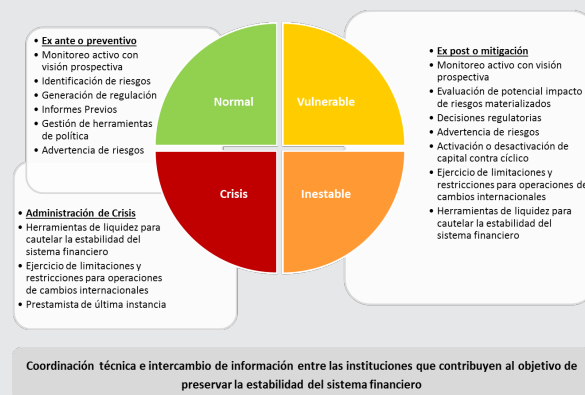
^{4/} Las vulnerabilidades son aquellas condiciones del sistema financiero, o de agentes que participan en él, que debilitan su capacidad de enfrentar un shock o tienen el potencial de amplificar sus efectos. Por ejemplo, un alto nivel de apalancamiento (endeudamiento para financiar sus operaciones o inversiones) de las empresas puede considerarse una vulnerabilidad de este sector frente a una desaceleración económica.
^{5/} Los mitigadores son elementos del sistema financiero, o condiciones de los agentes que participan en él, que tienden a contener los impactos de un shock. Por ejemplo, un marco regulatorio y prácticas de mercado que mantenga a la banca con índices saludables de capital, un nivel adecuado de provisiones, índice de liquidez apropiados y niveles de calce que reduzcan exposición a posibles riesgos de moneda o de tasas.

Así, este marco analítico permite realizar diagnósticos sobre el estado del sistema financiero. El estado normal es aquel en el que las vulnerabilidades identificadas son limitadas mientras se observa la existencia de mitigadores que determinan un escenario acotado de riesgos. Los estados vulnerable e inestable se caracterizan por la presencia de fragilidades que tienen el potencial de amplificar el impacto de un evento disruptivo. En un caso extremo, el sistema financiero se podría encontrar en un escenario de crisis, entendido como la materialización del riesgo sistémico. De concretarse este escenario, se podría observar una obstaculización del normal funcionamiento de los componentes del sistema.

Conducción e Implementación de la Política Financiera

Los diagnósticos sobre el estado del sistema financiero son la base para la conducción de la política financiera y, en consecuencia, para la implementación de las diferentes acciones que sus facultades legales le permiten definir (figura IV.1). Bajo un escenario de normalidad, se toman acciones preventivas (por ejemplo, un monitoreo continuo de carácter prospectivo), se administran las potestades regulatorias para contribuir a mantener al sistema financiero estable, se advierte de potenciales vulnerabilidades y riesgos, y se gestionan las herramientas de política macroprudencial^{6/}.

FIFURA IV.1
Acciones de Política y escenarios



Fuente: Banco Central de Chile.

^{6/} El capítulo IV de este IEF entrega un análisis detallado de la experiencia internacional y desarrollo en Chile acerca de este conjunto de políticas.

En el caso de transitar hacia escenarios de mayor vulnerabilidad, la política financiera buscará aumentar la resiliencia del sistema y mitigar sus posibles impactos. En estas circunstancias, además de las acciones de política que se utilizan en escenarios de normalidad, se puede recurrir a herramientas adicionales, como activar o desactivar el requerimiento de capital contra-cíclico, facilidades de liquidez, o restricciones para operaciones de cambios internacionales.

Gran parte de los análisis, diagnósticos, conducción e implementación de la política financiera del BCCh es comunicada de forma transparente y periódica a toda la comunidad. En este contexto, los principales canales de divulgación son el IEF, minutas explicativas y documentos de investigación, la publicación y emisión de regulación, compendios normativos, y las exposiciones tanto internas como externas que los miembros del Consejo y altos ejecutivos realizan a distintos grupos de interés. De igual forma, el BCCh cumple con las disposiciones legales sobre acceso a la información pública, probidad en la función pública, lobby y gestión de intereses particulares.

Finalmente, el documento *Política Financiera del Banco Central de Chile* es en sí mismo un ejercicio de transparencia que busca exhibir a toda la comunidad el quehacer y aporte del BCCh a la estabilidad financiera de Chile.

Consideraciones finales en el contexto de la pandemia

En la actualidad, el sistema financiero se encuentra en un escenario de inestabilidad, como consecuencia de la crisis social iniciada en octubre del año pasado y de la actual pandemia por Covid-19. Lo anterior ha sido abordado por el BCCh y los demás reguladores financieros a través de un conjunto de medidas de política financiera (tabla I.3 y Capítulo V), y que apuntan a evitar la materialización del riesgo sistémico y conducir el sistema financiero hacia escenarios de mayor normalidad. Con todo, de ocurrir la materialización de escenarios de riesgo sistémico, el objetivo de la política financiera será ayudar a la administración de la crisis con todas las atribuciones legales que dispone la institución.

V. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

En este capítulo se revisan los principales desarrollos de política financiera internacional y local. En particular, destacan las medidas adoptadas para enfrentar las consecuencias económicas y financieras de la pandemia por Covid-19. Adicionalmente, se revisa la Agenda de Implementación de la Política Financiera del Banco Central de Chile y otras iniciativas de regulación financiera.

MEDIDAS PARA ENFRENTAR EFECTOS DEL COVID-19

En los últimos meses, las autoridades financieras en Chile y el mundo han adoptado numerosas medidas para hacer frente a los efectos económicos y financieros originados por la pandemia por COVID-19. Así, varios países han realizado un conjunto de acciones de política fiscal, monetaria y financiera.

Principales medidas adoptadas internacionalmente

La respuesta de política en varias jurisdicciones comprende un amplio abanico de acciones de política fiscal, así como drásticas medidas de política monetaria convencional (reducción de la tasa de interés de referencia) y no convencional, esta última consiste básicamente en la provisión de liquidez al mercado a través de formas diferentes a las que cada banco central ofrece regularmente. En una muestra de 54 países, las medidas o facilidades de liquidez descritas en la mayoría de las jurisdicciones incluyen una ampliación de montos disponibles, aumentos de frecuencia, de operaciones y extensiones de plazo (tabla V.1). En un menor número de casos ha habido una ampliación de los colaterales aceptados para acceder a la liquidez del banco central, en algunos países también se ha implementado otorgamiento de liquidez en moneda extranjera (tabla V.2). Otra medida que han usado los bancos centrales de varios países ha sido la compra de activos en el mercado secundario para tener efectos en la liquidez no sólo corriente, sino también para plazos más largos.

En lo que se relaciona directamente con medidas propiamente de política financiera, el Comité de Basilea acordó posponer la implementación de la parte final de Basilea III, para aumentar la capacidad operacional de bancos y supervisores para responder al COVID-19. Además, varios países han recurrido a distintas herramientas macroprudenciales que poseen^{1/}, y han realizado ajustes regulatorios para flexibilizar los requerimientos de capital y liquidez de los bancos, con el objetivo de facilitar y promover el flujo del crédito en la

^{1/} En el caso de Chile, las herramientas macroprudenciales disponibles se presentan en el Capítulo IV.

TABLA V.1
Número de países con medidas extraordinarias de liquidez, según dimensión de relajamiento

Dimensión	N° de países (*)
> monto	29
> frecuencia	27
> plazo	25
> colaterales en MX	14
> N° participantes	6
Compra de activos	21
Swap transfronterizos	14

(*) No considera medidas tomadas por el BCE.

Fuente: Banco Central de Chile en base a FSB, OCDE, FMI y Universidad de Yale.

TABLA V.2
Medidas de relajamiento de capital y liquidez para bancos, asociadas a pandemia por Covid-19, número de jurisdicciones (*)

	Medidas de países individualmente
Reducción/relajamiento de requerimientos de liquidez	18
Reducción de encaje	16
Reducción de CCyB	14
Reducción búfer de conservación u otro de capital	17
Diferir aumentos de capital	7
Relajamiento de políticas de otorgamiento de crédito y/o clasificación de morosos	25

(*) No considera medidas tomadas por el BCE.

Fuente: Banco Central de Chile en base a FSB, OCDE, FMI y Yale Tracker.



economía. Es así como países que habían exigido a sus sistemas bancarios constituir en diversos niveles requerimientos de capital contracíclico (CCyB, por su sigla en inglés), en las últimas semanas lo han liberado. En otros casos se han reducido otros colchones o requerimientos de capital específicos en esas jurisdicciones^{2/}.

Asimismo, en varias jurisdicciones se ha relajado la exigencia de la Razón de Cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés). En ocasiones ello se ha realizado de manera explícita, es decir, reduciendo el límite exigido; mientras que en otras se ha hecho de manera implícita, reconociendo que los bancos pueden caer del mínimo exigido sin enfrentar las mismas consecuencias que tendrían en circunstancias normales. Cabe destacar, que la mayor parte de estas medidas fueron concebidas en su origen como acumulación en tiempos normales (o de bonanza), para ser liberadas en tiempos recesivos.

Principales medidas adoptadas en Chile

En Chile, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el Banco Central (BCCh) y el Ejecutivo, desde sus respectivas responsabilidades y atribuciones, han actuado de manera coordinada implementando diversas medidas (tabla I.3)

Se debe considerar que estas medidas están basadas en las fortalezas que mantiene el sistema financiero. Los marcos de regulación y supervisión han favorecido la gestión y solvencia de las empresas financieras, en particular las bancarias, a lo largo de las últimas décadas. Asimismo, es necesario tener presente que estas medidas son excepcionales y buscan que en la coyuntura actual se mantenga la provisión de crédito para hogares y empresas. Con todo, lo anterior debe ser realizado con los debidos resguardos para preservar los estándares prudenciales de liquidez y solvencia de mediano plazo que deben seguir las instituciones financieras.

i. Medidas implementadas por la CMF

La CMF, en coordinación con el Banco, flexibilizó los plazos de implementación de Basilea III, dentro de los límites que permite la Ley. Así, se posterga la aplicación de ciertos elementos del nuevo marco de requerimientos de capital, y se reducen los requisitos concentrados entre 2021 y 2022 (equivalentes a aproximadamente US\$1.800 millones, según lo informado por la CMF), distribuyéndolos hacia el período 2023-25. En la práctica, la implementación plena de Basilea III se posterga un año, desde 2024 a 2025 (tabla V.3).

En la misma línea, la CMF postergó para después del 1 de diciembre de 2022 los nuevos requisitos de divulgación de información que forman parte de su programa para implementar Basilea III (Pilar 3). En este caso, el objetivo es reducir la carga de implementación que supone para el sistema bancario la implementación de estos nuevos estándares, en términos de operación de sistemas, cumplimiento, entre otros.

^{2/} Por ejemplo colchón de capital sistémico, "expectativas de capital" de acuerdo al pilar 2, o aumentos de capital previstos por sobre el mínimo de lo propuesto por Basilea III.

TABLA V.3
Calendario de implementación de Basilea III pre y post Medidas Covid-19

Componentes del capital regulatorio	2020	2021		2022		2023		2024	
		Pre-Covid19*	Flexibilización implementación BIII	Pre-Covid19*	Flexibilización implementación BIII	Pre-Covid19*	Flexibilización implementación BIII	Pre-Covid19*	Flexibilización implementación BIII
Cápital básico/APR	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Implementación descuentos de capital BIII (1)		25%	0	50%	25%	75%	50%	100%	75%
Patrimonio Efectivo/APR (2)	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Colchón de conservación/APR		0,625%	0,625%	1,25%	1,25%	1,88%	1,875	2,50%	2,50%
Cargo sistémico/APR		0-0.625%	0%	1.25% (3)		2.375% (3)		3.5% (3)	
Composición APR									
APR de crédito	100%	100%	100% (4)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
APR operacional		100%	0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
APR de mercado		100%	0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

(1) Son componentes que pertenecen al patrimonio, pero que se descuentan para efectos de los límites regulatorios. A partir de Basilea III estos componentes representan una mayor magnitud del capital.

(2) El mínimo no cambia, no obstante la composición será distinta debido a las diferencias de los calendarios de implementación de los descuentos.

(3) El plan de implementación pre Covid-19 correspondía a un aumento de 25% anual de los requerimientos correspondientes a cada banco sistémico. La tabla muestra el aumento del máximo legal.

(4) El cálculo de este APRC se hace a partir de la metodología actual, es decir con los ponderadores de la LGB previa a la reforma.

Fuente: Banco Central de Chile

En otros aspectos, y en línea con medidas excepcionales que se han tomado en otras jurisdicciones, la CMF permitió que las operaciones mediante las cuales se flexibilicen plazos, o postergue el pago de cuotas de créditos hipotecarios o de pymes, temporalmente queden exentas de cargos de provisiones adicionales tradicionalmente aplicadas a créditos renegociados (tabla V.4). Ambas medidas reducen costos de generación de créditos y en ese sentido debieran facilitar que los bancos puedan con mayor facilidad ofrecer planes de reprogramación de créditos a hogares y empresas.

Por último, la CMF permitirá de manera extraordinaria ajustar la contabilización de las provisiones voluntarias que componen el patrimonio efectivo exigido a los bancos. De esta forma, en tales provisiones voluntarias será posible considerar una proporción de las garantías concedidas por el Fisco de Chile, CORFO y el FOGAPE^{3/}, que amparen los créditos otorgados por los bancos.

ii. Medidas implementadas por el BCCh

El BCCh flexibilizó de manera temporal sus exigencias de encaje y gestión de liquidez aplicados a los bancos, y amplió de manera muy significativa y sin precedentes sus provisiones de liquidez. Estas medidas, adicionales a las adoptadas en noviembre del año pasado como consecuencia de la crisis

TABLA V.4
Flexibilización en tratamiento de provisiones según entidad y tipo de cartera (meses)

	Bancos	Compañías de Seguro de Vida	CACs	Emisores no Bancarios
Consumo	3	3	3	3
Hipotecario	6	6	6	
Comercial	6		6	

Fuente: Elaboración propia en base a información CMF

^{3/} El FOGAPE es un fondo estatal destinado a garantizar un determinado porcentaje de los créditos, operaciones de leasing y otros mecanismos de financiamiento que las instituciones financieras tanto públicas como privadas, otorguen a las empresas elegibles.



social, buscan facilitar la gestión de la actual coyuntura principalmente a través de la extensión de líneas de crédito excepcionales, las que a su vez incluyen condicionamientos a los bancos que acceden a ellas para promover la generación de créditos.

