

**INFORME
DE ESTABILIDAD FINANCIERA**
Segundo Semestre 2020



**INFORME
DE ESTABILIDAD FINANCIERA
Segundo Semestre 2020**



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	8
I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS Y EVENTOS EXTERNOS	13
II. USUARIOS DE CRÉDITO	25
III. OFERENTES DE CRÉDITO	41
IV. CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS Y SU IMPACTO EN LOS MERCADOS LOCALES	58
V. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA	69
VI. SISTEMAS DE PAGO	86
RECUADROS	
CONDICIONES FINANCIERAS, INCERTIDUMBRE Y RIESGOS ASOCIADOS	23
EFECTOS DEL CRÉDITO FOGAPE-COVID EN LAS EMPRESAS DURANTE LA PANDEMIA Y SUS RIESGOS ASOCIADOS	38
REPROGRAMACIONES DE CREDITOS, VULNERABILIDADES Y PERSPECTIVAS	52
SITUACION INTERNACIONAL DE LA BANCA DURANTE LA PANDEMIA	55
CICLO FINANCIERO GLOBAL	68
MENORES RESTRICCIONES AL USO DE PESOS CHILENOS EN OPERACIONES CAMBIARIAS	80
MEDIDAS PARA ENFRENTAR CRISIS SANITARIA Y ROL DEL SISTEMA FINANCIERO	83
NUEVAS INFRAESTRUCTURAS PARA PAGOS EN MONEDA EXTRANJERA	93
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	95
GLOSARIO	98
ABREVIACIONES	106

*/ El cierre estadístico del *Informe* fue el 28 de octubre del 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 el IEF anterior, la economía chilena ha continuado enfrentando los efectos de la emergencia sanitaria global y sus repercusiones sobre los mercados. Las condiciones financieras internacionales han permanecido relativamente favorables, pero subsiste una alta incertidumbre en torno a la evolución de la situación sanitaria, económica y política, lo que se ha traducido en una mayor sensibilidad de los mercados a eventos no previstos. El sistema financiero local ha logrado soportar una coyuntura particularmente desafiante, en parte, gracias a las medidas excepcionales de apoyo al crédito, la liquidez y la gestión de riesgos en los mercados adoptadas por las autoridades. Pese a ello, existen riesgos relevantes asociados a una prolongación mayor a la anticipada del shock real, o a desarrollos locales, incluidos cambios al marco legal, que dificulten el funcionamiento de los mercados financieros, la liquidez o la solvencia de las instituciones financieras. Al mismo tiempo, el deterioro de la situación patrimonial de los agentes los hace más vulnerables frente a escenarios de tensión adicional, esto producto del aumento de pasivos, reducción de activos y, en general, el uso de holguras para enfrentar los desafíos del último año. Con ello se hace evidente la necesidad de sostener un adecuado balance entre (i) la mantención de condiciones financieras favorables para la economía; (ii) un cuidadoso monitoreo y apoyo a la estabilidad del sector financiero ante episodios de tensión, y (iii) transitar desde la contención del impacto de la crisis, al apoyo a la recuperación de la economía.

Desde el último Informe, las perspectivas globales se han recuperado en el margen, luego de la abrupta caída de la actividad producto de la emergencia sanitaria, aunque persiste la incertidumbre por los recientes rebrotes de contagio. Aunque la evolución de la pandemia ha sido heterogénea entre países, su desarrollo permitió flexibilizar las restricciones a la movilidad en muchos de ellos. Esto se tradujo en mejores perspectivas a nivel global respecto de lo reportado en el Informe anterior. Sin embargo, en las últimas semanas se han observado significativos rebrotes en el hemisferio norte, que están obligando a reducir los niveles de movilidad, aunque aún sin acercarse a las restricciones del anterior *peak* de contagio. La magnitud de la contracción económica ha requerido mantener, e



incluso profundizar, las diversas políticas macroeconómicas y financieras compensatorias (o de contención) y no puede descartarse su prolongación ante un retraso o incluso retroceso en el proceso de desconfinamiento.

Para abordar los efectos de la pandemia, diversos bancos centrales, han implementado medidas de inyección de liquidez sin precedentes, que han mantenido condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. La intensidad de las políticas implementadas, ha contribuido a mantener bajas tasas de interés para los bonos soberanos, tanto en países desarrollados, como en emergentes. No obstante, los mercados continúan volátiles, dada la incertidumbre respecto a los desarrollos de la pandemia, la vigencia de las medidas y las perspectivas de recuperación económica. La mayor liquidez observada a nivel global ha impulsado el valor de diversos activos, como la renta variable y materias primas. Aun así, se observa heterogeneidad en el costo de financiamiento tanto entre países como en clases de activos.

En conjunto con lo anterior, las medidas extraordinarias aplicadas en Chile, han ayudado a mitigar los efectos de la emergencia sanitaria en el mercado financiero nacional. Pese a la severidad del shock, la elevada expansividad monetaria, a través de medidas convencionales y no convencionales, ha contribuido a mantener condiciones financieras internas favorables. Entre las medidas no convencionales adoptadas se encuentra el programa de compra de bonos bancarios y bonos del Banco Central (BCP y BCU), que en su conjunto han acumulado US\$13.500 millones, así como la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC) I y II y la Línea de Crédito de Liquidez (LCL), orientadas a fortalecer el crédito bancario, que totalizan cerca de US\$28.600 millones. Estas medidas han favorecido un menor costo de financiamiento, manteniéndose activa la emisión de bonos bancarios y corporativos. En este contexto, las tasas soberanas locales de largo plazo se han mantenido en niveles bajos, mientras, los spreads bancarios y corporativos han disminuido desde el Informe anterior.

Adicionalmente, el Banco Central de Chile ha debido implementar medidas especiales para evitar correcciones abruptas en los mercados financieros, producto de eventos locales. En particular, la liquidación de activos requerida por parte de los Fondos de Pensiones, para hacer frente al retiro masivo de fondos previsionales aprobados por el Congreso Nacional en julio pasado, podría haber incrementado en forma significativa la volatilidad del mercado. Sin embargo, dicho ajuste de portafolio tuvo un impacto acotado en los precios de activos, en parte, gracias a la implementación de medidas por parte del Banco Central de Chile (BCCh) y los reguladores, además de la estrategia de gestión de cartera adoptada por las AFP. En particular, el uso de la Facilidad de Compra al Contado con Venta a Plazo (CCVP) alcanzó un máximo de US\$5.550 millones, que corresponde aproximadamente a un 35% de los fondos retirados. Si bien estas medidas fueron exitosas en facilitar el ajuste de corto plazo de los mercados, ellas no compensan los efectos de largo plazo que el menor ahorro de los hogares tiene sobre los ingresos de los actuales y futuros pensionados y de la economía en general.

En la actual coyuntura, los hogares han visto disminuida su capacidad para generar ingresos, lo cual ha estresado su posición financiera y ha requerido implementar políticas excepcionales. En los últimos meses, producto de las medidas de confinamiento, y del deterioro del mercado laboral, los hogares han enfrentado una caída relevante en sus ingresos. Esta caída ha sido mitigada por distintas medidas implementadas por las autoridades, entre las que destacan masivos subsidios a hogares de ingresos bajos y medios y postergación de obligaciones de pago, que han contenido por

ahora la morosidad. Pese a ello, las personas han debido ajustar sus gastos y hacer uso de sus ahorros, por ejemplo, a través del retiro excepcional de fondos previsionales antes mencionado, deteriorando su posición financiera neta. Este retiro permitió a los hogares contar con liquidez en el corto plazo, a cambio de una reducción de sus activos de largo plazo.

Las dificultades financieras de las firmas, producto de interrupciones de su operación, han sido parcialmente contenidas por emisiones de deuda y facilidades especiales de crédito. Desde el último IEF, las empresas han incrementado su endeudamiento alcanzando un 134% del PIB al cierre de este Informe. La mayor demanda de crédito se inició durante las protestas sociales del 2019, acentuándose durante el primer semestre producto de la emergencia sanitaria. Las empresas de menor tamaño han encontrado una respuesta positiva de la banca, alentada por políticas de liquidez, garantías y flexibilidad regulatoria, implementadas de manera coordinada por Hacienda, la Comisión para el Mercado Financiero y el BCCh. Por su lado, las empresas más grandes han incrementado su deuda bancaria y mantenido su acceso al mercado de bonos, privilegiando la tenencia de activos más líquidos, ya sea por motivos precautorios o por bajos costos de oportunidad. De este modo, el fomento al crédito y la profundidad del mercado de capitales han contribuido a evitar tanto el cierre de empresas como el deterioro de la cartera de créditos de los bancos. Aun así, más de la mitad del aumento de la relación deuda corporativa/PIB se explica por la depreciación de la moneda local y la caída del PIB.

A pesar de la exigencia de la coyuntura y contingencias operativas, el sistema de pagos y el de distribución de efectivo han funcionado con normalidad. Desde el último informe no se han registrado interrupciones relevantes en los sistemas de pago de alto valor, a pesar de las restricciones operativas producto del confinamiento y la alta actividad asociada a la aplicación de medidas en respuesta a la pandemia. En el periodo se registró un incidente de ciberseguridad que afectó a una entidad bancaria, utilizándose las herramientas de contingencia del Sistema LBTR, para prevenir disrupciones en su funcionamiento. Por su parte, la distribución de efectivo no ha presentado mayores dificultades, pese al gran aumento en la demanda observado en los últimos meses, relacionada con las políticas de apoyo y el retiro de fondos previsionales. Sin perjuicio de lo anterior, se destaca que los saldos en cuentas corrientes y a la vista se mantienen muy por sobre sus promedios históricos.

En este contexto, una recuperación más lenta de lo previsto se percibe como un riesgo relevante, que podría restar efectividad a las medidas implementadas. Muchas de las políticas de apoyo fueron originalmente diseñadas como un puente de financiamiento para enfrentar un periodo breve de caída en liquidez e ingresos. Sin embargo, la emergencia sanitaria se ha prolongado más allá de lo previsto originalmente, provocando deterioros significativos en la actividad económica y en el mercado laboral. Una recuperación aún más lenta de la actividad, representa, en consecuencia, un importante factor de riesgo, ya que, además de sus efectos directos, limitaría la efectividad de las políticas de mitigación implementadas desde el inicio de la pandemia. Ello dejaría expuestos a mercados financieros, usuarios y oferentes de crédito, gatillando situaciones de turbulencia en mercados e insolvencias.



A lo anterior se suman factores propios de la economía local, asociados a reformas legales que pudieran tener efectos no deseados en un momento de particular sensibilidad. Acontecimientos disruptivos del entorno político-económico de la economía local podrían afectar a entidades financieras y/o amplificar potenciales reversiones de apetito por riesgo global. Eventos de este tipo no se consideran en los ejercicios de tensión tradicionales y podrían abrir escenarios incluso más extremos. De especial atención son las modificaciones al marco regulatorio o exigencias legales inadecuadamente calibradas sobre instituciones financieras. Medidas que afecten la liquidez y solvencia de oferentes de crédito o inversionistas institucionales constituyen un riesgo importante, lo mismo que aquellas que provoquen interrupciones en el flujo de crédito o en la intermediación de recursos de la economía. Situaciones de este tipo, limitarían las posibilidades de financiamiento que podrían requerir agentes más afectados por la emergencia sanitaria, especialmente de cara a una fase de recuperación.

A pesar de que las medidas de política han contribuido a mitigar los efectos de la pandemia, se han estrechado los márgenes de acción. Si bien el BCCh ha podido actuar con eficacia en mercados que se han vuelto más volátiles, su margen de maniobra podría ser menor respecto a mercados que se encuentran fuera de su ámbito de acción o frente a cambios más permanentes de portafolio de inversionistas. En particular, el BCCh cuenta con instrumentos para atenuar episodios transitorios de volatilidad, pero no para evitar el efecto de cambios más estructurales o permanentes. En tanto, las políticas de crédito, que han permitido un financiamiento a bajo costo, dada la presencia de garantías estatales, han implicado un aumento del endeudamiento, principalmente de las empresas con financiamiento local, que las deja más vulnerables frente a cambios en la situación económica.

Si bien, el incremento del crédito ha sido esencial para enfrentar el impacto inmediato de la pandemia, el mayor endeudamiento y las menores holguras de capital vuelven más vulnerables a las firmas y a oferentes de crédito frente a escenarios más tensionados. Ante la dificultad de generar ingresos por un periodo de tiempo más prolongado, restricciones, que originalmente fueron de liquidez, se podrían transformar en problemas de solvencia. Por otro lado, las instituciones bancarias que, si bien han logrado transitar esta emergencia apoyando las políticas de crédito contracíclico, entraron a la pandemia con menores holguras de capital que en situaciones anteriores e inferiores a sus pares internacionales. Las reprogramaciones difieren el riesgo de crédito en el tiempo, pero no lo eliminan. Así, una prolongación de la pandemia y sus efectos sobre la economía pondría presión adicional sobre la solvencia y capitalización de la banca. La exposición de ésta a oferentes de crédito no bancarios, a través de créditos comerciales, sigue siendo una vulnerabilidad adicional, dada la mayor morosidad que tradicionalmente muestran estas instituciones financieras y su elevada exposición a agentes especialmente afectados por la crisis sanitaria.

La respuesta de política ha requerido adaptar el marco regulatorio vigente para enfrentar la emergencia sanitaria y generar espacio para enfrentar contingencias futuras. Las autoridades financieras, el Ejecutivo y el Congreso han modificado sus regulaciones y aprobado leyes que buscan mitigar los efectos negativos del deterioro de la actividad económica. En el ámbito legislativo, se aprobó un proyecto misceláneo que, entre otros, incorporó flexibilizaciones a la emisión de bonos convertibles, buscando facilitar financiamiento a las empresas. A su vez, el BCCh ha incorporado herramientas que le permiten mejorar su capacidad de respuesta frente a situaciones de tensión. En este contexto, la línea de crédito flexible (FCL) con el FMI, las líneas de financiamiento con la

Reserva Federal de Nueva York (FIMA) y con el Banco Central de la República Popular China (PBoC) permiten mejorar la gestión de liquidez ante eventos de tensión en los mercados de divisas. Adicionalmente, la reforma constitucional que permite la compra excepcional de bonos del fisco en el mercado secundario, amplía la flexibilidad del BCCh para enfrentar escenarios de mayor tensión en resguardo de la estabilidad financiera.

Por otro lado, las autoridades financieras han continuado avanzando en las iniciativas estructurales o de largo plazo. En lo que se relaciona con el BCCh, esto incluye el proceso de modernización de sus normas cambiarias, la próxima implementación del Colchón de Capital Contra-cíclico (CCyB, por su sigla en inglés), mejoramientos en las infraestructuras de mercado financiero, lo que incluye el trabajo realizado con CLS y la banca para lograr la incorporación del peso chileno a ese sistema. Asimismo, la CMF, en conjunto con el BCCh continúan avanzando en la implementación de las normativas para la adopción de estándares de Basilea III, según la nueva Ley General de Bancos.

Hacia adelante, la necesidad de un acceso continuo y sustentable al crédito, manteniendo un marco de evaluación y manejo de riesgos que preserve la estabilidad financiera, pone de manifiesto la vigencia de recomendaciones que este Informe ha destacado durante años. Por una parte, la ausencia de un registro consolidado de deudores permanece como una deficiencia para la correcta evaluación de riesgos. Mientras que, el uso de garantías como mitigador ante pérdidas por impago en la cartera comercial, constituye una vulnerabilidad ante eventos que tengan impacto en el valor de los colaterales. Por otra parte, son valorables los esfuerzos en la convergencia a estándares internacionales de solvencia, a través de la adaptación de la regulación bancaria en proceso, incluyendo aspectos que se refieren a ajustes a las políticas de dividendos, dado que contribuyen a mejorar la cantidad y calidad del capital disponible, lo que permitirá resguardar al sistema ante futuras contingencias.

Chile tiene un sistema financiero profundo y altamente integrado con el mundo que requiere fortalecer sus mitigadores y recomponer holguras financieras que se han consumido. Los agentes locales pudieron beneficiarse durante muchos años de las mejoras en las condiciones financieras externas sin que ello implicase aumentar sus niveles de riesgo financiero, como lo muestra el Capítulo Temático de este informe. Sin embargo, las protestas sociales de 2019 y la emergencia sanitaria de 2020, han generado efectos económicos y respuestas de política que han reducido las holguras financieras que sustentaban esta posición. Hacia el mediano plazo, los principales desafíos estarán en recomponer dichas holguras, tales como un nivel de deuda pública acorde a los compromisos e ingresos fiscales y un adecuado nivel de capitalización de la banca, en línea con los estándares de Basilea III.

La preservación de un marco institucional sólido, creíble y estable es necesaria para mantener el buen funcionamiento de los mercados financieros, lo que es imperativo en el contexto actual. Como se ha señalado, un sistema financiero profundo protege a la economía de eventos disruptivos externos, y propicia mayor inclusión y bienestar de la sociedad. En esta coyuntura es clave contar con un sistema resiliente ante una posible prolongación de la emergencia sanitaria más allá de lo esperado, que retrasaría la recuperación y requeriría una extensión de las medidas de mitigación por sobre lo originalmente planeado. En este sentido, un marco institucional que mantenga una coordinación entre los poderes del Estado, reguladores y supervisores, permite realizar ajustes en el conjunto de reglas, que propendan al mejor beneficio para las empresas y las familias y eviten efectos indeseados.