Respecto de la gestión de liquidez de los bancos, se acordó suspender por 90 días, sujetos a renovación, el cumplimiento de los requerimientos de descalce de plazos previstos en el Compendio de Normas Financieras, tanto el correspondiente a 30 días (que debe ser menor a una vez el capital básico), como el de 90 días (que debe ser menor a dos veces el capital básico). También, en coordinación con la CMF, se optó mantener el límite normativo vigente de 70% para la razón de cobertura de liquidez (LCR, por su sigla en inglés), explicitando que la CMF evaluará eventuales desviaciones temporales de este requerimiento, caso a caso, sobre la base del juicio supervisor.

Asimismo, el BCCh flexibilizó sus exigencias sobre constitución de encaje. En este ámbito, autorizó que el encaje monetario que deben constituir bancos y cooperativas de ahorro y crédito en moneda extranjera pueda ser constituido, hasta septiembre de este año, no sólo con dólares estadounidenses, sino que también con euros, yenes japoneses y moneda nacional.

Estas medidas son complementarias a una expansión de la magnitud y alcances de los sistemas de provisión de liquidez del BCCh. En efecto, desde noviembre del año pasado el Banco implementó un Programa de Operaciones Especiales para facilitar la gestión de liquidez del sistema financiero, luego del inicio de la crisis social. En su inicio, este programa incluía licitaciones de compras de swap de divisas, además de operaciones de REPO, y un programa de recompra de títulos de deuda emitidos por el BCCh. La duración de este programa se amplió desde mayo de este año a enero del próximo. Además, en noviembre también se implementó un programa de venta de divisas, tanto a través del mercado spot como el de derivados. La duración de este programa también se prolongó hasta enero de 2021.

Como se señaló, en lo más reciente el Banco ha aumentado su provisión de liquidez, no sólo en términos de montos, sino que también incorporó nuevas modalidades, plazos, instrumentos y entidades elegibles.

En primer lugar, se implementó para los bancos una Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), la que permite obtener financiamiento durante seis meses a tasa TPM (0,5%) y con un plazo de vencimiento de hasta 4 años (Recuadro III.1).

En segundo lugar, durante marzo se inició un programa de compra de bonos bancarios que alcanza un monto equivalente en UF de hasta US\$8.000 millones. Este programa está abierto a los participantes del SOMA, por lo que a diferencia de los anteriores no se encuentra limitado sólo a los bancos, sino que pueden participar también otros agentes como AFP, fondos mutuos y compañías de seguros. Al igual que con los otros programas, lo que se busca es que, en caso de necesidad, las instituciones financieras puedan intercambiar instrumentos por liquidez.

Las medidas tomadas por el BCCh son excepcionales y varias son inéditas en su historia. Sin embargo, la compra de activos y la expansión de colaterales elegibles fueron implementadas por algunos bancos centrales luego de la crisis financiera global, así como en la coyuntura actual^{4/}. En tal sentido, pese a ser excepcionales, forman parte del instrumental que pueden utilizar los bancos centrales, especialmente una vez que la tasa de política monetaria alcanza su mínimo técnico o niveles muy cercanos a éste (Capítulo IV).

iii. Medidas implementadas por el Ejecutivo

El Ejecutivo ha tomado una serie de medidas económicas para enfrentar la crisis financiera, algunas de las cuales han requerido de iniciativas legales que fueron aprobadas con gran celeridad durante el mes de abril. Las medidas que tienen incidencia en política financiera son: i) las contenidas en la Ley N° 21.225 (publicada el 2 de abril), que junto con establecer un bono de apoyo a los ingresos familiares, realiza una capitalización de US\$500 millones al BancoEstado y una reducción al 0%, por un período de seis meses, al Impuesto de Timbres y Estampillas; ii) las de la Ley N° 21.227 (publicada el 6 de abril), que busca proteger el empleo ante los efectos económicos del Covid-19, para lo que permite la suspensión temporal del contrato laboral, manteniendo el vínculo contractual y los derechos laborales, y que los ingresos del trabajador sean pagados con recursos del seguro de cesantía, y iii) las de la Ley 21.229 (publicada el 21 de abril), que capitaliza por US\$3.000 millones al FOGAPE.

Esta última medida es especialmente importante, puesto que permitirá garantizar nuevos créditos por hasta US\$24.000 millones a empresas que necesitan liquidez. Según estimaciones del Ministerio de Hacienda, esta iniciativa podría beneficiar a más de 1,3 millones de empresas micro, pequeña y medianas, con ventas anuales por hasta un millón de UF. La tasa máxima para estos créditos será de 3,5%, y el porcentaje de la garantía estatal es decreciente, entre 85 y 60%, en función del volumen anual de ventas de las empresas.

iv. Medidas adicionales sobre continuidad operacional

Por último, es importante señalar que un escenario como el actual refuerza la importancia de la continuidad operacional. En este sentido, los reguladores han actuado según sus competencias. Así, en el BCCh los sistemas de contingencia para el funcionamiento del Sistema LBTR se encuentran operativos y disponibles, y éste tiene la capacidad de funcionar de manera normal con una dotación de personal acotada y/o a distancia. A su vez, la CMF anunció medidas para el uso de mecanismos a distancia en juntas de accionistas, de tenedores de bonos y asambleas de aportantes. También, la Comisión junto a la Superintendencia de Pensiones (SP) emitieron una norma transitoria para permitir la realización en línea de los trámites de pensión. Asimismo, la SP instruyó a las AFP y a la AFC garantizar el acceso a servicios y trámites críticos para que los usuarios del sistema los realicen vía electrónica.

^{4/} La entrega de liquidez a cambio de colaterales, sea a través de la compra de los instrumentos o mediante operaciones de repo, introduce riesgo de crédito en los balances de los bancos centrales. Por esta razón, se establecen criterios de elegibilidad y se aplican descuentos ("haircuts") al valor de los instrumentos que se reciben.



Por otro lado, las disposiciones de la autoridad sanitaria han llevado a que parte de la operación de los prestadores de servicios financieros se deba realizar a través de medios remotos (teletrabajo), y a que varias sucursales de atención de éstos se encuentren cerradas. Al mismo tiempo, el uso de transferencias y medios electrónicos de pago, especialmente en transacciones no presenciales y en operaciones sin contacto entre el medio de pago y el terminal en el punto de venta (“*contactless*”) debiera aumentar, mientras que en el largo plazo las preferencias por el efectivo podrían disminuir.

Todo lo anterior refuerza la importancia de contar con mecanismos adecuados para resguardar el funcionamiento de los medios de pago e infraestructuras de mercado financiero, incluyendo medidas de ciberseguridad.

AGENDA DE POLÍTICA FINANCIERA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, se presentan los principales elementos de la agenda para implementar la política financiera del BCCh para el año 2020. Varios de los desarrollos previstos son una continuación, y en algunos casos un complemento, de iniciativas en las que el Banco ha estado trabajando en el último tiempo, en particular el fortalecimiento de las infraestructuras de mercado financiero y la modernización de su regulación cambiaria. En cualquier caso, los plazos contemplados para este año pueden ser modificados si se reordenan las prioridades o recursos como consecuencia de la pandemia por Covid-19

Publicación documento marco de Política Financiera del BCCh

El 12 de marzo se publicó el documento “Política Financiera del Banco Central de Chile”, el que presenta el marco conceptual y contexto institucional en los que se desenvuelve la política financiera, así como la metodología de análisis requerido para su conducción e implementación. La elaboración de este documento forma parte del Plan Estratégico 2018-2022 y recoge recomendaciones del Panel de Evaluación Independiente que el Consejo del Banco invitó a evaluar el desempeño de la institución en el cumplimiento de sus principales mandatos. Los principales elementos del documento se analizan en el Recuadro IV.2.

Colchón de capital contra cíclico (CCyB)

Pese a que la CMF, en coordinación con el BCCh, decidieron flexibilizar los plazos de implementación de Basilea III, existen normas que se deben emitir no más allá del 1 de diciembre de este año. En lo que respecta al BCCh, la LGB establece que su Consejo tiene que otorgar su informe previo para las normas sobre identificación de bancos de importancia sistémica, la metodología para el cálculo de los activos ponderados por riesgo (operacional, de crédito, y de mercado), así como la de instrumentos híbridos para la constitución de patrimonio efectivo. Además de los informes previos, el BCCh debe regular el requerimiento de CCyB.

Respecto a la implementación del CCyB la nueva LGB confiere al BCCh la responsabilidad de determinar su activación o desactivación. Para estos efectos se está desarrollando internamente la documentación y protocolos que

permitirán comunicar al mercado los elementos que considera el Consejo del BCCh para adoptar esta decisión. Así, se está analizando la experiencia de las jurisdicciones que se han mostrado más activas en la utilización de esta herramienta y se trabaja en mecanismos de adaptación que consideren la institucionalidad de supervisión en Chile.

Asimismo, se está considerando la incorporación gradual de esta herramienta en consistencia con el plan de postergación de la implementación de Basilea III definido en coordinación con la CMF. En este sentido, el periodo 2020-21 será destinado en su totalidad a la preparación para utilizar esta herramienta de manera activa, en caso de que se presentaren las condiciones apropiadas, a partir de 2022.

La implementación de esta herramienta resultará en una contribución fundamental para avanzar en la estructuración del conjunto de herramientas disponibles en Chile para configurar su marco de política macroprudencial (Capítulo IV).

Infraestructuras del mercado financiero

En los últimos años se han dado pasos importantes para hacer más robustas las infraestructuras de mercado financiero. Entre otras medidas, en 2018 el BCCh publicó el nuevo Capítulo III.H de su Compendio de Normas Financieras (CNF), incorporando las mejores prácticas internacionales para infraestructuras del mercado financiero (PFMI, por su sigla en inglés); en 2019 publicó el Capítulo III.D.3 del CNF para establecer un repositorio de transacciones de derivados (Sistema Integrado de Información de Derivados, SIID) que empezará su funcionamiento en noviembre de 2020; y en diciembre de 2019 se estableció la regulación para ampliar el funcionamiento del Sistema LBTR para pagos interbancarios en dólares estadounidenses, funcionalidad que se encuentra disponible y operativa para los participantes (nuevos Caps. III.H.4, III.H.4.1, III.H.4.2 y respectivos Reglamentos Operativos).

Para este año se espera emitir la regulación necesaria para el funcionamiento de una cámara de compensación de pagos de alto valor en dólares de EE.UU., la que permitirá la compensación de pagos de operaciones cambiarias spot peso-dólar, que luego podrán ser liquidados a través del Sistema LBTR en dólares desarrollado anteriormente. Asimismo, para seguir avanzando en la estructuración de una red de infraestructuras que facilite la integración internacional del sistema financiero chileno y mitigue los riesgos de liquidación en operaciones cambiarias, se continúa trabajando para la incorporación del peso chileno al Sistema CLS, si bien este proceso es de mediano plazo (ver IEF del 2do semestre de 2019). Para ésta última iniciativa, se requiere la emisión de una regulación que reconozca a sistemas de pagos internacionales para liquidar y compensar pagos localmente, de la forma que lo autoriza la LOC.

Nuevas etapas del proceso de modernización de la normativa cambiaria

Luego de un proceso de consulta pública, el 1 de enero entró en vigor el nuevo Capítulo I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI), lo



que corresponde a la primera etapa del proceso de modernización cambiaria. Entre las principales modificaciones realizadas están la incorporación del marco de política cambiaria del BCCh y su relación con la aplicación de esta normativa, la ampliación de las denominaciones en las que se pueden transar los valores extranjeros en el mercado local, y la derogación de algunos Capítulos y Anexos del CNCI para los que existen fuentes de información alternativas y confiables.

Durante este año, se espera seguir avanzando en las etapas siguientes de este proceso: la ampliación de las operaciones de cambios internacionales en pesos chilenos, la revisión de las normas asociadas al ingreso y al funcionamiento del Mercado Cambiario Formal, y una reorganización profunda de los Capítulos del CNCI y los Anexos de su Manual.

Pagos Minoristas

El funcionamiento de los sistemas de pago minorista es una preocupación permanente del BCCh. Si bien su utilización es creciente en el tiempo, es probable que la coyuntura actual acelere ese proceso (BIS, 2020). En paralelo, en los últimos meses han ocurrido eventos importantes relacionados con la emisión de medios de pago, donde varias entidades no bancarias han obtenido la autorización de existencia por parte de la CMF, o se encuentran en proceso de hacerlo, para emitir tarjetas de prepago; mientras que Transbank ha comenzado su proceso de implementación del modelo de 4 partes.

Sin perjuicio de lo anterior, el Banco evalúa regularmente sus normas para que, manteniendo altos estándares prudenciales, éstas no constituyan obstáculos innecesarios para la innovación.

Por otra parte, el Banco desarrollará un nuevo marco normativo para permitir que operaciones de pagos minoristas, distintas de los cheques y las transacciones de cajeros automáticos, sean compensadas a través de Cámaras.

En la actualidad, las únicas transacciones de pagos minoristas que se compensan a través de Cámaras, y posteriormente son liquidadas a través del Sistema LBTR son las de cheques y las de cajeros automáticos, las que son compensadas en Cámaras reguladas por el BCCh. Sin embargo, la compensación de las transacciones de tarjetas de pago, transferencias electrónicas u otras que pudieran existir como consecuencia de la innovación, no cuenta con un marco de regulación específico.