I. TENDENCIAS EN MERCADOS FINANCIEROS Y EVENTOS EXTERNOS

En un contexto internacional que continúa afectado por la pandemia de Covid-19, las perspectivas económicas globales se han recuperado, en línea con el desconfinamiento progresivo en varios países. Por su parte, las condiciones financieras se han mantenido favorables, con medidas de mitigación sin precedentes en las principales economías del mundo que han elevado la deuda, tanto pública como privada. Con todo, subsiste la incertidumbre acerca de los rebrotes y una recuperación económica más lenta de lo anticipado, lo que ha mantenido la volatilidad en los mercados. En el ámbito local, las medidas extraordinarias, han ayudado a mitigar los efectos de la emergencia sanitaria en mercados financieros. Adicionalmente, el Banco Central de Chile (BCC) ha debido implementar medidas especiales para evitar correcciones abruptas en condiciones de financiamiento que surgen de eventos locales. En los últimos años se ha observado un aumento en la percepción de riesgo soberano, producto de menores perspectivas de crecimiento y menores fortalezas fiscales.

SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

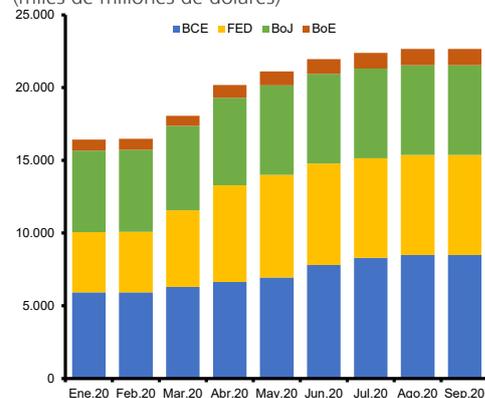
Desde el Informe anterior, las perspectivas globales se han recuperado en el margen, en un contexto de medidas de mitigación sin precedentes en las principales economías del mundo, y de flexibilización parcial de restricciones a la movilidad.

Las perspectivas para el crecimiento global se corrigieron marginalmente al alza desde el último IEF. Así, mientras en abril el FMI proyectaba para el 2020 una caída de 5,9% del PIB de EE.UU. y un crecimiento de 1,2% para China, en su informe de octubre anticipa una caída de 4,3% en EE.UU. y un crecimiento de 1,9% en China. Las razones detrás de esta mejora, se relacionan con la disminución en los contagios y muertes por COVID-19 en gran parte del mundo, lo que trajo consigo un relajamiento progresivo en las medidas de desconfinamiento, permitiendo así una mayor movilidad de la población, lo que incidiría en el mejoramiento de los sectores vinculados a servicios. No obstante, en las últimas semanas se ha observado una reactivación de las restricciones de movilidad, producto del aumento de los contagios en el hemisferio norte.

La profundidad de la crisis ha requerido de planes de estímulo monetario y fiscales sin precedentes en diversas economías del mundo, incluyendo a Chile. Distintos bancos centrales han aplicado políticas monetarias expansivas, con tasas de interés de referencia

GRÁFICO I.1

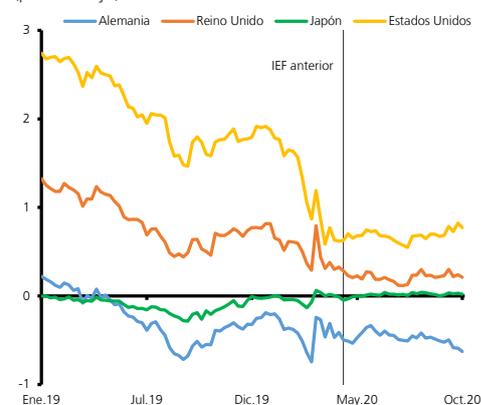
Activos totales de bancos centrales de economías desarrolladas durante el 2020
(miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

GRÁFICO I.2

Tasas de interés de bonos soberanos a 10 años - economías desarrolladas (*)
(porcentaje)



(*) Datos semanales.
Fuente: Bloomberg.



en mínimos históricos, junto con nuevas medidas no convencionales. En este sentido, se mantienen las compras de diversos tipos de activos en países desarrollados, a lo que se suman algunos emergentes. Por otro lado, varias autoridades monetarias han implementado facilidades especiales de estímulo al crédito, que en conjunto con programas de garantías estatales, han permitido que éste se comporte de manera contra-cíclica (FMI, 2020).

Dichas medidas, han elevado los activos totales de la hoja del balance de los principales bancos centrales del mundo, en cifras superiores a los US\$5.000 miles de millones en lo que va del 2020 (gráfico I.1). Este crecimiento corresponde mayoritariamente a compra de activos, como en el caso de la Fed y el Banco de Inglaterra (BoE), mientras que en el caso del BCE y el Banco de Japón (BoJ), está distribuido en compras de activos y facilidades de crédito. Finalmente, las políticas fiscales se han concentrado en compensar la caída en ingresos de firmas y hogares, lo que ha implicado un mayor endeudamiento soberano a nivel global.

La compra masiva de instrumentos financieros ha incrementado la liquidez global y ha mantenido las tasas soberanas estables y en niveles similares a los del Informe anterior.

La mayor liquidez en los mercados financieros se ha visto reflejada en las tasas de interés de bonos soberanos en economías desarrolladas, que se han mantenido bajas durante la segunda parte del año, similar al patrón observado en economías emergentes (gráficos I.2 y I.3).

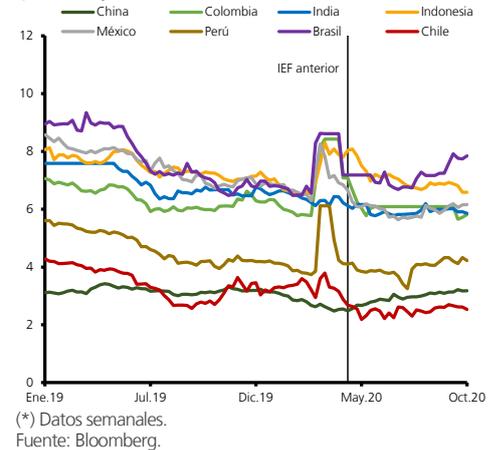
Las compras masivas de instrumentos financieros, por parte de bancos centrales, han provocado que ciertos precios de activos riesgosos se encuentren altos respecto a lo esperado para épocas de recesión. Así, por ejemplo, en el mercado de bonos corporativos estadounidense, las medidas implementadas por las autoridades han logrado contener los *spreads*, pese al ambiente de contracción económica y restricción crediticia que perciben los agentes financieros (gráfico I.4). Mientras que los índices de mercados bursátiles globales han aumentado de manera significativa desde el cierre del último IEF, principalmente, por la mayor expectativa que generó el retroceso en las cifras de contagios y las políticas de alivio cuantitativo implementadas a nivel global.

No obstante, en las últimas semanas la velocidad de los desconfinamientos ha disminuído e incluso revertido parcialmente en algunos países, dado el incremento de la cifra de contagios, lo que podría afectar a mercados y provocar reversiones del apetito por riesgo. En este contexto, las relaciones de precio a ingresos que se encuentran en niveles altos en algunos mercados bursátiles, podrían retroceder de manera abrupta.

Las economías emergentes también se han visto favorecidas por la mayor liquidez a nivel global, lo que se ha reflejado en menores primas por riesgo soberano, a pesar de caídas de evaluación crediticia. No obstante, se mantiene la volatilidad cambiaria y el aumento de su deuda pública.

En las economías emergentes, las primas por riesgo han exhibido una tendencia decreciente desde el IEF anterior, lo que refleja que

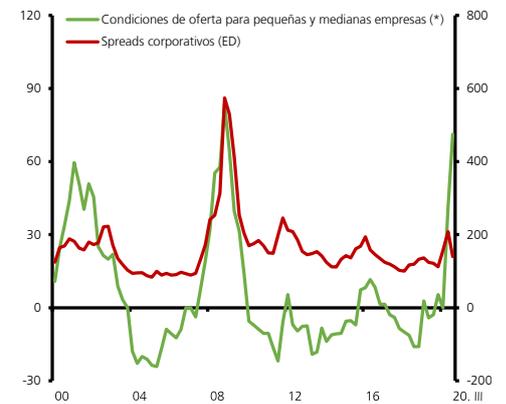
GRÁFICO I.3
Tasas soberanas a 10 años – economías emergentes (*)
(porcentaje)



(*) Datos semanales.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4
Estándares de crédito y *spreads* corporativos en EE.UU.
(porcentaje, puntos base)



(*) Valores positivos (negativos) indican condiciones financieras más (menos) restrictivas.

Fuente: Bloomberg.

las diversas políticas monetarias y fiscales implementadas han logrado contener en parte los efectos adversos de la crisis. Por el lado de las paridades de referencia, estas se han mantenido en niveles similares a los registrados en la primera parte del año, aunque con mayor volatilidad. En cuanto a los flujos financieros de no residentes, estos han mostrado moderadas salidas, en torno a los US\$160 millones, en promedio mensual, durante los últimos seis meses, luego de la salida históricamente alta registrada en el mes de marzo por US\$1.400 millones.

Si bien las medidas monetarias y fiscales han ayudado a mitigar los efectos económicos de la pandemia, esta ha sido más prolongada de lo originalmente presupuestado, lo que suma presiones al ritmo de crecimiento del endeudamiento soberano (gráfico I.5). En este sentido, cabe destacar que un mayor apalancamiento tiende a elevar la sensibilidad de los mercados domésticos a shocks externos (Lian et al., 2020). Para Chile se observa una aceleración similar a la de los emergentes; no obstante, el nivel de su deuda – actualmente cercano al 30% del PIB – es significativamente inferior al de otras economías.

La volatilidad de las tasas soberanas de países emergentes ha disminuido desde los inicios de la emergencia sanitaria y permanece acotada (gráfico I.6). Si bien la economía local replica la reducción de sus pares emergentes, la volatilidad permanece en la medianía de la distribución, cuando años previos se encontraba, en general, en percentiles más bajos. Lo anterior daría cuenta de la disminución del efecto de algunos mitigadores que operaban históricamente, entre ellos, el comportamiento de inversionistas institucionales.

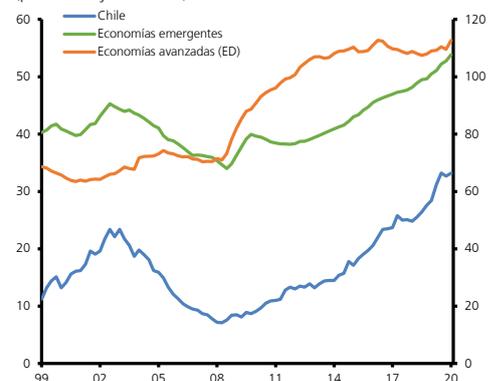
Como contrapartida, la volatilidad de las paridades de monedas de países emergentes continúa en niveles altos respecto a lo observado en el 2019. Lo anterior refleja que si bien las condiciones financieras se encuentran holgadas, la incertidumbre a nivel global permanece elevada (Recuadro I.1). A nivel local, a partir de las protestas sociales de octubre 2019, la volatilidad cambiaría aumentó de forma significativa, y por encima del rango de volatilidades de monedas emergentes, para retornar a niveles promedio en lo más reciente (gráfico I.7).

Sin perjuicio de condiciones favorables de financiamiento, el menor rendimiento de los activos de renta fija, presiona la rentabilidad de inversionistas institucionales a nivel global y doméstico.

Sin embargo, las vulnerabilidades asociadas a menores tasas de interés (escenario de "low for long") destacados en Informes previos, continúan latentes en el contexto actual de importantes estímulos monetarios globales. En este sentido, la debilidad actual podría gatillar correcciones en el riesgo de crédito de diversos emisores, por lo que los inversionistas institucionales (entre ellos Fondos de Pensiones (FP), y Compañías de Seguros de Vida (CSV)) enfrentarían un deterioro de sus activos de renta fija. Lo anterior, por razones regulatorias o de mandatos de inversión, los obligaría eventualmente a desprenderse de esos activos, por ejemplo, de aquellos que caen bajo el grado de inversión, con las consiguientes presiones adicionales en precios.

GRÁFICO I.5

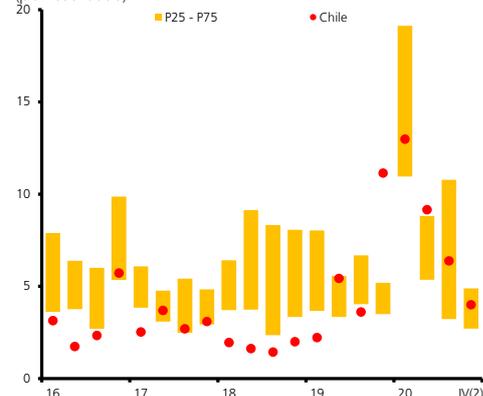
Deuda soberana (porcentaje del PIB)



Fuente: IIF.

GRÁFICO I.6

Volatilidad de tasas soberanas EME (1) (puntos base)



(1) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía.

(2) Información a octubre del 2020.

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



SITUACIÓN FINANCIERA LOCAL

Desde el Informe anterior, la implementación de políticas extraordinarias de liquidez y acceso al crédito han permitido mantener condiciones financieras favorables.

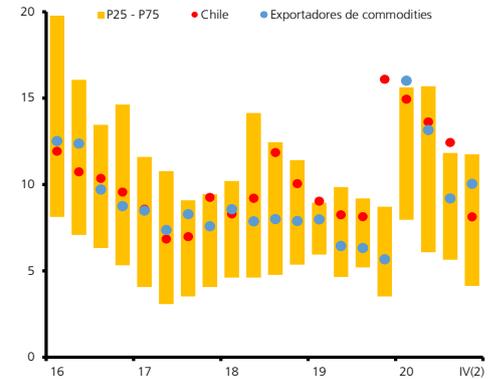
La crisis sanitaria, y las restricciones a la movilidad requeridas para su control, llevaron a una fuerte contracción de la actividad económica en el segundo trimestre del 2020. A pesar de la magnitud de esta caída en la actividad, las condiciones financieras locales se han mantenido favorables, lo que se explica, en parte, por las medidas de liquidez y de provisión de crédito implementadas por el Banco Central de Chile, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y el Ministerio de Hacienda. En este contexto, con la TPM en su mínimo técnico y medidas no convencionales ancladas a ella, las tasas de interés locales profundizaron sus caídas durante el 2020, estabilizándose en lo más reciente (gráfico I.8).

Por su parte, las emisiones de bonos se han mantenido con algún dinamismo, destacando las colocaciones tanto locales como en el extranjero de empresas no bancarias. En tanto, las emisiones de empresas bancarias se han reducido, debido a la disponibilidad de otras fuentes de financiamiento vinculadas a facilidades del BCCh, lo que ha modificado la composición de los pasivos de los bancos (gráfico I.9 y Capítulo III). A su vez, los programas de compra de activos implementados por el BCCh contribuyeron a que los *spreads* bancarios se estabilizaran en niveles algo por debajo de su promedio histórico, luego de las fuertes alzas registradas a finales del 2019. Mientras, los *spreads* corporativos se han reducido desde los máximos registrados a comienzos del 2020, aunque se encuentran algo por sobre los promedios históricos y con alta dispersión a través de las distintas clasificaciones de riesgo (gráfico I.10). Por otra parte, las tasas de depósitos del mercado secundario se estabilizan en niveles mínimos para los distintos bancos, con una dispersión acotada para los diferentes plazos, en parte por la ventanilla de compra de DPF implementada por el BCCh en agosto, e indirectamente por las facilidades de crédito disponibles a través de la FCIC (Capítulo III).

Así, dada la progresión de la emergencia sanitaria se han mantenido políticas implementadas durante la primera mitad del año, junto con la incorporación de algunas adicionales para enfrentar episodios puntuales de volatilidad ocasionados por factores locales.

Además de las políticas implementadas durante el primer semestre, para enfrentar el inicio de la emergencia sanitaria, tales como los programas de venta de dólares, de FX swap y REPO, un programa de recompra de títulos de deuda del BCCh y la suspensión temporal del programa de emisiones de PDBC, el BCCh anunció un conjunto de medidas a fines de julio para resguardar la estabilidad del sistema financiero, entre los cuales se cuenta la compra de bonos bancarios, Compra al Contado con Venta a Plazo (CCVP), y la ventanilla de compra de depósitos (tabla I.1). Estas medidas contribuyeron a amortiguar el impacto del proceso de liquidación de activos que

GRÁFICO I.7
Volatilidad cambiaria EME (1)
(porcentaje anualizado)

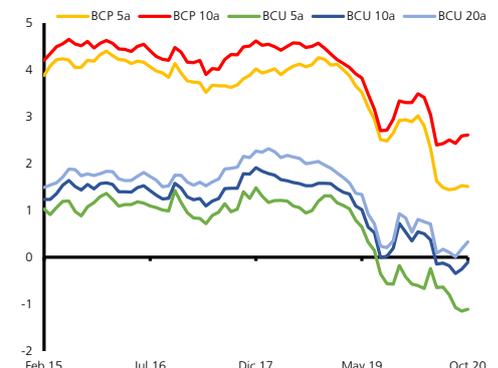


(1) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Exportadores de *commodities* incluye a Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.

(2) Información a octubre del 2020.

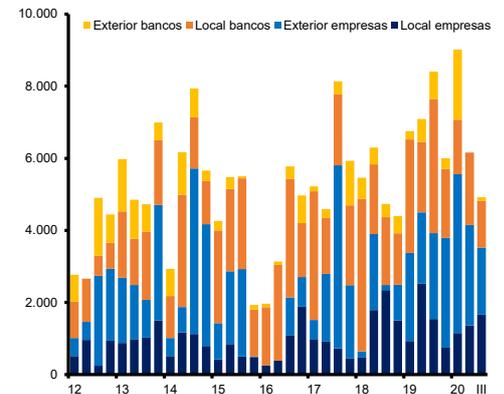
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

GRÁFICO I.8
Tasas de interés soberanas locales
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.9
Emisiones de bonos
(millones de dólares)



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

debieron realizar las AFP producto del retiro masivo de fondos previsionales.