El BCCh tiene contemplado iniciar este año un proceso para hacer más robusto el proceso de compensación y liquidación de pagos de bajo valor en el mediano plazo. En un principio, con un marco normativo básico se invitará a agentes del sector privado a administrar una o más cámaras para procesar este tipo de transacciones, por un período de tiempo determinado y con algunas limitaciones en los montos. Transcurrido ese período de tiempo, que el BCCh utilizará para entender mejor los procesos asociados, se emitirá un cuerpo normativo más completo y definitivo, el que además de fortalecer los procesos de compensación y liquidación de estos pagos puede contribuir a la incorporación de nuevas formas de realizar estas transacciones, como por ejemplo los llamados pagos instantáneos que se realizan en otras jurisdicciones

como Australia o México y que permiten a través de códigos QR realizar pagos que son liquidados en tiempo casi real entre las cuentas de los intervinientes.

Proyecto para incorporar nuevos participantes a las facilidades de liquidez del BCCh

En Chile, actualmente el BCCh limita la provisión amplia de sus servicios financieros a los bancos comerciales y, para cuentas de liquidación y depósito en su Sistema LBTR, a las Sociedades Administradoras de Sistema de Liquidación y Compensación de Instrumentos Financieros (Ley N° 20.345).

El BCCh solicitó una asistencia técnica al Fondo Monetario Internacional (FMI) para analizar la posibilidad de ampliar estos servicios, incorporando experiencia internacional destacada, buscando la mayor objetividad en el análisis y evitando cualquier discriminación. Esta evaluación internacional realizó una rigurosa revisión de la situación de diferentes tipos de instituciones a la luz de los requisitos para acceder a los servicios financieros de bancos centrales.

Las conclusiones de la evaluación del FMI se reflejan en el proyecto de reforma legal en preparación, anunciado por el Ejecutivo el pasado 8 de abril. Este Proyecto de Ley, de ser aprobado en el Congreso, permitiría al BCCh ampliar sus servicios financieros a otras entidades financieras no bancarias tales como Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC) y a las infraestructuras de los mercados financieros (IMF), tales como, Entidades de Contraparte Central (ECC), Cámaras de Compensación de Valores (CCV) y Sistemas de Pago de Alto Valor; siempre que cumplan con los altos estándares de regulación y supervisión que resulten aplicables en cada caso.

De acuerdo a la asistencia técnica señalada, existe una amplia mayoría de bancos centrales que, al igual que en Chile, persiguen cautelar el funcionamiento continuo y eficiente de los sistemas de pago y la circulación de dinero. Así, los bancos centrales tradicionalmente ofrecen sus servicios financieros a los bancos y a otras entidades de depósito. Estos servicios corresponden generalmente a: (i) cuentas corrientes y de liquidación en los sistemas de pagos de alto valor conocidos como de liquidación bruta y en tiempo real (sistemas LBTR), los que buscan permitir que los pagos del sistema financiero se efectúen, de manera fluida y segura, empleando fondos mantenidos en los bancos centrales; (ii) facilidades de liquidez intradía y permanentes contra garantías de alta calidad, para fines de implementar su política monetaria, y (iii) facilidades permanentes de depósito dispuestas para las entidades bancarias con el objetivo de mantener garantías o requerimientos regulatorios de encaje o reserva técnica.

Durante las últimas décadas los sistemas financieros a nivel global se han vuelto más complejos y han surgido nuevas entidades financieras que proveen sistemas de pago o bien, que permiten compensar, liquidar y registrar transacciones financieras. En efecto, actualmente los sistemas de pago tradicionales, coexisten con una red de sofisticadas IMF que sustentan el funcionamiento de los mercados financieros.

Debido a lo anterior, en economías en las cuales estas IMF acumulan una historia de desarrollo más extensa que en Chile y donde adquieren una cobertura de



mercado considerable, así como por factores de interconexión e interdependencia intensos, los bancos centrales han tendido en forma progresiva a expandir la provisión de sus servicios financieros a este tipo de entidades (usualmente la apertura de cuentas corrientes, de liquidación y depósito, aunque no facilidades de liquidez), para el logro de objetivos institucionales tales como el de preservar la estabilidad de precios y de contribuir a la estabilidad financiera. En este sentido, el objetivo específico de dicha inclusión sigue siendo el mismo: que la provisión de pagos en la economía se realice de manera segura y eficiente a través de los bancos y las redes de infraestructuras financiera que permiten el funcionamiento de distintos mercados (renta fija, variable, derivados y otros).

Asimismo, existen entidades financieras que cuentan con características en su funcionamiento que las hace similares a los bancos, en tanto reciben depósitos del público, confieren créditos a las personas, efectúan intermediación financiera y proveen medios de pago.

De acuerdo al análisis del FMI, las posibilidades de extender los servicios del BCCh, manteniendo la mayor convergencia posible con la experiencia internacional revisada, es incluir a las únicas entidades de depósito diferentes de bancos existentes en Chile y que otorgan créditos, las Cooperativas de Ahorro y Crédito. Asimismo, se consideró apropiado ampliar los servicios a las IMF que han alcanzado un desarrollo importante en el país y que actualmente se aplican, a cuentas de liquidación a las que no cuentan con ellas y conferir remuneración a los depósitos a los que actualmente poseen cuentas (ECC). De acuerdo a la evaluación internacional señalada, las entidades inicialmente elegibles deberían cumplir además con elevados y apropiados estándares de regulación prudencial y supervisión, para finalmente acceder a los servicios señalados.

El resto de las entidades financieras continuará accediendo a los sistemas de pago y a la liquidez a través de las instituciones de depósito, como clientes de estas, bajo criterios objetivos y no discriminatorios, sujetos a la regulación y supervisión aplicable.

Aumento de los límites de inversión en activos alternativos para los Fondos de Pensiones

Con el fin de promover la diversificación de los portafolios de los Fondos de Pensiones (FP), permitiéndoles acceder a mejores combinaciones de riesgo y retorno, el BCCh aumentó los límites estructurales máximos de inversión en activos alternativos para los FP Tipos A, B, C y D, respecto de aquellos definidos en octubre de 2017. En el caso del Fondo E, se decidió mantener su límite sin modificaciones. Respecto al Fondo de Cesantía Solidario (FCS), cabe notar que el límite vigente ya se encuentra en el máximo que permite la ley (tabla V.5).

Conforme al marco legal vigente, para efectos de la inversión de los Fondos, los activos alternativos corresponden a instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada, infraestructura y otro tipo de activos que puedan determinar los Regímenes de Inversión aplicables, incluyendo activos locales y en el extranjero, y bajo modalidades de inversión directa e indirecta.

TABLA V.5

Límites de Inversión de FP y FCS en Activos Alternativos (% del fondo)

Decisión BCCh	Nuevos Límites	Límite 2017
Fondo A	13%	10%
Fondo B	11%	8%
Fondo C	9%	6%
Fondo D	6%	5%
Fondo E	5%	5%
FCS	5%	5%

Fuente: Banco Central de Chile.

La inversión de los FP en estos instrumentos se autorizó el año 2016, a través de una modificación legal en la que se le encargó al BCCh establecer los límites de inversión, dentro de los rangos establecidos en la Ley (5 y 15%). Al fijar estos límites por primera vez el Banco adoptó un criterio de gradualidad, el que mantuvo en esta ocasión, de manera que los eventuales ajustes que se realicen en las carteras de inversión de los FP puedan realizarse sin afectar el normal funcionamiento del sistema financiero.

OTROS DESARROLLOS DE REGULACIÓN NACIONAL

Implementación de Basilea III

Durante este semestre, la CMF puso en consulta pública las normas para: descuentos patrimoniales y la implementación de colchones de conservación y contracíclico. Asimismo, se ha trabajado conjuntamente, a nivel de staff en normas que requieren informe del Banco Central previo a la publicación final: instrumentos híbridos para la constitución de patrimonio efectivo; la determinación de activos ponderados por riesgo de crédito en la banca; y determinación de activos ponderados por riesgo de mercado.

TABLA V.6
Normativa de implementación de Basilea III

Norma	Plazo de consulta	Requerirá informe previo del BCCh
Identificación de bancos de importancia sistémica	12/08/2019 - 26/09/2019 Cerrado	Si
Nueva metodología estandarizada para determinar los APRO de la banca	23/09/2019 - 18/10/2019 Cerrado	Si
Metodología para el cómputo del capital regulatorio	19/11/2019 - 17/01/2020 Cerrado	No
Consulta normativa sobre requerimientos adicionales de capital básico para la banca	27/01/2020 - 31/03/2020 Cerrado	No
Metodologías para la determinación de los activos ponderados por riesgo de crédito en la banca	27/01/2020 - 29/05/2020	Si
Cálculo de la relación entre capital básico y activos totales	03/04/2020 - 29/05/2020	No
Instrumentos híbridos para la constitución de patrimonio efectivo	03/04/2020 - 29/05/2020	Si

Hasta ahora, la implementación normativa propuesta por la CMF recoge los principales elementos de Basilea III. Adaptándolos en áreas donde la Comisión ha considerado necesario elevar requerimientos, pues los estándares subestimaban los riesgos respecto de la realidad local (tabla V.6).

TABLA V.7
Riesgos y oportunidades asociadas al Cambio Climático

Físicos	Riesgos	
	de Transición	Oportunidades
Agudos	Legal / Político	Eficiencia de recursos
Crónicos	Tecnológico	Fuentes de Energía
	de Mercados	Productos y Servicios
	de Reputación	Nuevos mercados
		Resiliencia operativa

Fuente: Banco Central de Chile en base a Acuerdo Verde (2019).

Acciones sobre el Cambio Climático de autoridades financieras locales

En diciembre de 2019, el Ministerio de Hacienda (MH), la CMF, la Superintendencia de Pensiones (SP) y el BCCh declararon formalmente, en el marco de cada uno de sus mandatos, su interés y compromiso en promover una adecuada gestión de riesgos y oportunidades asociadas al cambio climático (tabla V.7). Considerando que los efectos adversos del cambio climático pueden impactar al sistema financiero, las autoridades se comprometieron a estudiar, identificar y realizar acciones dentro de su ámbito de competencia para contribuir al tránsito hacia una economía carbono neutral y al logro de los compromisos nacionales de acción climática.

TABLA V.8
Principios Transversales a las entidades del sector financiero y autoridades

	Sector Financiero	Autoridades
Gobernanza	Directorio se informa e incorpora directrices	Considerar asignación de recursos dentro del cumplimiento de sus mandatos legales
Estrategias y Oportunidades	Se incorpora en la estrategia, fortalece capacidades y evalúa cómo identificar oportunidades	Promover instancias de discusión e iniciar un proceso para definir y evaluar los riesgos bajo atribuciones legales
Administración de Riesgo	Se definen cómo integrar la identificación, evaluación y gestión de riesgos climáticos	Establecer estándares y recomendaciones para orientar a entidades financieras, así como canales de coordinación
Objetivos y métricas	Se evalúa su fijación para la estrategia de negocio.	Identificar brechas de información y avanzar en esas brechas

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Acuerdo Verde (2019).

Junto a entidades del sector privado, las autoridades locales suscribieron un Acuerdo Verde que contempla principios generales para la gestión de riesgos y oportunidades vinculados al cambio climático. El acuerdo también establece principios transversales a las entidades del sector financiero, siendo éstos los propuestos por el TCFD (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*) (tabla V.8); detalla compromisos de cada entidad en forma independiente; y establece que el MH guiará una hoja de ruta de recomendaciones normativas para el desarrollo de las finanzas verdes en Chile (denominada Hoja de Ruta 2020+).

Por otra parte, en diciembre la CMF publicó en consulta la NCG N° 386 que moderniza la información exigida en los reportes de Responsabilidad Social y Desarrollo Sostenible que las entidades inscritas en el Registro de Valores deben remitir en su Memoria Anual. Para ello incorpora requerimientos sobre aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG, por su sigla en inglés).

Autorización para que inversionistas institucionales sean Participantes de Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros

En la actualidad sólo pueden participar en los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros los Agentes de Bolsa, Corredores de bolsa de valores y de productos, Bancos y Bolsas de Valores. La CMF puso en consulta pública el 2 de marzo una norma para permitir que también participen en estos sistemas los inversionistas institucionales. De esta manera, estos inversionistas podrían ingresar directamente sus operaciones a estos sistemas.

De acuerdo a lo establecido por la CMF, los inversionistas institucionales se podrían beneficiar de este cambio normativo a través de una disminución de los costos de transacción asociados a la liquidación de sus transacciones, tanto por manejo de colaterales como por los cobros que pudieran hacer los agentes a través de los actualmente deben realizar esa liquidación; mientras que los intermediarios que actualmente liquidan esas operaciones enfrentarían menores exigencias de capital y garantías.

Gestión de la seguridad de la información y ciberseguridad

La CMF puso en consulta en noviembre del año pasado una norma para fortalecer la gestión de los riesgos que afectan la seguridad de la información y la ciberseguridad. El objetivo de esta norma es entregar lineamientos y mejores prácticas en esta materia a bancos, filiales, sociedades de apoyo al giro, así como a emisores u operadores de tarjetas de pago.

Por otra parte, en diciembre del año pasado la CMF modificó sus normas sobre externalización de servicios en bancos e instituciones financieras, flexibilizando la exigencia de mantener un servicio de procesamiento de datos en Chile para los servicios que se externalizan fuera del país y que afectan actividades consideradas críticas o estratégicas. De esta manera, será el directorio de cada entidad el responsable de evaluar y ponderar los beneficios y dificultades que conlleva la externalización de servicios, incluidos los sitios de contingencia, pudiendo contratar a los proveedores que mejor se ajusten a sus necesidades.

Iniciativas tramitadas por el Congreso

En las últimas semanas se han discutido en el Congreso varias iniciativas que contienen elementos de política financiera. Como es evidente, los proyectos con medidas para enfrentar las consecuencias económicas de la pandemia por Covid-19 han sido prioritarios, y es esperable que otros proyectos puedan tener una tramitación más lenta de la esperada originalmente.