Esta medida fue aprobada por el Congreso Nacional en julio pasado, con el propósito de compensar la caída de los ingresos en el contexto de restricciones de movilidad ocasionados por la pandemia. Esta medida implicó aportar liquidez a los hogares a cambio de una reducción de su ahorro de largo plazo. Hasta la fecha se han acumulado retiros cercanos a los US\$17.000 millones, los que fueron financiados mediante ajustes en el portafolio de los FP, principalmente, por la venta de activos externos y bonos bancarios locales.

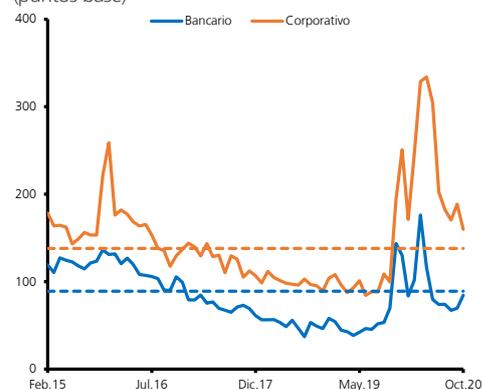
Las medidas implementadas por el BCCh para enfrentar este evento extraordinario tuvieron por objetivo mitigar los impactos potenciales sobre el mercado financiero. Por una parte, para contener presiones de liquidez sobre los FP, se implementó el esquema CCVP que permitió entregar recursos de manera temporal a los inversionistas institucionales, a través de la compra al contado y venta a plazo de instrumentos que el BCCh tenía la facultad legal de comprar y, de esta forma facilitar un rebalanceo moderado del portafolio. Por otro lado, se implementó un programa de compra definitiva –a precios con descuento– de bonos bancarios y depósitos a plazo en el mercado secundario, lo que permitió también reducir la volatilidad de su valoración y así, ayudar a preservar condiciones de fondeo favorables.

A su vez, la SP implementó una serie de medidas para acomodar los cambios de fondos, como flexibilizar los límites de inversión en ciertas contrapartes e instrumentos, además de autorizar el uso de nuevos instrumentos de inversión, para facilitar el uso de la herramienta CCVP, a modo de simplificar el reacomodo y liquidación del portafolio de los FP. A lo anterior se sumaron medidas para facilitar la logística operativa del retiro a través de la disponibilidad de fondos en el sistema bancario, lideradas por la CMF.

Adicionalmente, en el ámbito del apoyo al funcionamiento del canal del crédito, el BCCh implementó una nueva Facilidad de Financiamiento Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC2), que dispone de recursos para la banca por hasta US\$3.900 millones por entidad y cuyos montos autorizados se calculan directamente según el otorgamiento de créditos FOGAPE-Covid y al crédito a Oferentes de Crédito no Bancario. Esta facilidad ha canalizado cerca de US\$5.000 millones a los bancos, la cual se suma a la FCIC implementada en abril (FCIC1) y, en conjunto con las garantías estatales y adaptación regulatoria por parte de la CMF, ha permitido mantener un crecimiento contra cíclico del crédito a diferencia de lo ocurrido en episodios anteriores de tensión, como la Crisis Financiera Global (Capítulo III).

GRÁFICO I.10

Spreads de bonos bancarios y corporativos (*) (puntos base)



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

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



TABLA I.1
Principales medidas económicas recientemente adoptadas

Objetivo	Entidad	Ámbito	Medida	Potencial impacto
Facilitar el acceso al crédito	BCCh	Pequeñas empresas y personas	Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC1). <i>Extensión del programa (FCIC2)</i>	Aumento del crédito y disminución del IAC
	Ministerio de Hacienda	PyME	Línea de crédito para capital de trabajo con garantía estatal (FOGAPE) hasta 3 meses de venta. <i>Disminuye deducibles por la garantía FOGAPE y aumenta el financiamiento máximo para empresas con ventas menores a 1.000 UF</i>	Mitiga riesgo de crédito de las empresas
	CMF		Uso de garantías hipotecarias para resguardar créditos Pyme. Ajustes en el tratamiento de bienes recibidos. <i>Montos de créditos garantizados por el Fisco de Chile, CORFO y el FOGAPE, reducen ponderador por riesgo de crédito de 100% a 10% para efectos de los APR, sustituyendo la disposición que permitía considerar como parte de las provisiones voluntarias que componen el patrimonio efectivo, una proporción de dichas garantías.</i>	Mitiga riesgo de crédito de empresas Reduce las provisiones Reduce requerimientos de capital
			Flexibilización de plazos de implementación de Basilea III.	Posterga inicio de nuevos estándares de capital.
BancoEstado	Empresas pequeñas y personas	Aumento de capital con el objeto de aumentar el otorgamiento de crédito.	Aumento de capital y de colocaciones. Efecto ambiguo en IAC.	
Provisión de liquidez	Bancos comerciales		Inclusión de bonos corporativos como colateral. <i>Extensión del programa de venta de divisas.</i> Ampliación de plazos de programas de liquidez en pesos y dólares. <i>Extensión de la flexibilidad transitoria (90 días) para requerimientos de descalces de plazos.</i> <i>Extensión de la flexibilidad de límite de LCR.</i>	Aumento del acceso a liquidez. Reducción de los requerimientos normativos.
			BCCh	Activación Línea de Crédito de Liquidez (LCL). <i>Programa especial de compra de activos (BCP, BCU, Bonos bancarios)</i>
	Entidades participantes del SOMA		<i>Norma de Cámara de Compensación de Cheques incorporó protocolo especial para implementar acciones en situaciones de contingencia.</i> <i>Compra contado venta a plazo (CC-VP) de instrumentos bancarios.</i> Vigente solo renovaciones	Mitiga riesgos de liquidez. Reduce costo de fondeo de LP.
			<i>Compra de Depósitos a Plazo.</i> Vigente solo hasta octubre	Reduce costo de fondeo.
	Ministerio de Hacienda	Empresas y personas	Postergación o suspensión de impuestos. Fondo de protección al micro-comercio. <i>Extensión de programa de protección a los ingresos laborales.</i>	Mitiga riesgo de crédito de las empresas. Mitiga riesgo de crédito de hogares.

(*) En color verde medidas nuevas, en negro aquellas que se mantienen.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y el Ministerio de Hacienda.

Desde el último IEF, el portafolio de inversionistas institucionales experimentó un ajuste relevante, donde destacó la liquidación de instrumentos por parte de FP vinculado al retiro de fondos previsionales y a una mayor frecuencia de cambios de fondos producto de recomendaciones de asesores.

Desde agosto, el portafolio de los FP registró ventas netas por cerca de US\$4.000 millones en bonos privados, principalmente bancarios. Además, se registraron compras y ventas de activos de renta variable local, alternadamente en distintos meses, las que han alcanzado montos en torno a los US\$1.000 millones. En lo más reciente, se destaca una mayor inversión nacional, mientras que se mantienen las ventas netas en instrumentos extranjeros (gráfico I.11).

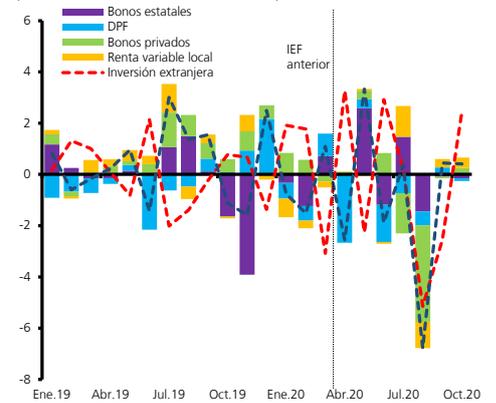
A su vez, ha aumentado significativamente la frecuencia de las recomendaciones de asesores privados en los últimos meses, muchas veces con reversiones en pocos días, lo que eleva la volatilidad de los precios de algunos instrumentos financieros, es así como en los últimos 12 meses se han registrado cerca de 24 recomendaciones distintas (gráfico I.12). Esto ha provocado un comportamiento ocasionalmente pro cíclico de los FP, que exacerban los movimientos de mercado sin un beneficio evidente para los afiliados. De esta forma, se debilita la capacidad de los FP de amortiguar los efectos de shocks externos, como ocurrió hasta hace algunos años.

Como ocurre con sus símiles internacionales, la rentabilidad de las inversiones de FM y CSV permanece acotada en un contexto de un bajo retorno de activos de largo plazo.