El 28 de febrero se promulgó la Ley N°19.628 sobre protección de la vida privada, con el objeto de prohibir que se informe a terceros, sin consentimiento del deudor, sobre las obligaciones contraídas para financiar la educación en cualquiera de sus niveles.

De esta manera, así como no es posible informar sobre las deudas contraídas con empresas que proporcionan servicios básicos (electricidad, gas, agua,



teléfono), tampoco se podrán informar las deudas contraídas con instituciones de educación superior, ni con bancos o instituciones financieras, o en el marco de líneas de financiamiento administradas por la Corfo para cursar estudios en la educación superior administradas; ni alguna deuda contraída con la finalidad de recibir para sí o para terceros un servicio educacional formal en cualquiera de sus niveles. Al respecto, si bien iniciativas de este tipo pueden perseguir objetivos loables, no contribuyen a que los oferentes de crédito puedan realizar decisiones con información completa.

Por otra parte, en marzo fue aprobado el Proyecto de Ley que limita la responsabilidad de los usuarios de tarjetas de crédito por operaciones realizadas con tarjetas extraviadas, hurtadas o robadas, en lo relativo a la responsabilidad del usuario y del emisor en casos de uso fraudulento de estos medios de pago. Este proyecto corresponde a una moción parlamentaria y busca resolver situaciones que hasta ahora no estaban reguladas, como quién asume la responsabilidad frente a transacciones fraudulentas que se realizan antes de que el usuario pueda notificar al emisor del medio de pago el hurto o extravío del mismo, así como lo que ocurre con medios de pago distintos de las tarjetas de crédito.

Otro proyecto relevante es el de Portabilidad Financiera (reportado en el IEF anterior), el que continúa su tramitación con suma urgencia. Por otra parte, desde el año 2015 se tramita un proyecto sobre Asesores Financieros. Dado el impacto sobre la estabilidad financiera que pueden tener las recomendaciones que realizan asesores previsionales masivos no regulados (Recuadro V.1), sería conveniente que se continúe buscando una solución legislativa que resuelva estos problemas.

Por último, cabe mencionar que el Consejo de Estabilidad Financiera expresó su preocupación sobre los riesgos que implican distintas iniciativas legislativas en materia financiera, las que, buscando apoyar a hogares y empresas, no ponderan adecuadamente sus impactos en el sistema financiero y en el acceso al crédito y a otros servicios financieros. Entre estas iniciativas se identifican una potencial postergación obligatoria de cuotas de crédito, lo que dificultaría a las instituciones financieras realizar una adecuada gestión de riesgo, encareciendo el costo de financiamiento y utilizando liquidez del sistema; así como permitir hacer efectivos los seguros o cláusulas de cesantía asociadas a créditos cuando en rigor no se trata de situaciones de este tipo, y los trabajadores continúan percibiendo ingresos.

TABLA V.9
Principales normas promulgadas durante el periodo IEF 2020.1

Fecha publicación	Organismo	Documento	Contenido
05-12-2019	BCCh	Acuerdo 2269-01-191205	"Modificaciones al Compendio de Normas de Cambios Internacionales y su Manual. Deroga Capítulos IV, V, VI y XI."
20-12-2019	CMF	Circular N° 2.243 (Bancos)	Compendio de Normas Contables para Bancos (distintos capítulos)
20-12-2019	BCCh	Acuerdo 2273E-01-191220	Reemplaza la normativa sobre Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del Banco Central de Chile, sustituyendo los Capítulos III.H.4 y III.H.4.1 del Compendio de Normas Financieras.
23-12-2019	CMF	Circular N° 2.244 (Bancos)	Externalización de Servicios. Servicios de Procesamiento de datos realizados en el extranjero.
23-12-2019	CMF	Circular N° 2.245 (Operadores de tarjetas)	
31-12-2019	SIR	NGC N° 10	Modifica Norma de Carácter General N° 1 sobre garantía de fiel desempeño y dicta su texto refundido, coordinado y sistematizado.
18-03-2020	CMF	NGC N° 435	Regula participación y votación a distancia en Juntas de Accionistas que indica, Juntas de Tenedores de Bonos y en Asambleas de Aportantes. Modifica NCG N°273.
20-03-2020	BCCh	Circular N° 3013-844	Modifica el Capítulo 3.1 del Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF)
31-03-2020	BCCh	Circular N° 3013-845	Modifica Capítulo III.B.2.1 del Compendio de Normas Financieras, en materia de gestión y medición de la posición de liquidez de empresas bancarias.
09-04-2020	CMF	NGC N° 437	Modifica NCG N° 200, sobre operaciones de cobertura de riesgos financieros, inversión en productos derivados financieros y operaciones de préstamo de acciones
15-04-2020	BCCh	Circular N° 3013-850	Modifica Capítulo III.F.4 del Compendio de Normas Financieras.

Fuente: Sitios web de cada institución.

TABLA V.10
Principales normas publicadas para consultas durante el periodo IEF 2020.1

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
19-11-2019	CMF	Metodología para el cómputo del capital regulatorio	Presentar la metodología para calcular el capital regulatorio para el cumplimiento de los límites definidos en la LGB, recogiendo lo estándares internacionales y atendiendo aspectos propios del sistema local.
25-11-2019	CMF	Gestión de seguridad de la información y ciberseguridad	Entregar a entidades bancarias y otras los lineamientos y mejores prácticas en materia de seguridad de la información, ciberseguridad y así reducir brechas.
02-12-2019	CMF	Modifica Reporte de Responsabilidad Social y Desarrollo Sostenible	Modernizar la información exigida en el reporte de Responsabilidad Social y Desarrollo Sostenible que las entidades inscritas en el Registro de Valores deben remitir en su memoria anual, brindando más información a sus grupos de interés sobre estas temáticas.
03-12-2019	CMF	Establece requerimiento mensual de información financiera y de solvencia, para las entidades de seguros y reaseguros	Exigir reporte de información técnica, financiera y de solvencia de las entidades aseguradoras con carácter mensual, incorporando la información sobre endeudamiento y patrimonio requerida, para detalla indicadores a reportar
27-01-2020	CMF	Metodologías para la determinación de los APR de crédito en la banca	Establecer metodologías para determinar los activos ponderados por riesgo de crédito, adecuándose al modelo estándar de Basilea III y con la posibilidad de autorizar modelos internos.
27-01-2020	CMF	Requerimientos adicionales de capital básico para la banca	Definir los procedimientos para el cálculo, implementación y supervisión de los colchones de capital para los bancos establecidos en Chile basado en los lineamientos de Basilea III.
02-03-2020	CMF	Autoriza a Inversionistas Institucionales a ser Participantes de Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros	Ampliar la autorización, para permitir que ese tipo de inversionistas puedan ingresar de manera directa sus órdenes de compensación y liquidación a sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros.
03-04-2020	CMF	Cálculo de la relación entre capital básico y activos totales	Definir el límite del índice de apalancamiento definido por la Ley General de Bancos, incorporando deducciones al componente de capital y a los activos netos, y diferenciando el requerimiento para bancos sistémicos.
03-04-2020	CMF	Instrumentos híbridos para la constitución de patrimonio efectivo	Definir requisitos y condiciones para la emisión de instrumentos híbridos por entidades bancarias para ser considerados como parte del patrimonio efectivo, incorporando mecanismos de absorción de pérdidas.
09-04-2020	SP	Permite a quienes inician el trámite de pensión transferir sus fondos a una cuenta corriente	Posibilitar que los afiliados puedan mantener sin variación su ahorro previsional a la fecha en que realiza la solicitud de pensión y hasta la fecha en que le sea concedida o desista de pensionarse.
13-04-2020	CMF	Capítulo B-1 del Compendio de Normas Contables.	Abordar aspectos legales y técnicos del tratamiento de exceso de garantías hipotecarias como mitigador de riesgo para créditos comerciales.
16-04-2020	SP	NT369 Modificar régimen de inversiones	Ampliar las posibilidades de inversión en el mercado nacional, permitiendo la inversión en fondos de inversión que inviertan preferentemente en instrumentos definidos.
21-04-2020	CMF	Modifica NCG N°412 de Acreditación de Conocimientos	Modificar la norma de acreditación de conocimientos para incorporar a los corredores de bolsa de productos como sujetos obligados a acreditarse; y flexibilizando, acorde a la contingencia sanitaria, ciertas normas contenidas en la NCG N° 412.

Fuente: Sitio web de cada institución



TABLA V.11
Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Regulación Prudencial	Supervisión	Transparencia y gobernanza	Fintech	Respuestas a Covid-19	Otros
1	Payment aspects of financial inclusion in the fintech era	BIS / CPMI				*		
2	Guiding principles for the operationalisation of a sectoral countercyclical capital buffer	BIS / BCBS	*	*	*			
3	Basel III monitoring data for external research: usage policy	BIS / BCBS			*			
4	Margin requirements for non-centrally cleared derivatives	BIS / BCBS / IOSCO						*
5	Measures to reflect the impact of Covid-19	BIS / BCBS					*	
6	Benchmark rate reforms	BIS / BCBS		*	*			
7	Designing a prudential treatment for crypto-assets	BIS / BCBS	*		*	*		
8	Launch of the consolidated Basel Framework	BIS / BCBS	*	*				
9	Joint BCBS-BCG statement on proportionality	BIS / BCBS	*	*				
10	Responsibility E: A compilation of authorities' experience with cooperation	BIS / CPMI		*				
11	Impending arrival - a sequel to the survey on central bank digital currency	BIS / CPMI				*		
12	Report on central banks and fintech data issues	BIS / IFC			*	*		
13	Report on international cooperation to address the financial stability implications of COVID-19	FSB					*	
14	Covid-19 pandemic: Financial Stability implications and policy measures taken	FSB					*	
15	Regulatory, supervisory and oversight recommendations for "global stablecoin" arrangements	FSB		*		*		
16	Vulnerabilities of leveraged loans and CLOs	FSB	*	*				
17	Financial stability implications of BigTech in finance and third party dependencies in cloud services	FSB					*	
18	Enhancing Cross Border Payments - Stage 1 report to the G20	FSB						*
19	Global Stablecoin Initiatives	IOSCO				*		
20	Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms	IOSCO				*		
21	Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds	IOSCO	*					
22	The green swan: Central Banking and Financial Stability in the age of Climate Change	BIS						*
23	Covid-19 and operational resilience	BIS / FSI			*		*	

Fuente: Sitios Web de cada institución.

RECUADRO V.1

REGULACIÓN DE ASESORES PREVISIONALES Y ESTABILIDAD FINANCIERA

La incorporación de los multi-fondos el año 2002 al sistema de pensiones chileno tenía como objetivo aumentar el valor esperado de las pensiones, permitiendo a los afiliados tomar un nivel de riesgo alineado con su horizonte de inversión, y a su perfil de riesgo particular. También se esperaba que la reforma fuera beneficiosa para el mercado de capitales en general, porque al permitir una mayor diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones aumentaría la eficiencia de la asignación de los recursos en la economía^{1/}.

En el diseño de los multi-fondos, una de las características centrales del sistema es que, dentro de distintas combinaciones de riesgo/retorno, otorga a los afiliados amplia libertad para escoger el destino de sus ahorros, en función de sus preferencias particulares. Sin embargo, esta libertad de elección está circunscrita a ciertos límites que buscan minimizar la posibilidad de pérdidas para los afiliados, especialmente cuando están pensionados o próximos a serlo. Por ejemplo, las personas que están a menos de 10 años de la edad legal de jubilación no pueden asignar sus ahorros previsionales al fondo más riesgoso. Asimismo, de acuerdo a la edad de las personas, se asignan a un fondo por defecto los ahorros de los afiliados que no deciden activamente a qué fondo asignarlos.

Durante los últimos años, beneficiándose de la libertad de elección contemplada en el sistema, han aparecido asesores previsionales no regulados que provocan distintos efectos no deseados, al entregar de manera periódica recomendaciones genéricas a los afiliados al sistema para cambiar la asignación de fondo de sus ahorros previsionales^{2/}.

El número de afiliados que reasignan los fondos de sus ahorros previsionales, sea por recomendación de estos agentes o por voluntad propia no es despreciable (200.000 en enero de este año, según información de la Superintendencia de Pensiones). Esta reasignación más activa de los ahorros entre los distintos fondos de pensiones es un fenómeno que se empezó a producir después de la crisis financiera global del año 2008 (Berstein et al., 2011).

En este Recuadro se analizan los riesgos asociados a este tipo de asesorías, tanto para la protección de los fondos de los afiliados, como para el apropiado funcionamiento del mercado de capitales.

Riesgos de los servicios de asesoría previsional

Los servicios de asesoría previsional, al igual que otros servicios de asesoría financiera, en general, permiten que las personas puedan tomar decisiones informadas, acordes a sus necesidades y nivel de aversión al riesgo, lo que debiera contribuir a mejorar su bienestar. Esto es especialmente relevante cuando las personas tienen bajos niveles de educación financiera^{3/}.

Sin embargo, los asesorados están expuestos a diferentes riesgos, tales como: contratar servicios a asesores que no cuenten con los conocimientos adecuados; recibir información falsa, inexacta o carente de fundamento técnico; y que el servicio sea provisto por agentes que tengan conflictos de interés con las recomendaciones que realizan, por lo que no necesariamente benefician al cliente.

Estos conflictos de interés pueden verse exacerbados en el caso de asesores previsionales, según es posible verificar tanto en Chile como en otras jurisdicciones. Estas recomendaciones pueden tener la capacidad de provocar cambios masivos en los portafolios de los afiliados asesorados y, en consecuencia, incidir en los precios de los activos que componen tales portafolios. Esta dinámica facilita que el asesor cuente con información que le permite anticipar movimientos en los precios de activos en los que pudiera tomar una posición propia o en interés de terceros relacionados, y así obtener retornos.

Los riesgos señalados han llevado a que la asesoría financiera, y en particular la previsional, sea una actividad regulada en varios países de altos ingresos. Por ejemplo, en el Reino Unido la asesoría financiera es regulada con independencia de si ésta es personalizada o general. Por el contrario, en la Unión Europea y Australia únicamente la asesoría personalizada es regulada, aunque en este último país la asesoría de inversión de fondos de pensiones siempre se considera como personalizada.

^{1/} Historia de la Ley 19.795.

^{2/} La asesoría previsional personalizada está regulada por el D.L. 3.500.

^{3/} De acuerdo a la prueba PISA 2015, un 38% de los estudiantes chilenos no alcanzaban competencias mínimas en alfabetización financiera.

Entre los requisitos que esas jurisdicciones contemplan para esta actividad están: el cumplimiento de requisitos mínimos de idoneidad y conocimientos para el asesor; la obligación de proveer información clara al cliente acerca de costos o potenciales conflictos de interés; y la obligación de actuar siempre en el mejor interés del asesorado.

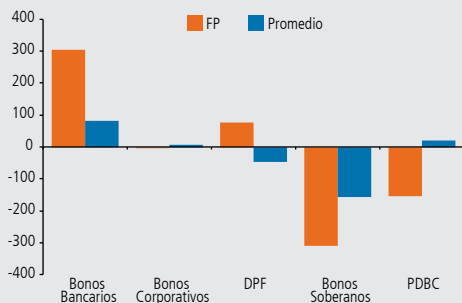
Externalidades negativas de la asesoría previsional

En el caso de países con sistemas de capitalización individuales o mixtos, que además permiten a los afiliados elegir en qué tipos de fondo invertir sus ahorros previsionales, las asesorías previsionales masivas pueden incidir en la estabilidad financiera.

En Chile, dado el tamaño de los fondos de pensiones, los cambios abruptos y masivos en los portafolios pueden producir presiones importantes sobre los precios de los activos en los mercados locales. Un ejemplo de lo anterior son los ajustes de portafolio de los fondos de pensiones ocurridos a mediados de noviembre de 2019 (gráfico V.1) y que provocaron grandes fluctuaciones en las tasas soberanas.

GRÁFICO V.1

Diferencias de stock de instrumentos para Fondos de Pensiones (miles de millones de pesos, noviembre 2019)



(*) FP corresponde a la diferencia en stock entre el 15 y el 13 de noviembre de 2019. Promedio es la variación media en el stock en un rango de dos días desde el 23 de octubre al 13 de noviembre de 2019.

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

Otro efecto de estas asesorías previsionales masivas es que, para responder a estos reajustes abruptos de portafolio, los fondos de pensiones aumentan su inversión en recursos líquidos —los cuales tienen una menor rentabilidad relativa— afectando así el retorno de todos los participantes del fondo (Da et al., 2017).

Situación regulatoria en Chile

Los asesores previsionales pueden realizar recomendaciones respecto a distintas materias relacionadas con el sistema de pensiones, incluyendo sugerencias de inversión, y están regulados

de manera conjunta por la Superintendencia de Pensiones (SP) y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Entre las exigencias de esta regulación está cumplir con requisitos de idoneidad, conocimientos, garantías, responsabilidades y contenido mínimo de los contratos. Esta regulación es aplicable siempre y cuando la asesoría sea realizada de manera personalizada.

Sin embargo, los asesores previsionales que emiten recomendaciones de cambio de fondo no personalizadas no se encuentran sometidos a la fiscalización conjunta de la SP y la CMF.

De esta forma, la situación actual, en que confluyen la existencia de asesores previsionales no regulados y un sistema de multi-fondos de pensiones que permite a los afiliados ajustar sus portafolios de inversión libremente, tiene como resultado que existen asesores previsionales con la capacidad de incidir en los precios de mercado y, consecuentemente, con alta exposición a los riesgos descritos previamente.

Posibles respuestas regulatorias

Para hacerse cargo parcialmente de esta situación, en el año 2015 se presentó en el Congreso un Proyecto de Ley que, entre otras cosas, incorpora a los asesores previsionales masivos al perímetro regulatorio de la SP, otorgándole facultades para, entre otras cosas, establecer contenidos mínimos en los contratos entre el asesor y sus clientes o exigir al asesor estándares de idoneidad y conocimiento mínimos. Lo anterior debiera permitir mitigar los riesgos de conflictos de interés, y evitar que se entregue información falsa. Ello debiese contribuir a proteger a los afiliados, a desarrollar un mercado adecuado de asesores previsionales, y a aumentar la transparencia e integridad del mercado de capitales local.

No obstante, aun cuando esto pudiera tener efectos para disciplinar la conducta de mercado, no necesariamente va a resolver las externalidades negativas que producen los cambios masivos entre fondos de pensiones.

Como se mencionó previamente, el régimen de multi-fondos busca que las personas escojan el nivel de riesgo adecuado a su perfil individual. De esta forma, los cambios de multi-fondos debiesen obedecer más a cambios en el perfil de riesgo del afiliado que a una búsqueda de retornos de corto plazo, por lo que recomendaciones de inversión debiesen enfocarse en las características específicas del afiliado.

Por otro lado, la evidencia empírica sugiere que rebalances frecuentes en los fondos de pensiones tiene efectos negativos sobre el retorno de largo plazo (Fuentes et al., 2018 y Da et al., 2017). Un estudio reciente de la Superintendencia de Pensiones concluye que más del 70% de los afiliados que se ha traspasado de fondo, en el

período comprendido entre marzo 2014 y enero 2020, ha tenido un peor desempeño que si se hubiera quedado en su fondo original o en la estrategia por defecto^{4/}.

En esta línea y, reconociendo que los cambios de fondo pueden ser positivos para los afiliados cuando no se hacen con el objeto de tener ganancias de corto plazo, otras jurisdicciones han abordado estas problemáticas mediante la imposición de límites a la frecuencia con que los afiliados a un sistema de pensiones pueden re-balancear sus portafolios, o mediante restricciones al tipo de fondo al que puede acceder cada afiliado (tabla V.12).

TABLA V.12
Limitaciones y restricciones a inversión en fondos para sistemas de pensiones selectos

País	Tipo de fondos	Limitaciones a frecuencia de cambio	Restricciones a fondos asequibles
Chile	Cinco perfiles de riesgo		Personas mayores de 60 no pueden invertir en fondo más riesgoso
Colombia	Tres perfiles de riesgo	Un cambio cada seis meses	
Costa Rica	Un perfil de riesgo por administrador	Es necesario cambiar administrador para cambiar perfil de riesgo	
Eslovaquia	Tres perfiles de riesgos		
Eslovenia	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	Un cambio al año	Solo puede invertir en perfiles de riesgo correspondientes a edad mayor a la del afiliado.
Estonia	Cuatro perfiles de riesgo		
Letonia	Tres perfiles de riesgo	Dos cambios al año	
Lituania	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado		
México (desde ene-2020)	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	No se pueden realizar cambios	No se pueden realizar cambios
México (hasta ene-2020)	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	Solo se pueden realizar cambios luego de 3 años	Personas mayores de 60 son transferidas al fondo más conservador Personas mayores de 60 no pueden invertir en fondo riesgoso
Perú	Cuatro perfiles de riesgos		
Polonia	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	No se pueden realizar cambios	No se pueden realizar cambios
Rumania	Un perfil de riesgo por administrador	Es necesario cambiar administrador para cambiar perfil de riesgo	

Fuente: Sitios Web de cada institución.

Reflexiones finales

Los movimientos masivos entre multi-fondos, gatillados por recomendaciones genéricas de asesores previsionales, pueden provenir de motivaciones originales con conflictos de interés y tener efectos sobre la estabilidad financiera. Lo anterior requiere buscar respuestas de política que incluyan regulación y supervisión de los asesores financieros.

A su vez, sería conveniente recoger las experiencias de otras jurisdicciones para minimizar los efectos negativos que los cambios frecuentes de multi-fondos representan, resguardando además los efectos positivos asociados a que cada persona pueda elegir un nivel de riesgo acorde a su perfil. La experiencia de otras jurisdicciones es diversa, algunos cuentan con un menor número de fondos que el sistema local^{5/}, otros imponen límites anuales a los cambios entre fondos, o los acotan sólo a los fondos vecinos.

^{4/}Nota Técnica N°6: Evolución y desempeño de los cambios de fondos (Superintendencia de Pensiones, 2020).

^{5/}Una de las recomendaciones de la Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones el año 2015 fue disminuir los multi-fondos desde cinco a tres.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altinoglu, L. 2020. "The Origins of Aggregate Fluctuations in a Credit Network Economy". *Journal of Monetary Economics*.
- Alvarez, N., A. Fernandois y C. Saavedra. 2019. "Sensibilidad de los Flujos Financieros a Chile Durante Eventos de Estrés Financiero Global". *Revista Economía Chilena*. Volumen 22(2). Agosto.
- Banco Central de Chile. 2020. "Política Financiera del Banco Central de Chile". Marzo.
- Banco Central de Chile. 2019. "Informe de Estabilidad Financiera". Segundo Semestre.
- Bank for International Settlements. 2018. "Moving Forward with Macroprudential Frameworks". *BIS Annual Economic Report*. Junio.
- Bank for International Settlements. 2020. "Covid-19, Cash, and the Future of Payments". *BIS Bulletin No3*, Abril.
- Berstein, S., O. Fuentes, y N. Torrealba, N. 2011. "Esquema de Multifondos en Chile (No. 4)".
- BCBS. 2010. "Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems". Diciembre.
- Bank of England. 1998. "Bank of England Act 1998". Junio.
- Borio, C. 2010. "Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism". *Capitalism and Society*, Vol. 6, Issue 1, Article 1, 2011.
- Borio, C., C. Furfine y P. Lowe. 2001: "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options". *BIS Papers*, no 1, pp 1-57. Marzo.
- Cantu C, Gambacorta L, Shim I. 2020. "How effective are macroprudential policies in Asia-Pacific? Evidence from a meta-analysis". *BIS Papers N° 110* - "Measuring the effectiveness of macroprudential policies using supervisory bank-level data. Febrero.
- Chen H., M. Michaux y N. Roussanov. 2020. "Houses as ATMs: Mortgage Refinancing and Macroeconomic Uncertainty". *The Journal of Finance*, 75: 323-375.
- Constâncio V.(editor), I. Cabral, C. Detken, J. Fell, J. Henry, P. Hiebert, S. Kapadia, S. Nicoletti, F. Pires, C. Salleo. 2019. "Macroprudential Policy at the ECB: Institutional Framework, Strategy, Analytical Tools and Policies". *ECB Occasional Paper Series*. Julio.
- Córdova, F. y A. Cruces. 2019. "Umbrales de Carga Financiera para Impago". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Córdova, F. y M. Valencia. 2020. "Impago y Destrucción de Empleo: Una Investigación Empírica en Base a Relaciones Laborales". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Cuñat, V., y E. García-Appendini. 2012. "Trade Credit and Its Role in Entrepreneurial Finance". *Oxford Handbooks Online*.
- Da, Z., B. Larrain, C. Sialm, y J. Tessada. 2018. "Destabilizing Financial Advice: Evidence from Pension Fund Reallocations". *The Review of Financial Studies*, 31(10), 3720-3755.
- Darbar S. y X. Wu. 2015. "Experiences with Macroprudential Policy—Five Case Studies". *IMF Working Papers*. Junio.
- European Central Bank. 2011. "Monthly Bulletin – 04-2011". Abril.
- ESRB. 2014. "Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector". *Instrument Working Group*. Marzo
- ESRB. 2017. "Final Report on the Use of Structural Macroprudential Instruments in the EU". *IWG Expert Group on the Use of Structural Macroprudential Instruments in the EU*. Marzo



- Espinosa C. y J. Fernández. 2015. Comparación Histórica de Resultados en el Sector Corporativo en Chile. *Economía Chilena* 18(1): 68-88.
- Fondo Monetario Internacional. 2016. "Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations". Fondo Monetario Internacional. Junio.
- Fondo Monetario Internacional. 2018. "The IMF's Annual Macroprudential Policy Survey—Objectives, Design, and Country Responses". Abril.
- Fondo Monetario Internacional. 2020. "Global Financial Stability Report". Fondo Monetario Internacional. Abril.
- FSI. 2020. "Covid-19 and Operational Resilience: Addressing Financial Institutions' Operational Challenges in a Pandemic". FSI Briefs, No.2, abril 2020.
- Fuentes, O., P. Searle, y F. Villatoro. 2018. "Mislearning and (Poor) Performance of Individual Investors".
- Gambacorta L, Murcia A. 2019. "The impact of macroprudential policies in Latin America: An empirical analysis using credit registry data". *Journal of Financial Intermediation*. Junio.
- Gerardi, K., K. Herkenhoff, L. Ohanian y P. Willen. 2018. "Can't Pay or Won't Pay? Unemployment, Negative Equity and Strategic Default". *Review of Financial Studies*, 31: 1098-1131.
- Global Financial Stability Report (GFSR) - International Monetary Fund (IMF). 2020. International Monetary Fund. Abril.
- Grupo Microdatos DPM. 2020. "Necesidades de Financiamiento: Proyecciones para una economía en cuarentena". Mimeo. Banco Central de Chile.
- IMF-FSB-BIS. 2016. "Elements of Effective Macroprudential Policies – Lessons from International Experience". Agosto.
- Jacobson, T. y E. von Schedvin. 2015. "Trade Credit and the Propagation of Corporate Failure: An Empirical Analysis". *Econometrica*, 83(4), 1315–1371.
- Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, y X. Wu. 2011. "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences". IMF Working Papers. Octubre.
- Madeira, C. 2020. "The impact of the Social Explosion of 2019 and the Covid 2020 pandemic on household debt risk in Chile". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Martínez, J.F., R. Cifuentes y J.S. Becerra. 2017. "Pruebas de Tensión Bancaria del Banco Central de Chile: Actualización". Documento de Trabajo N° 801, Banco Central de Chile.
- Ministerio de Hacienda. 2019. "Acuerdo Verde". Diciembre.
- Petersen, M., y R. Rajan. 1997. "Trade Credit: Theories and Evidence." *The Review of Financial Studies* 10 (3): 661–91.
- Raddatz, C. 2010. "Credit Chains and Sectoral Comovement: Does the Use of Trade Credit Amplify Sectoral Shocks?". *The Review of Economics and Statistics* 92 (4): 985–1003.
- Saito, J. 2014. "Can We Do Without a Macro-Prudential Policy Framework?" Japan Center for Economic Research. *Nikkei Asian Review*. Febrero.
- World Economic Outlook (WEO) - International Monetary Fund (IMF). 2020. "The Great Lockdown". International Monetary Fund. Abril.