Por su parte, los Fondos Mutuos (FM) han recuperado, en parte, niveles previos al IEF anterior, pero se mantienen expuestos a la volatilidad de tasas de interés. En particular, el FM1 mantiene sus niveles de patrimonio relativamente estables, mientras, los FM3 y FM6 recuperan parcialmente los niveles de patrimonio desde el IEF anterior (gráfico I.13). La relativa estabilidad para FM1, se produce en un entorno con baja rentabilidad y bajos márgenes. Así, la búsqueda de retornos que se observa en el margen, los hace más sensibles a un shock inesperado de alza en *spreads*. Los FM1 dan cuenta de mayores niveles de riesgo de tasa en lo más reciente, es así como un aumento del *spread* en torno a 60pb produciría una revalorización masiva^{1/}, lo que se compara con cerca de 80pb en junio de este año. En esta misma línea, los FM3 –ante un shock de tasas de 100pb– exhiben un riesgo de retiros similar al observado en octubre del 2019. Por último, a finales del 2019, los FM3 sufrieron retiros que se sitúan en el percentil 1 de la distribución, lo que se ha revertido durante el presente año, aun cuando no se descarta que en escenarios de mayor volatilidad se repitan eventos como el descrito, que podrían presionar al mercado de renta fija.

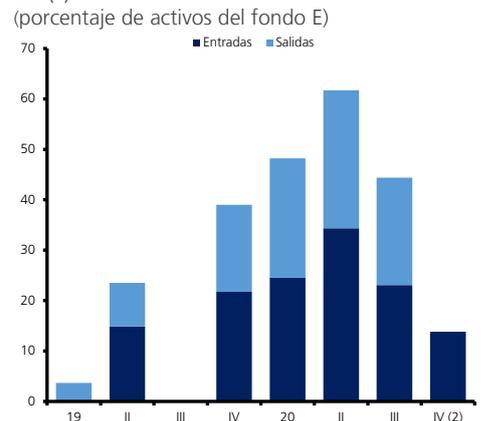
En el caso de las CSV, existen diversas fuerzas que presionan su liquidez y solvencia. En primer lugar, existe una baja actividad en el

GRÁFICO I.11
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 SP.

GRÁFICO I.12
Impacto de recomendaciones de cambios entre multifondos (1)
(porcentaje de activos del fondo E)



(1) Cambios acumulados después de 5 días del anuncio, como porcentaje de activos del fondo E del mes anterior.
(2) Información al 28 de octubre del 2020.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SP.

^{1/} Para mayor información acerca de como se valorizan los FM1, ver Ahumada et al. (2011).



mercado de rentas vitalicias, explicado en parte por las postergaciones de nuevas pensiones, y también por el menor retorno relativo que ofrecen las rentas vitalicias, comparado con la alternativa de retiro programado^{2/}. En segundo lugar, la rentabilidad de su portafolio podría deteriorarse en el ciclo actual, en particular, la de los bonos externos de menor calidad crediticia y de la cartera vinculada al sector inmobiliario local. Tercero, el escenario de bajas tasas de interés de largo plazo por un período prolongado, sigue presionando su balance. Es así como, en el último año, las CSV se han caracterizado por incrementar su exposición a activos relativamente más riesgosos, en particular haciendo ajustes en su portafolio hacia bonos privados locales y activos inmobiliarios, mientras disminuyen sus posiciones en bonos soberanos y DPF (gráfico I.14).

AMENAZAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Una prolongación del shock económico continúa siendo el principal riesgo para el sistema financiero internacional y local. Si bien, hasta el momento los bancos centrales han actuado de manera preventiva, se reduce su marco de acción conforme son utilizados los recursos.

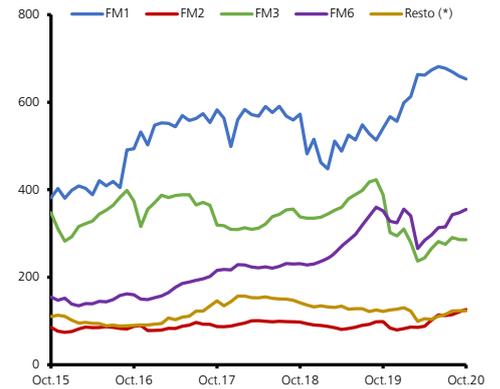
Una mayor persistencia del bajo crecimiento, tanto en Chile, como en el mundo, podría profundizar los efectos de la crisis sanitaria, y transformar los problemas de liquidez en complicaciones de solvencia, lo que representaría un escenario significativamente más complejo debido al posible deterioro de las condiciones de financiamiento a nivel global.

Las diversas medidas de alivio de liquidez de bancos centrales, tanto en Chile como en el mundo, han reducido la volatilidad de los mercados y colaborado en la absorción de shocks y reasignación de riesgos. Sin embargo, estas políticas, cuya magnitud supera lo observado en la Crisis Financiera Global, reducen la capacidad de acción de las distintas instituciones en el futuro. Así, por ejemplo, el BCCh a agosto de este año ha destinado cerca del 40% de sus activos a la implementación de estas políticas (gráfico I.15). A su vez, una prolongación del shock real disminuiría la efectividad de dichas medidas, que fueron diseñadas para afrontar problemas de liquidez de forma transitoria.

En este contexto, la situación de excepción presiona a la deuda soberana, debido a la implementación de programas fiscales de apoyo. Así, el ritmo de endeudamiento soberano representa una vulnerabilidad, dada la presión de gastos y la reducción en la capacidad de generar ingresos, especialmente si se diera un escenario con condiciones de financiamiento más estrechas y donde la actividad económica no repunte. Esta situación, podría afectar en mayor magnitud a aquellas economías emergentes que no cuenten con las holguras suficientes para afrontar escenarios más adversos.

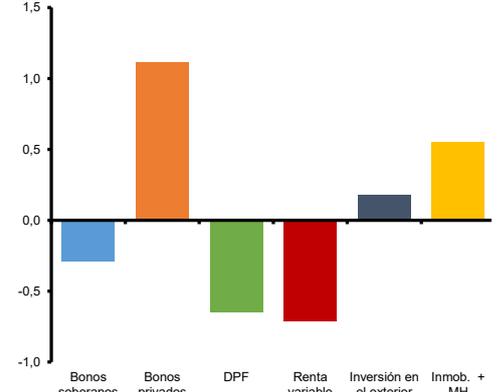
Variados eventos geopolíticos propiciarían correcciones abruptas en el apetito por riesgo global, con impactos en el costo de financiamiento de los agentes locales. En el plano internacional, diversas

GRÁFICO I.13
Patrimonio de Fondos Mutuos
(millones de UF)



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

GRÁFICO I.14
Cambio en el portafolio de las CSV – diferencia entre septiembre del 2020 y septiembre del 2019
(puntos porcentuales)



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

^{2/} La tasa media de rentas vitalicias corresponde a 1.82%, mientras que la tasa de retiro programado se ubica en 3.91%. Datos a octubre 2020. Fuente: CMF y Superintendencia de Pensiones.

tensiones podrían traducirse en una presión extra a los mercados globales y emergentes. Primero, continúan las tensiones entre EE.UU. y China que debilitan el comercio internacional. Segundo, el resultado de las elecciones en EE.UU. podría derivar en una disputa legal y recuento de votos, lo que generaría un nivel adicional de incertidumbre hasta el traspaso del mando. Tercero, las negociaciones por el Brexit podrían aumentar la incertidumbre económica y la volatilidad de los mercados. En el caso de emergentes, y en particular de nuestra región, se podría materializar una potencial inestabilidad económica producida por una emergencia sanitaria que se profundice. En dicho escenario, factores directos (i.e. comercio o vínculos financieros) como indirectos (i.e. informacionales) podrían provocar un aumento de la percepción de riesgos de la economía local, que nos expondría más a shocks agregados (Capítulo IV).

Adicionalmente, inversionistas institucionales podrían verse tensionados ante una prolongación de la pandemia y profundización del escenario *low for long* de los últimos años. Así, estos experimentarían reducciones adicionales de rentabilidad, que los obligaría a tomar mayores niveles de riesgo para compensar el menor retorno obtenido. Este fenómeno afecta especialmente a inversionistas de largo plazo. En particular, pone presión a los FP, y en especial al balance económico de las CSV que enfocan su negocio en rentas vitalicias, vía revalorización de sus pasivos netos de mayor plazo.

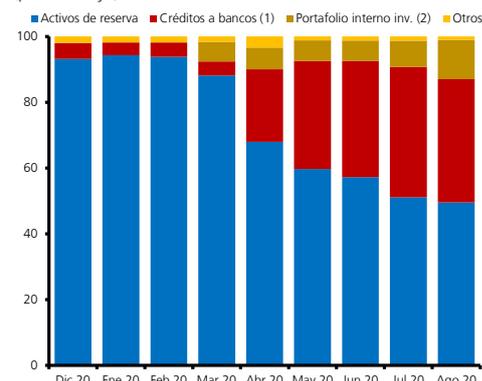
Diversos factores domésticos podrían deteriorar la percepción de riesgo de Chile y con ello afectar la estabilidad financiera local.