GLOSARIO

Activos a valor razonable: El valor razonable se entiende como el precio que alcanzaría un instrumento financiero, en un determinado momento, en una transacción libre y voluntaria entre partes debidamente informadas e independientes entre sí. Las normas contables aplicables a los bancos establecen que se debe valorizar ciertos activos a valor razonable, entre los cuales están los activos para negociación, los instrumentos de inversión disponibles para la venta y los contratos de derivados.

Activo Líquido de Alta Calidad (ALAC): Activo que debe ser líquido en los mercados en un periodo de tensión y, en la mayoría de los casos, poder utilizarse en las operaciones con los bancos centrales. Determinados tipos de activos dentro de los ALAC poseen descuentos o haircuts

Activos de capital privado extranjero: El Capital Privado (private equity) es una inversión realizada en una empresa cuyas acciones no se transan en bolsa, sino que en forma directa entre inversionistas.

Activos Ponderados por Riesgo (APR): Corresponde a los activos bancarios, ponderados en función de cinco categorías de riesgo consignadas en el artículo 67 de la LGB. La relación entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo, es un índice de suficiencia de capital (conocido como índice de Basilea), internacionalmente aceptado como medida de solvencia de las empresas bancarias.

Activos tradicionales: Se refiere a instrumentos financieros de renta fija y de renta variable, como bonos y acciones, respectivamente.

Ajuste de valoración de crédito: Ajuste que refleja el riesgo de deterioro de la calidad crediticia de una contraparte con la cual se tienen operaciones de derivados o de financiamiento de valores.

Apalancamiento: Medida del nivel de endeudamiento en relación al patrimonio y se utiliza como una herramienta complementaria a los requisitos de suficiencia de capital.

Apetito por riesgo: Corresponde a la cantidad y tipo de riesgo que los agentes económicos están dispuestos a perseguir, retener o asumir.

Bancos grandes: Bancos con alta participación de mercado y con un alto grado de diversificación de sus operaciones (colocaciones e instrumentos financieros derivados y no derivados).

Bancos medianos: Bancos con menor participación de mercado e igualmente diversificados que los bancos grandes.

Basilea III: Es un conjunto de nuevos requerimientos de capital y liquidez para la industria bancaria, desarrollado por el BIS, y que busca fortalecer sustancialmente el marco de capital de Basilea II. Entre sus objetivos están: elevar la calidad, consistencia y transparencia de la base de capital, fortalecer la cobertura de riesgos, introducir restricciones de apalancamiento, promover un marco de capital contracíclico e introducir un estándar de liquidez global. Estos requerimientos serán implementados de manera gradual hasta el año 2019.



Bienes recibidos en pago: Son aquellos bienes recibidos por la entidad bancaria como pago de una parte o de toda la obligación que se encuentra en mora.

BigTech: Referido a empresas tecnológicas de gran tamaño que expanden su oferta de servicios a la provisión directa de servicios financieros o productos muy similares a los financieros.

Brexit: Corresponde al término bajo el cual se conoce el resultado del referéndum que estableció el retiro del Reino Unido de la Unión Europea, llevado a cabo el 23 de junio de 2016.

Cámaras de Compensación: Entidades que compensan transacciones de instrumentos financieros de los participantes que la conforman sin constituirse en contraparte central de las mismas.

Capital básico: Capital pagado más reservas de los bancos y las utilidades del ejercicio, netas de la provisión asociada al reparto de dividendos.

Carga financiera (DSTI): Corresponde a una medida del endeudamiento de las personas construido como el cociente entre el servicio periódico de la deuda y el ingreso.

Cartera en incumplimiento: Incluye a los deudores y sus créditos para los cuales se considera remota su recuperación, pues muestran una deteriorada o nula capacidad de pago. Forman parte de esta cartera, los deudores para los cuales es necesaria una reestructuración forzosa de sus deudas, y además, cualquier deudor que presente un atraso igual o superior a 90 días en el pago de intereses o capital de algún crédito.

Cartera morosa: Colocaciones con un impago de más de 90 días desde la fecha de vencimiento. Se considera la totalidad del crédito cuando es basada en datos contables. Con datos administrativos, se considera la totalidad de la deuda.

Cartera normal: Comprende a aquellos deudores cuya capacidad de pago les permite cumplir con sus obligaciones y compromisos, y no se visualiza, de acuerdo a la evaluación de su situación económico-financiera, que esta condición cambie.

Cartera vencida: Colocaciones bancarias o fracción de estas con un impago superior a 90 días desde la fecha de vencimiento. En los créditos con cuotas se considera solo la cuota vencida, pero puede traspasarse la totalidad del crédito en la medida en que se hagan efectivas las cláusulas de aceleración.

Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX): Volatilidad implícita en opciones de S&P 500 a un mes.

Close-out netting: Proceso de cierre anticipado y compensación en caso de insolvencia de alguna de las Partes que suscribieron contratos de derivados OTC bajo un mismo Convenio Marco, mediante el cual todos los contratos se reducen a una obligación neta para una de las partes.

Cobertura de intereses: Medida de capacidad de pago, definida como utilidad antes de gastos financieros e impuestos sobre gastos financieros.

Códigos QR: Es una imagen que contiene un código que almacena determinada información a la que se puede acceder leyendo la imagen con dispositivos electrónicos, típicamente celulares con cámaras fotográficas.

Compendio de Normas Financieras (CNF): Recopilación de normativa dictada por el BCCh, en uso de las facultades que le confiere la Ley Orgánica Constitucional para regular el sistema financiero y el mercado de capitales, y otras normas legales.

Consejo de Estabilidad Financiera (CEF): El Consejo de Estabilidad Financiera fue creado en 2011 para velar por la integridad y solidez del sistema financiero, proveyendo los mecanismos de coordinación e intercambio de información necesarios para efectuar un manejo preventivo del riesgo sistémico y para la resolución de situaciones críticas que involucren el ejercicio de las funciones y atribuciones de las Superintendencias del Área Económica. Son integrantes del consejo el Ministerio de Hacienda, quien lo preside; el Presidente de la CMF; el Superintendente de Pensiones, además de la asesoría permanente del BCCh en todas las materias que digan relación con sus funciones.

Continuous Linked Settlement System: Sistema de pagos transfronterizo para la liquidación de transacciones de divisas que elimina el riesgo de compensación a través de un mecanismo de pago contra pago.

Contratos por diferencia: Un contrato por diferencia es un acuerdo mediante el cual los participantes se intercambian la diferencia en el valor de un activo subyacente entre la fecha en la que se inicia el contrato y la que se termina. Si el valor aumenta, el vendedor le paga al comprador la diferencia. Si el valor disminuye, el comprador le paga al vendedor esa diferencia. Los activos subyacentes pueden corresponder a monedas, precios de materias primas, índices accionarios, precios de acciones, tasas de interés, entre otros.

Convenios Marco de Contratación de Derivados: Contratos estandarizados que permiten a las partes establecer términos y condiciones generales según las cuales se realizarán las transacciones en instrumentos derivados, estableciendo protocolos estándar, por ejemplo, para definir eventos de incumplimiento y procedimientos para el cierre de transacciones.

Covid-19: enfermedad infecciosa causada por el coronavirus recientemente descubierto (SARS-CoV-2) que produce síntomas similares a la gripe y en algunos casos Infección Respiratoria Aguda Grave. Actualmente la COVID-19 es una pandemia que afecta a muchos países de todo el mundo causando severos impactos sociales y económicos

CuentaRut: Producto financiero ofrecido por Banco Estado que consiste en una cuenta vista que incluye una tarjeta de débito. Los requisitos de acceso a este producto son relativamente bajos ya que únicamente se le solicita al cliente tener una cédula de identidad vigente y cumplir con ciertos requisitos de edad.

Custodio Internacional: Custodio o depósito de valores domiciliado o residente en el extranjero.

Curva de rendimiento: Corresponde a la relación entre el rendimiento o retorno de instrumentos de renta fija y su madurez.

Cyclically Adjusted Price-Earnings (CAPE): Medida de valoración del mercado de valores en EE.UU. Corresponde a la razón entre el valor del índice S&P 500 y el promedio a 10 años de los ingresos netos después de impuestos, ajustados por inflación.

DAX: Índice accionario que representa el rendimiento de las 30 empresas más grandes que cotizan en la Bolsa de Fráncfort.

Depósito Central de Valores (DCV): Entidad que facilita cuentas de valores, presta servicios centrales de custodia y desempeña un papel significativo a la hora de garantizar la integridad de las emisiones de valores.

Depósitos de Valores: Sociedades anónimas especiales, que tienen como objeto exclusivo recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores.



Descalce Cambiario: Diferencia entre pasivos y activos en moneda extranjera, menos posición neta en derivados (diferencia entre compra y venta de contratos derivados). Otro indicador que es la diferencia entre la deuda externa y la posición neta en derivados, escalado por exportaciones menos importaciones

Deuda externa de corto plazo residual (DECPR): Corresponde a la deuda externa cuyo vencimiento es menor a 12 meses en la fecha indicada.

Emerging Market Bond Index (EMBI): Es un indicador elaborado por JPMorgan que mide el retorno de los bonos de gobiernos emitidos por países de mercados emergentes y que son considerados soberanos, cumpliendo con una estructura y liquidez específica.

Empresa de inversión directa: Una empresa de inversión extranjera directa es una empresa residente en una economía y de la que un inversor residente en otra economía posee, directa o indirectamente, el 10% o más de su poder de voto si está constituida en sociedad, o el equivalente para una empresa no constituida en sociedad.

Endeudamiento: Razón de endeudamiento financiero, medida como Deuda financiera / (Patrimonio más interés minoritario).

Entidad de Contraparte Central (ECC): es una cámara de compensación que se interpone entre contrapartes de contratos negociados bilateralmente, en uno o más mercados financieros, convirtiéndose en comprador de cada vendedor y vendedor de cada comprador, garantizando así la ejecución futura de contratos abiertos

Entidad del Mercado Cambiario Formal (MCF): Grupo de empresas bancarias y casas de cambios autorizadas por el Banco Central de Chile, y cuyas operaciones se reportan al mismo.

Estabilidad Financiera: El BCCh considera que existe estabilidad financiera cuando el sistema financiero cumple con realizar sus funciones con normalidad, o sin interrupciones relevantes, aun frente a situaciones temporales adversas.

Eurostoxx 50: Índice accionario que representa el rendimiento de las 50 empresas más grandes de la Zona Euro.

Expected Shortfall: es una medida de riesgo que estima el valor esperado de las pérdidas de un portafolio de inversiones dado un nivel de probabilidad y horizonte de tiempo fijos

Facilidad de Liquidez Intradía (FLI): Financiamiento entregado por el Banco Central de Chile a las entidades bancarias a través del Sistema LBTR. Esta facilidad opera diariamente mediante la compra de instrumentos financieros con pacto de retroventa. Los términos y condiciones de estas operaciones están contenidos en las normas financieras del Banco Central.

Facilidad Permanente de Depósito (FPD): Operación financiera overnight de contracción de liquidez. Consiste en la recepción, por parte del BCCh, de depósitos en pesos por los cuales se paga una tasa de interés al vencimiento de un día.

Facilidad Permanente de Liquidez (FPL): Operación financiera overnight de inyección de liquidez. Consiste en la compra, por parte del BCCh, de activos financieros elegibles a cambio de un monto en pesos, equivalente al valor presente de los activos descontados a la tasa de mercado vigente para el día de la operación, considerando resguardos de haircut y márgenes. En la misma operación se pacta realizar la operación inversa (retroventa) que se celebrará al día hábil bancario siguiente. El BCCh cobra intereses por el monto otorgado inicialmente en pesos.

Factoring: Operación de cesión de crédito por cobrar en favor de una entidad financiera. Típicamente estos créditos son parte de las operaciones corrientes de la empresa.

Federal Funds Rate (FFR): Tasa de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Federal Reserve System (Fed): Reserva Federal de EE.UU., corresponde al banco central de dicho país.

Financial Stability Board (FSB): Organismo internacional que monitorea y realiza recomendaciones sobre el sistema financiero global y cuenta con el mandato de promover la estabilidad financiera internacional.

FM1: Fondos mutuos de Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con duración menor o igual a 90 días. Este fondo mutuo invierte en instrumentos de deuda de corto plazo y en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. La duración de la cartera de inversiones del fondo debe ser menor o igual a 90 días. Sus cuotas se invierten en instrumentos de deuda de corto plazo, mediano y largo plazo.

FM2: Fondos mutuos de Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con Duración menor o igual a 365 días. Este fondo invierte en instrumentos de deuda de corto plazo y en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. La duración de su cartera de inversiones debe ser menor o igual a los 365 días. Se invierte en instrumentos de deuda de corto plazo, mediano y largo plazo.

FM3: Fondos mutuos de Inversión en Instrumentos de Deuda de Mediano y Largo Plazo. Su duración mínima debe ser superior a los 365 días. Este fondo invierte en instrumentos de deuda de corto plazo e instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. Define una duración de la cartera de inversiones del fondo máxima y una mínima. Dicha información deberá estar contenida en la definición que adopte el fondo. En todo caso la duración mínima debe ser superior a los 365 días. Se invierte en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo.

FM6: Fondos mutuos de Libre Inversión. No se clasifica en ninguno de los fondos mutuos establecidos en los numerales 1 a 5 precedentes. Su política es de libre inversión, que si bien no se encuentra normada debe establecerse en el reglamento interno.

Fondo de Cesantía Solidario: Fondo común cuyo objetivo es otorgar prestaciones de cesantía a aportantes elegibles que es financiado por aportes de los empleadores y el fisco.

Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE): Es un Fondo estatal destinado a garantizar un determinado porcentaje del capital de los créditos, operaciones de leasing y otros mecanismos de financiamiento que las instituciones financieras, otorguen a beneficiarios elegibles.

Forward guidance: Corresponde a los anticipos informativos, por parte de los Bancos Centrales, de las decisiones de política monetaria a mediano plazo para influir en las expectativas de los agentes económicos/financieros.

FTSE 100: Índice accionario que representa el rendimiento de las 100 compañías de mayor cotización bursátil en la Bolsa de Valores de Londres.

G7: Foro internacional de cooperación y consultas entre las siete economías industrializadas más grandes del mundo. Sus miembros son Alemania, Canadá, Francia, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos.



G20: Foro internacional de cooperación y consultas entre países desarrollados y economías emergentes, en temas relacionados con la estabilidad económica global. Entre sus miembros se encuentran los siete países más industrializados del mundo, Rusia, la Unión Europea, y un conjunto de otras economías, tales como Brasil, India, China y Sudáfrica, entre otros.

Gases de efecto invernadero (GEI): Gases integrantes de la atmósfera, de origen natural o presentes por consecuencia de acciones humanas, que absorben y emiten radiación en determinadas longitudes de ondas del espectro de radiación infrarroja emitido por la superficie de la Tierra, la atmósfera y las nubes.

Gobierno Central: Instituciones asociadas a los tres poderes del Estado (Ejecutivo, Legislativo y Judicial), más la Ley N° 13.196, los intereses devengados de los bonos de reconocimiento y el fondo de estabilización de precios del petróleo.

Grupo de Trabajo de Continuidad Operacional del CEF (GCOCEF): Grupo de trabajo constituido en Diciembre de 2016 por el Consejo de Estabilidad Financiera con el objetivo de analizar los riesgos operativos del sistema de pago y sus participantes, y proponer los cambios legales y regulatorios necesarios para mitigar estos riesgos y sus efectos sobre el sistema financiero.

Índice de Adecuación de Capital (IAC): Es una medida de solidez patrimonial de la banca y se mide a través del cociente entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo de crédito.

Índice de Cartera Vencida (ICV): Medida de riesgo de crédito que se calcula como la razón entre la cartera vencida y las colocaciones.

Índice de Cuota Impaga (ICI): Medida de riesgo de crédito calculada como la razón entre cuotas con un atraso superior a 90 días sobre el total de deuda. Para el caso de los créditos comerciales de empresas se consideran las cuotas con atrasos hasta 3 años. Para los créditos comerciales a personas se consideran atrasos de hasta 1 año. Para los créditos de consumo a personas se consideran atrasos de hasta 180 días.

Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA): Corresponde a un índice accionario que resume el rendimiento de las 30 acciones con mayor presencia bursátil en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Índice de Precios de Vivienda (IPV): Se elabora utilizando un método de estratificación o de ajuste mixto, con información de registros administrativos innominados del SII, correspondientes a transacciones efectivas de viviendas a nivel nacional.

Informe Previo: El marco regulatorio y de supervisión financiera del país considera sistemas de requerimiento de análisis y opiniones entre instituciones. Estos mecanismos consisten en que, en los casos específicos previstos en la ley, el organismo facultado para emitir una regulación tiene la obligación de requerir la opinión previa de otro organismo. Esta opinión técnica, objetiva y desde una perspectiva macrofinanciera, se denomina informe previo o informe previo favorable.

Infraestructura Financiera: Las Infraestructuras del Mercado Financiero se encuentran conformadas por los sistemas de pago, entidades de contraparte central, sistemas de compensación de valores, centrales depositarias de valores y repositorios de transacciones.

Interfaces de Programación de Aplicaciones (API): Es un conjunto de reglas y especificaciones seguidas por programas de software para comunicarse entre sí, y una interfaz entre diferentes programas de software que facilitan su interacción.

Inversionista Buy & Hold: Corresponde a inversionistas que debido a la naturaleza de sus pasivos siguen una estrategia de inversión pasiva, en la que conservan en su portafolio los instrumentos en que invierten por un período prolongado de tiempo, independiente de las fluctuaciones de precios de corto plazo en el mercado.

Inversor directo: Un inversor extranjero directo es una entidad (una unidad institucional) residente en una economía que ha adquirido, directa o indirectamente, al menos el 10% del poder de voto de una sociedad (empresa), o el equivalente para una empresa no constituida en sociedad, residente en otra economía.

Línea de Crédito de Liquidez (LCL): Línea de crédito de liquidez activada por el BCCh, cuyo límite corresponde al Encaje Promedio en moneda nacional de cada empresa bancaria. El acceso y uso de la LCL está sujeta a las mismas condiciones asociadas al incremento de las colocaciones establecidas para la FCIC, con la diferencia que su límite es el Encaje de cada empresa bancaria. La LCL cuenta con un período de disponibilidad de 6 meses y un plazo de vencimiento de hasta 2 años

Mercado Cambiario Formal (MCF): El BCCh tiene la potestad de exigir que determinadas operaciones de cambios internacionales sean realizadas a través del MCF que actualmente está constituido por las empresas bancarias y otras entidades que el BCCh autorice.

Mercado Secundario: Mercado donde se realizan transacciones posteriores de un activo financiero. Cada transacción implica una compra / venta entre inversionistas.

Mercados Secundarios Formales Externos: El MSF externo es aquél en el que debe llevarse a cabo la transacción de los instrumentos financieros en que se puede efectuar la inversión externa de los Fondos de Pensiones y otras inversiones que realicen en mercados internacionales, sin perjuicio de la transacción de títulos o valores de emisores extranjeros que efectúen los Fondos de Pensiones en un MSF nacional, en conformidad a la Ley de Mercado de Valores.

Mitigadores: Son elementos del sistema financiero, o condiciones de los agentes que participan en él, que tienden a contener los impactos de un shock. Por ejemplo, un marco regulatorio y prácticas de mercado que mantenga a la banca con índices saludables de capital, un nivel adecuado de provisiones, índice de liquidez apropiados y niveles de calce que reduzcan exposición a posibles riesgos de moneda o de tasas.

Modelo de 4 partes: Organización industrial en los medios de pago en la cual separan a los agentes tarjetahabientes, comercios, emisores y adquirentes, donde emisores tienen contratos con adquirentes y tarjetahabientes, y adquirentes con emisores (y marcas), y comercios.

Monedas virtuales: También conocidas como monedas digitales, poseen algunas, pero no todas las características de una moneda y también pueden tener características de un commodity o de otro activo. Existen de manera virtual o digital, no física, y se les denomina "criptomoneda" cuando en su emisión y la validación de sus transacciones requieren de mecanismos criptográficos.

Mora de 90 días o más: Monto total del crédito con una morosidad igual o superior a 90 días, aun cuando sólo algunas cuotas estén en esa condición de morosidad.

Multifondos: corresponde a la administración de 5 Fondos de Pensiones por parte de cada AFP. Estos tipos de fondos se diferencian a partir de la proporción de su portafolio invertida en títulos de renta variable, lo que significa diferentes niveles de riesgo y rentabilidad. Oferentes de crédito no bancario (OCNB):



Entidades no bancarias que otorgan préstamos de consumo, vivienda o comerciales. Forman parte de esta categoría, las cajas de compensación, casas comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, automotrices, compañías de seguros de vida, empresas de factoring y leasing.

Oficinas distintas clases (A+, A, B, C): Clasificación para categorizar características de oficinas de acuerdo a sus atributos, de más a menos. Entre los atributos se consideran: ubicación, accesos al sector, tamaño de planta, ausencia pilares dentro de planta, altura de cielo, control de accesos, circuito cerrado TV, equipamiento de seguridad, equipamiento de detección y extinción de incendios, climatización, velocidad de ascensores, cableado estructurado y si poseen certificación LEED (Leadership in Energy & Environmental Design).

Output floor: corresponde a un porcentaje de los activos ponderados por riesgo calculados a través de métodos estandarizados que será el piso para los APR computable para fines regulatorios.

Over-the-counter (OTC): Corresponde a una expresión utilizada para describir transacciones de productos financieros efectuadas directamente entre contrapartes, fuera de bolsas de valores organizadas.

Pago Automático de Cuentas (PAC): servicio que permite realizar pagos en forma automática a través de una cuenta bancaria en fechas de vencimiento preestablecidas por el usuario y ofrecidas por un comercio.

Pagos instantáneos: Pagos que son transmitidos en tiempo real y en los cuales el beneficiario dispone de los fondos asociados de manera final e irrevocable en tiempo real (o cercano a tiempo real). Adicionalmente, deben apuntar a estar disponibles las 24 horas del día, todos los días.

Patrimonio de riesgo: Es el mayor patrimonio resultante de comparar el patrimonio necesario para mantener las relaciones de endeudamiento, el margen de solvencia y el patrimonio mínimo determinado por Ley.

Patrimonio efectivo: Suma entre el capital básico y el capital suplementario. Este último incluye principalmente bonos subordinados y provisiones adicionales.

Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN): Es la diferencia entre los saldos de activos y pasivos financieros que mantiene un país vis a vis el exterior, a fines de un período en particular.

Premio por plazo: Es el rendimiento en exceso exigido por los inversionistas por mantener un bono de largo plazo hasta su vencimiento, en lugar de comprar y reinvertir en una serie de bonos de corto plazo durante el mismo período de tiempo.

Premio por riesgo: Corresponde al rendimiento de un determinado activo financiero en exceso del retorno libre de riesgo como compensación para los inversionistas que toleran un nivel de riesgo adicional.

Prestamista de última instancia: En un escenario de inestabilidad o crisis, el BCCh puede ejecutar su rol de prestamista de última instancia (LOC artículo 36°), otorgando créditos a bancos que, siendo solventes, se encuentren afectados por problemas de liquidez transitorios. Este tipo de créditos pueden ser extendidos hasta por 90 días, en tanto que su renovación requiere informe previo de la CMF y la decisión unánime del Consejo del BCCh. Esta herramienta no tiene por finalidad rescatar bancos en problemas, sino contribuir a contener riesgos que se puedan propagar al sistema financiero y afectar a la población en general.

Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (PFMI): Los PFMI son 24 principios desarrollados por el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI, por su sigla en inglés) e IOSCO, que

permiten sistematizar y difundir internacionalmente las mejores prácticas y estándares legales y de regulación aplicables a las infraestructuras del mercado financiero.

Provisiones adicionales: Son aquellas que exceden a las que resultan de la aplicación de sus modelos de evaluación de cartera. Su objetivo es resguardarse del riesgo de fluctuaciones económicas no predecibles que puedan afectar el entorno macroeconómico o la situación de un sector económico específico

Razón préstamo a garantía (Loan to Value, LTV): Corresponde al porcentaje del valor del activo subyacente, usualmente una vivienda, que representa el crédito tomado con garantía de tal activo.

Razón de carga financiera a ingreso disponible (RCI): Mide el desembolso que deben realizar los hogares para enfrentar sus obligaciones crediticias, tanto de consumo como hipotecarias, como porcentaje de su ingreso disponible.

Razón de Cobertura de Liquidez (LCR): Indicador de liquidez bancario cuyo objetivo es medir la liquidez de corto plazo de los bancos bajo un escenario de tensión sistémica, y es determinado como el cociente entre los activos líquidos de alta calidad que el banco mantiene en su balance y los egresos netos estresados que el banco debe enfrentar en una ventana de 30 días.

Razón de deuda a ingreso disponible (RDI): Mide la deuda de los hogares con distintas entidades financieras y no financieras como porcentaje de su ingreso disponible.

Razón de deuda sobre garantía (LTV): Indicador entre la cantidad prestada y el valor de tasación o el valor de mercado de la garantía subyacente, que generalmente se tiene en cuenta en relación con los préstamos para la financiación de bienes inmuebles. Está medido sobre la base de los flujos de créditos, y corresponde a un promedio ponderado por monto de las relaciones deuda – garantía asociada a los créditos cursados durante un periodo.

Razón de Financiamiento Estable Neto (NSFR): El NSFR se define como el cociente entre la cantidad de financiación estable disponible y la cantidad de financiación estable requerida. Este cociente deberá ser, como mínimo, del 100% en todo momento. La «financiación estable disponible» se define como la proporción de los recursos propios y ajenos que cabe esperar sean fiables durante el horizonte temporal considerado por el NSFR, que es de un año. La cantidad de financiación estable requerida por una institución concreta es una función de las características de liquidez y vencimientos residuales de sus diversos activos y de sus posiciones fuera de balance.

Razón de liquidez: reservas oficiales en moneda extranjera sobre necesidades de financiación de compromisos de corto plazo en moneda extranjera.

Riesgo sistémico: es el riesgo de que la inestabilidad financiera se generalice tanto que perjudique el funcionamiento de todo el sistema financiero, hasta el punto en que el crecimiento económico y el bienestar social sufran significativamente.

Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones: régimen que regula materias específicas de las inversiones de los Fondos de Pensiones que, por su naturaleza, requieren de mayor flexibilidad y detalle y, además, define límites de inversión cuyo objetivo es propender a una adecuada diversificación de los Fondos de Pensiones. Es elaborado por la Superintendencia de Pensiones, que cuenta con el informe favorable del Consejo Técnico de Inversiones y la visación del Ministerio de Hacienda.

Repositorio de Transacciones: Corresponde a una entidad que mantiene un registro electrónico centralizado (base de datos) de datos de operaciones.



Riesgo de crédito: Es la posibilidad que un deudor bancario o contraparte no cumpla sus obligaciones contractuales, ya sea, de intereses o capital.