La economía chilena se mantiene en la parte alta de las clasificaciones de deuda soberana dentro de los países emergentes. Sin embargo, existen algunos factores que podrían deteriorar la percepción de riesgo soberano hacia adelante, y con ello, afectar las condiciones de financiamiento de la economía chilena. En los últimos años, el aumento sostenido de la deuda pública, y un deterioro del balance fiscal, ha sido acompañado de reducciones en la clasificación de riesgo de Chile (gráfico I.16).

A lo anterior, se suman desarrollos locales que podrían afectar el normal funcionamiento de los mercados financieros. En particular, con el objeto de enfrentar los efectos económicos de la emergencia sanitaria, se han propuesto una serie de medidas adicionales, que buscan dar alivios financieros en el corto plazo a empresas y hogares. No obstante, algunas de ellas podrían conllevar efectos no deseados, al dificultar la evaluación de riesgos, la determinación de precios (tasas de interés), afectar las expectativas y disminuir la capacidad para enfrentar futuras contingencias, especialmente producto de la evolución de la pandemia. Esto podría manifestarse en dificultades para la intermediación de recursos de la economía, o la necesidad de ejercer acciones correctivas para las externalidades que estas medidas podrían ocasionar, quitando espacio a otras necesidades apremiantes (Recuadro V.II).

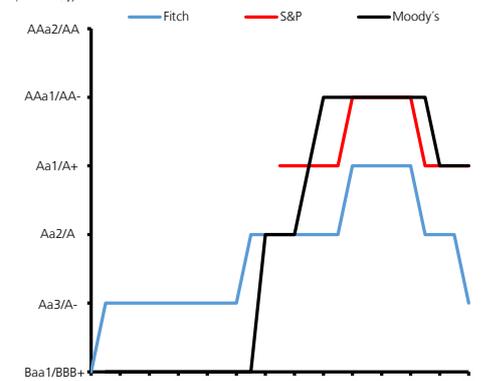
Hacia adelante se requiere especial atención en las modificaciones al marco regulatorio o exigencias legales que afecten el normal funcionamiento del sistema financiero. Así, iniciativas que afecten la liquidez y solvencia de oferentes de crédito o inversionistas

GRÁFICO I.15
Composición de los activos del Banco Central de Chile (porcentaje)



(1) Incluye FCIC, Repos y FPL.
(2) Incluye compra de bonos bancarios, DAP y CCVP.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.16
Clasificación crediticia soberana para Chile (rating)



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



institucionales, o que provoquen interrupciones en el flujo de crédito o en la intermediación de recursos de la economía, podrían limitar las posibilidades de financiamiento, en una fase de recuperación.



RECUADRO I.1 CONDICIONES FINANCIERAS, INCERTIDUMBRE Y RIESGOS ASOCIADOS

Introducción

La pandemia del Covid-19, al igual que las protestas sociales de fines del año pasado, ha tensionado de forma significativa el entorno financiero de la economía chilena. Pese a ello, las condiciones financieras locales han permanecido favorables, debido a políticas extraordinarias de liquidez y provisión de crédito. Sin embargo, en algunos mercados la volatilidad se mantiene elevada (Capítulo I).

Este Recuadro identifica, de forma sintetizada el nivel de riesgo e incertidumbre de los mercados financieros locales, y cómo estos han variado en torno a episodios críticos. Para tal efecto, se analiza la evolución reciente de dos indicadores, uno de condiciones financieras que caracteriza al mercado cambiario y de renta fija (Índice de Estrés Local, o LSI por sus siglas en inglés), y otro, que captura la incertidumbre local (Índice Diario de Incertidumbre Económica, o DEPUC por sus siglas en inglés).

Condiciones financieras en mercado cambiario y de renta fija

El LSI es un indicador que combina información de un conjunto de variables que capturarían la fuente de tensiones o estrés en el mercado de divisas y en el mercado secundario de renta fija soberana local, con el fin de medir el cambio de las condiciones financieras en dichos mercados e identificar sus principales vulnerabilidades.

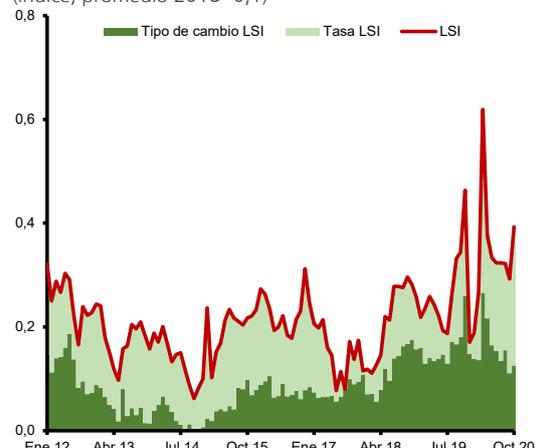
En el caso de Chile, el LSI se construye mediante el promedio de un conjunto de cuatro variables relevantes para el mercado cambiario y de renta fija, como volatilidad, spreads, indicadores de liquidez y flujos, de acuerdo a la metodología propuesta por Hollo *et al.* (2012). De este modo, el deterioro de éstas variables daría cuenta de mayores niveles de estrés, lo cual empeoraría, finalmente, las condiciones financieras en dichos mercados.

De acuerdo al LSI del mercado cambiario local, sus condiciones financieras se mantuvieron en niveles acotados y por debajo de su promedio histórico hasta comienzos de 2019, situación que se revirtió como consecuencia del aumento del costo de fondeo de mediano plazo (Gráfico I.17). En lo más reciente, las tensiones en este mercado aumentaron de forma

sustancial durante los eventos de octubre de 2019 y la crisis sanitaria como consecuencia de la mayor volatilidad del tipo de cambio.

GRÁFICO I.17

Índice de estrés Local (*)
(índice, promedio 2018=0,1)



(*) Valores menores (mayores) del índice indican condiciones financieras más holgadas (ajustadas) en los respectivos mercados. Fuente: Banco Central de Chile en base a metodología de Hollo *et al.* (2012).

En cuanto a la deuda soberana local, los programas de liquidez implementados por el Banco Central de Chile han contenido el aumento de las tasas de interés. Sin embargo, las condiciones en este mercado alcanzaron niveles ajustados como consecuencia del fuerte aumento en la volatilidad de las tasas soberanas y, en menor medida, por la menor participación de inversionistas no residentes en este mercado.

Incertidumbre económica

Por su parte, el DEPUC corresponde a una medida general de percepción e incertidumbre económica basada en la metodología de Baker *et al.* (2016) que se construye, a partir de la frecuencia de *tweets* que contienen palabras relacionadas con la economía general, acciones políticas, incertidumbre o coyuntura actual, publicados diariamente por cuentas oficiales de diversos medios de prensa escrita, noticias y radios chilenas desde el año 2012 a la fecha^{1/}.

Intuitivamente, una mayor frecuencia de cobertura de (2020) de forma contemporánea.

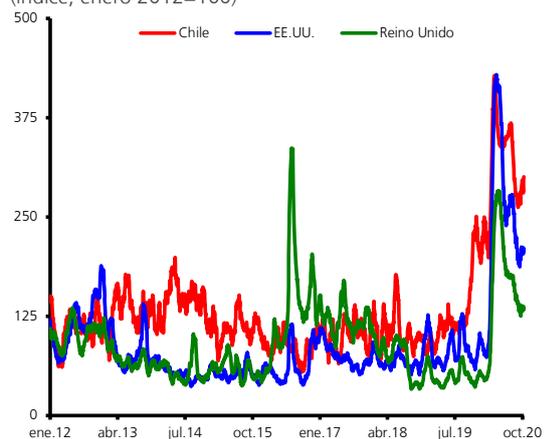
^{1/} Esto se conoce como frecuencia de cobertura. Una metodología similar ya ha sido utilizada en EE.UU. y Reino Unido por Altig *et al.*

este conjunto de palabras reflejaría un mayor grado de incertidumbre que los agentes poseerían respecto de dichos temas, el cual puede ser visto también como una *proxy* de aversión al riesgo de los agentes (Amstad *et al.*, 2020) y, por ende, de las vulnerabilidades de la economía local en este ámbito^{2/}.

incertidumbre general se mantiene en niveles elevados respecto a patrones históricos, debido a diversas noticias relacionadas con el desarrollo de la pandemia y la duración de las políticas de alivio implementadas a nivel local e internacional, mientras que la alta volatilidad en el mercado de divisas y de deuda soberana local persiste.

GRÁFICO I.18

Índice Diario de Incertidumbre Económica (*)
(índice, enero 2012=100)



(*) Media móvil a 30 días. Valores menores (mayores) del índice indican un menor (mayor) nivel de incertidumbre general.

Fuentes: Becerra y Sagner (2020) y www.policyuncertainty.com.

Esta situación configura un riesgo para la estabilidad de los mercados financieros locales, toda vez que altos niveles de volatilidad e incertidumbre podrían propiciar correcciones abruptas en el apetito por riesgo, lo cual afectaría de forma adversa los precios de diversos activos financieros, limitando de este modo el acceso a financiamiento de hogares y empresas.