Riesgo de mercado: Es la pérdida potencial en el valor de las posiciones netas de una entidad financiera, por los movimientos adversos en los precios de mercado.

Riesgo de tasas de interés: Exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en las tasas de interés y que afectan el valor de los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance.

Riesgo operacional: Pérdidas que resultan de procesos, personal y sistemas internos inadecuados o de eventos externos, los que incluyen riesgos legales. Excluye el riesgo estratégico y reputacional.

Rentabilidad de los activos (Return On Assets, ROA): Medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y los activos totales.

Rentabilidad del patrimonio (Return On Equity, ROE): Medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y el patrimonio más interés minoritario.

Repositorio de Transacciones: Corresponde a una entidad que mantiene un registro electrónico centralizado (base de datos) de datos de operaciones.

S&P 500: Índice accionario que se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que cotizan en las bolsas de Estados Unidos.

Shadow Banking: Intermediación de fondos fuera del sistema bancario.

Shocks adversos: Cambio exógeno que afecta negativamente en una o más dimensiones.

Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA): es la plataforma de negociación mediante la cual el Banco Central de Chile (BCCh) interactúa con las instituciones financieras autorizadas, para efectuar sus operaciones monetarias con el objeto de aumentar o disminuir las reservas bancarias.

SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication): Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial, es una entidad cooperativa creada por los bancos, propiedad de los mismos, y que opera una red que facilita el intercambio de órdenes de pago y otros mensajes financieros entre instituciones financieras (incluyendo corredores intermediarios y empresas de valores) en todo el mundo, denominados mensajería FIN. Un mensaje de pago SWIFT es una instrucción para transferir fondos. El consiguiente intercambio de fondos (liquidación) se produce en un sistema de pago o por correspondencia bancaria.

Tarjetas de prepago o Tarjeta de Pago con Provisión de Fondos: Es aquél dispositivo físico, electrónico o informático, que cuenta con un sistema de identificación único del respectivo medio de pago con una Cuenta de Provisión de Fondos abierta por el Emisor de la Tarjeta con el propósito de acreditar las sumas de dinero que en ella se depositen; y cuya utilización, en carácter de instrumento de pago, importe a dicho Emisor contraer habitualmente obligaciones de dinero con el público o con los establecimientos comerciales o servicios afiliados al sistema.

Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO): Préstamos por parte del Banco Central Europeo a instituciones bancarias europeas con condiciones ventajosas. Diseñados para refinanciación de bancos y para ir disminuyendo la dependencia de las instituciones del BCE.

Tasa de Incumplimiento (TI): Es la razón entre el número de deudores que ha entrado en impago a más de 90 días sobre el número total de deudores de la cartera correspondiente.

Tasa de vacancia: Metros cuadrados disponibles para arriendo o venta, calculado sobre el stock actual.

Test de suficiencia de activos (TSA): Requerimiento de constitución de reservas técnicas adicionales para las compañías de seguros que presenten una situación de insuficiencia de flujos de activos en relación a las obligaciones generadas por la venta de rentas vitalicias.

Treasury Bill (TBill): Corresponde a instrumentos de renta fija emitidos por el Departamento del Tesoro de EE.UU. que poseen una madurez menor a 1 año.

Treasury Bond (TBond): Corresponde a instrumentos de renta fija emitidos por el Departamento del Tesoro de EE.UU. que poseen una madurez de 30 años. Dichos instrumentos fueron reintroducidos en febrero de 2006.

Treasury Note (TNote): Corresponde a instrumentos de renta fija emitidos por el Departamento del Tesoro de EE.UU. que poseen madureces de 2, 3, 5 y 10 años.

TYVIX: Índice de volatilidad implícita para bono 10 años del tesoro estadounidense.

Value at Risk: Medida de riesgo que estima las pérdidas para un portfolio de inversiones dado un nivel de probabilidad y para un horizonte de tiempo fijos.

Vulnerabilidades: Son aquellas condiciones del sistema financiero, o de agentes que participan en él, que debilitan su capacidad de enfrentar un shock o tienen la capacidad de amplificar sus efectos.



ABREVIACIONES

- AAMHE:** Agentes Administradores de Mutuos Hipotecarios Endosables.
- ABN:** Aviso de abono en corresponsales en el exterior
- Achef:** Asociación Chilena de Empresas de Factoring.
- AFC:** Administradora de Fondos de Cesantía.
- AFP:** Administradoras de Fondos de Pensiones.
- ALAC:** Activos líquidos de alta calidad.
- APR:** Activos Ponderados por Riesgo.
- APV:** Ahorro Previsional Voluntario.
- PPVC:** Ahorro Previsional Voluntario Colectivo.
- BCBS:** Basel Committee on Banking Supervision.
- BCCh:** Banco Central de Chile.
- BCE:** Banco Central Europeo.
- BCP:** Bonos del Banco Central de Chile en Pesos.
- BCU:** Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento.
- BCBS:** Basel Committee on Banking Supervision
- BCS:** Bolsa de Comercio de Santiago.
- BDE:** Banco de España.
- BI:** Business Indicator.
- BIC:** Business Indicator Component.
- BHIF:** Banco Hipotecario Internacional Financiero.
- BIS:** Bank for International Settlements.
- BOE:** Bank of England.
- CAC:** Cooperativas de ahorro y crédito.
- CAE:** Crédito con Garantía del Estado.
- CAPE:** Cyclically Adjusted Price-Earnings.
- CASEN:** Encuesta de Caracterización Socioeconómica.
- CAT:** Cencosud Administradora de Tarjetas S.A..
- CBR:** Conservador de Bienes Raíces.
- CC:** Casas Comerciales.
- CCAF:** Cajas de compensación y Asignación Familiar.
- CCAV:** Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional.
- CChC:** Cámara Chilena de la Construcción.
- CCLV:** Cámaras de Compensación y Liquidación de Valores.
- CCyB:** Colchón de Capital Contracíclico.
- CCV:** Cámaras de Compensación de Valores
- CEF:** Consejo de Estabilidad Financiera.
- CEMBI:** Corporate Emerging Market Bond Index.
- CFG:** Crisis Financiera Global.

CGFS: Committee on the Global Financial System.
CLS: Continuous Linked Settlement.
CMF: Comisión para el Mercado Financiero.
CNCI: Compendio de Normas de Cambios Internacionales.
CNF: Compendio de Normas Financieras.
ComDer: ComDer Contraparte Central S.A..
COMEX: Comercio Exterior.
CORFO: Corporación de Fomento de la Producción.
CPMI: Committee on Payments and Market Infrastructures.
CSV: Compañías de Seguros de Vida.
DAX: Deutscher Aktienindex.
DCV: Depósito Central de Valores.
DF: Dodd Frank.
D/G-SIFIs: Domestic/Global- Systemically Important Financial Institutions.
DIPRES: Dirección de Presupuestos.
DLT: Distributed Ledger Technology o Tecnología de Registros Distribuidos.
DNHR: Deuda no hipotecaria en riesgo.
DPF: Depósito a Plazo Fijo.
DSGE: Dynamic Stochastic General Equilibrium o Modelo Estocástico de Equilibrio General.
DSTI: Debt service to Income
DTI: Debt to Income
DvP: Delivery versus Payment.
DXY: Dollar index.
EBA: European Banking Authority.
EBIT: Ganancias antes de impuestos y gasto financiero.
ECB: Encuesta de Crédito Bancario.
ECC: Entidad de Contraparte Central.
EE.UU.: Estados Unidos de Norteamérica.
EFH: Encuesta Financiera de Hogares.
EFR: Effective Federal Funds Rate.
EMBI: Emerging Market Bond Index.
EME: Emerging Market Economy.
EMIR: European Market Infrastructure Regulation.
ENE: Egresos netos estresados.
ENF: Flujo de Colocaciones a MiPyME respecto del Total de Colocaciones Comerciales.
EOC: Eventos Operacionales Críticos.
EPFR: Emerging Portfolio Fund Research.
EPU: Economic Policy Uncertainty Index.
ESG: Aspectos Medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.
ESRB: European Systemic Risk Board.
FCIC: Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones.
FCS: Fondo de Cesantía Solidario.



FDIC: Federal Deposit Insurance Corporation.
Fed: Federal Reserve System.
FFR: Federal Fund Rate.
FLESB: Forward Looking Exercise on Spanish Banks
FLI: Facilidad de Liquidez Intradía.
FLyA: Factoring, Leasing y crédito automotriz.
FM: Fondos Mutuos.
FMI: Fondo Monetario Internacional.
FOGAPE: Fondo de Garantía para el Pequeño Empresario.
FOGAIN: Fondo de Garantía de Inversión.
FONASA: Fondo Nacional de Salud.
FOMC: Federal Open Market Committee.
FP: Fondos de Pensiones.
FPC: Financial Policy Committee.
FSB: Financial Stability Board.
FTSE 100: Financial Times Stock Exchange 100.
FSI: Financial Soundness Indicators.
FX: Foreign Exchange.
GBI: Government Bond Index.
GEI: Gases de efecto invernadero.
GFSR: Global Financial Stability Report.
G-SIB: Global Sistemically Important Banks.
GSOCEF: Grupo de trabajo de continuidad operacional del CEF.
G7: Group of seven.
G20: Group of Twenty.
HLA: Higher Loss Absorbency.
IAC: Índice de Adecuación de Capital.
IAS: International Accounting Standards.
ICI: Índice de Cuota Impaga.
ICO: Initial Coin Offering.
ICV: Índice de Cartera Vencida.
IED: Inversión Extranjera Directa.
IEF: Informe de Estabilidad Financiera.
IFRS: International Financial Reporting Standards.
ILM: Internal Loss Multiplier.
IMF: Infraestructuras del Mercado Financiero.
INC: Stock de Colocaciones Anualizado.
INE: Instituto Nacional de Estadísticas.
IOSCO: International Organization of Securities Commissions.
IPoM: Informe de Política Monetaria.
IPV: Índice de Precios de Vivienda.
IPSA: Índice de Precio Selectivo de Acciones.

IVA: Impuesto al Valor Agregado.

Latam: América Latina.

LBTR: Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

LCL: Línea de Crédito de Liquidez

LCR: Liquidity Coverage Ratio.

LDF: Ley Dodd-Frank.

LGB: Ley General de Bancos.

LIR: Ley de Impuesto a la Renta.

LOC: Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.

LTV: Loan To Value.

MA: Margen para el Adquiriente.

MANBFI: Medida acotada de NBFI.

MC: Markets Committee.

MCF: Mercado Cambiario Formal.

MD: Merchant Discount.

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive.

MiFIR: Markets in Financial Instruments Regulation.

MINDHA: Ministerio de Hacienda.

MoU: Memorandum of Understanding

MSCI: Morgan Stanley Capital International.

NAFTA: North American Free Trade Agreement.

NBFI: Non-Bank Financial Intermediation.

NCG: Norma de Carácter General de la Superintendencia de Valores y Seguros.

NGFS: Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System.

NIC: Normas Internacionales de Contabilidad.

NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera.

NR: No residentes.

NSFR: Net Stable Funding Ratio.

OCC: Office of the Comptroller of the Currency.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

OCND: Oferentes de crédito no bancario.

OMC: Organización Mundial de Comercio.

OPB: Operatoria para solicitudes de transferencias de fondos.

OS: Obligación Subordinada.

OTC: Over the counter.

PAC: Pago automático de cuentas.

PAR: Plan de Autorregulación.

pb: puntos base.

PCSPAV: Protocolo de Contingencia para Sistemas de Pago de Alto Valor.

PE: Patrimonio Efectivo.

PFMI: Principios aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero.



PIB: Producto Interno Bruto.
PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta.
pp: Puntos Porcentuales.
PRC: Prudential Regulation Committee.
PVP: Payment versus Payment.
QE: Quantitative Easing.
RAN: Recopilación actualizada de normas.
RBA: Banco de la Reserva (Australia).
RCI: Razón de Carga financiera a Ingreso disponible.
RDI: Razón de Deuda a Ingreso disponible.
RF: Renta Fija.
RM: Región Metropolitana.
RO: Riesgo operacional.
ROA: Return On Assets.
ROE: Return On Equity.
RT: Repositorios de Transacciones.
RUT: Rol Único Tributario.
RV: Renta Variable.
SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
SBR: Supervisión Basada en Riesgo.
SEC: U.S. Securities and Exchange Commission.
SELIC: Tasa de interés a un día del Banco de Brasil.
SII: Servicio de Impuestos Internos.
SIID: Sistema Integrado de Información de Derivados.
SINACOFI: Sistema Nacional de Comunicación Financiera.
SOMA: Sistema de Operaciones de Mercado Abierto.
SP: Superintendencia de Pensiones.
SP: Sistemas de Pago.
SPAV: Sistemas de Pago de Alto Valor.
SUSESO: Superintendencia de Seguridad Social.
S&P 500: Standard and Poor's 500.
SWIFT: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.
TBill: Treasury Bill.
TBond: Treasury Bond.
TBTF: Too Big to Fail
TCFD: Task Force for Climate-related Financial Disclosures.
TDLC: Tribunal de la Libre Competencia.
TI: Tasa de Incumplimiento.
TI: Tarifa de Intercambio.
TITRP: Tasa de interés técnica para retiros programados y rentas temporales.
TLTRO: Targeted Longer-Term Refinancing Operations.

TNote: Treasury Note.

TPM: Tasa de Política Monetaria.

TR: Trade Repositories o Repositorio de Transacciones.

TSA: Test de Suficiencia de Activos.

TT: Transbank.

TYVIX: Treasury Note Volatility Index.

UF: Unidad de Fomento.

UK: United Kingdom.

VaR: Value at Risk.

VIX: Chicago Board Options Exchange Volatility Index.

VXY: Chicago Board Options Exchange DXY Volatility Index.

WEO: World Economic Outlook.

ZE: Zona Euro.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

MAYO 2020

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.°17.336 Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.