Con todo, la evolución del DEPUC sugiere que desde el año 2012, la incertidumbre de la economía local se mantuvo en niveles bajos y medianamente estables (Gráfico I.18). Sin embargo, la materialización de la pandemia del Covid-19 significó un importante aumento de la incertidumbre general, la cual alcanzó niveles máximos históricos a mediados de mayo de este año. Si bien esta dinámica se observó también en otras economías, la incertidumbre local ya se encontraba en niveles elevados luego de las protestas sociales de octubre de 2019 debido a las múltiples noticias respecto de los desarrollos observados en los mercados financieros locales en aquel momento (Becerra y Sagner, 2020).

Reflexiones Finales

Las vulnerabilidades financieras de una economía son un concepto multidimensional que requiere de un set amplio de indicadores para la medición y comprensión de su evolución en el tiempo.

La dinámica reciente de los indicadores analizados sugiere que, si bien desde el IEF anterior las condiciones financieras generales de la economía local han mejorado debido a las políticas de estímulo implementadas, aún perduran elevados niveles de incertidumbre y estrés en mercados clave.

En particular, al cierre de este informe la

^{2/} Mayor información respecto a las palabras utilizadas en la

construcción del DEPUC, ver Becerra y Sagner (2020).

II. USUARIOS DE CRÉDITO

Desde el IEF anterior, la actividad económica se ha deteriorado conforme se han materializado los efectos derivados de la emergencia sanitaria. En el caso de las empresas, dicho escenario se ha traducido en una reducción de sus ingresos y un uso intensivo de las medidas de mitigación implementadas, aumentando su nivel de deuda. Por su parte, los hogares se han visto afectados por el deterioro del mercado laboral, mediante una reducción de sus ingresos. Esto implicó un deterioro del ahorro neto y utilización de los programas de apoyo disponibles. Si bien, las políticas implementadas han sido efectivas contrarrestando el shock y su potencial impacto sobre la liquidez y solvencia de muchas empresas y hogares, también han incubado ciertas vulnerabilidades frente a escenarios más estresados, dado que serían enfrentados desde una posición patrimonial deteriorada. Por esta razón, la duración de la emergencia sanitaria, de las restricciones de movilidad y la efectividad de las medidas aplicadas condicionarán la materialización de riesgos.

EMPRESAS

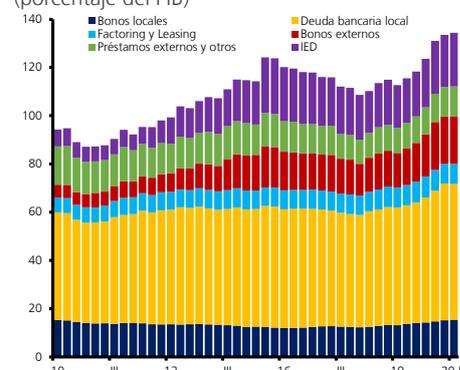
Desde el IEF anterior las empresas han enfrentado dificultades financieras relevantes producto de la emergencia sanitaria, las cuales han sido parcialmente contenidas por emisiones de deuda y acceso a crédito en condiciones favorables, lo que ha mejorado su posición de liquidez, pero también ha aumentado su apalancamiento.

La deuda de las empresas alcanzó 134% del PIB a septiembre de este año, correspondiente a un alza de 3pp en relación al primer trimestre (gráfico II.1). Durante el último año, la deuda creció un 10,7%, lo que se descompone en una variación de la componente local y externa de 4,6 y 6,2%, respectivamente. Mientras que la participación de estas en el total de la deuda se ubica en 60 y 40% (tabla II.1).

Cabe destacar que una proporción relevante de la variación de la deuda obedece a efectos cambiarios, especialmente sobre la componente externa. Así, para aislar los efectos de valoración que se producen sobre el stock de deuda, se recurre al cálculo de la variación anual de la razón de deuda a PIB, que se ubicó en 13,7% a septiembre de este año. Esta expansión se explicó —en orden decreciente de incidencia— por la depreciación del peso, un mayor crecimiento real crédito local y la caída del PIB (gráfico II.2).

GRÁFICO II.1

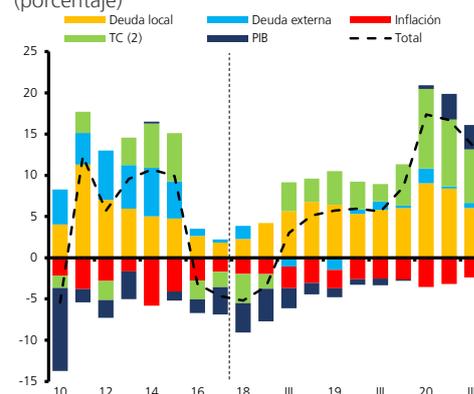
Deuda total de empresas por tipo de deuda (*) (porcentaje del PIB)



(*) Septiembre 2020 estimado con datos preliminares. Basado en información a nivel de empresas con la excepción de factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Datos trimestrales. Para mayor detalle sobre series y metodología ver set de gráficos. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Achef y la CMF.

GRÁFICO II.2

Variación anual de la razón de deuda de empresas a PIB (*) (porcentaje)



(*) Dato a septiembre de 2020 corresponde a una estimación de las fuentes de financiamiento con los datos reportados hasta la fecha. La deuda externa corresponde a bonos externos, préstamos externos, créditos comerciales más IED. Incluye información anual hasta 2017, en adelante, datos trimestrales. Tipo de cambio corresponde al promedio del último mes. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Achef y la CMF.



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	IV	IV	IV	IV	IV	I	III						
Deuda local	7,2	6,9	1,8	3,8	1,9	1,4	8,3	7,2	11,0	7,4									59,6	4,6
Préstamos bancarios y otros	9,4	7,3	2,9	5,4	1,1	0,8	7,9	6,7	10,6											
Colocaciones comerciales (2)	9,5	7,4	2,4	5,8	0,8	-0,2	7,9	7,1	11,6											
Factoring, leasing y otros (3)	8,5	6,9	6,1	3,0	3,1	7,4	7,5	4,4	4,8											
Ins. de oferta pública locales (4)	-0,8	5,3	-2,8	-3,3	5,6	4,0	10,2	9,4	12,6											
Deuda externa (5)	9,4	26,7	27,3	22,2	-6,0	-5,2	3,8	11,1	26,9									16,0	40,4	6,2
Préstamos (6)	0,3	2,9	15,2	4,3	-8,1	-19,7	6,9	10,4	21,6											
Créditos comerciales	-19,1	-0,7	-3,7	-1,2	-4,1	7,0	14,1	-4,2	-1,0											
Bonos	13,6	42,3	40,8	21,8	-7,2	-0,1	7,0	18,0	39,1											
Préstamos asociados a IED	36,0	48,4	33,1	37,8	-4,4	-4,1	-1,2	8,4	23,7											
Tipo de cambio	-7,7	11,0	15,8	14,9	-5,3	-4,5	7,1	13,0	25,7									7,6		
Total	7,9	12,9	10,5	11,0	-1,5	-1,3	6,5	8,7	16,9	10,7								100,0	10,7	

(1) Para mayor detalle sobre series y metodologías, ver set de gráficos.

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

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

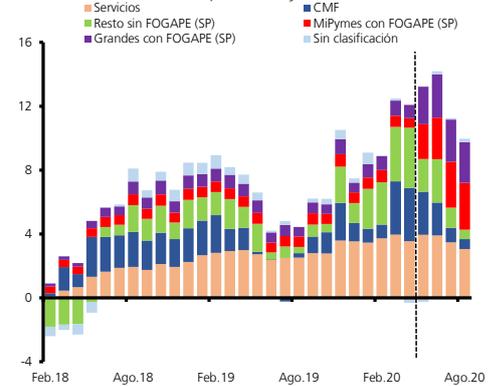
Entre las empresas de mayor tamaño, las emisiones externas de deuda mantuvieron un mayor dinamismo que las locales, explicadas en buena medida por el financiamiento a empresas estatales. En el mercado local las emisiones corporativas se han mantenido acotadas, en línea con la menor actividad económica y necesidades de inversión. Con todo, las firmas han mantenido acceso a los mercados de bonos, privilegiando la tenencia de activos líquidos, ya sea por motivos precautorios o por bajos costos de oportunidad (Capítulo I e IPoM de septiembre del 2020).

Respecto del financiamiento con la banca local, la deuda de las empresas registró un alto dinamismo en el segundo semestre del 2020, especialmente entre pequeñas y medianas empresas que regularmente se financian solo con la banca. Este grupo ha encontrado una respuesta positiva de la banca, alentada por políticas de liquidez, garantías y flexibilidad regulatoria, implementadas de manera coordinada por Hacienda, la Comisión para el Mercado Financiero y el BCCh. El mayor crecimiento de la deuda se explicó mayormente por el alto volumen de créditos con garantía estatal FOGAPE-Covid y en favorables condiciones, otorgados a partir de mayo de este año (gráfico II.3 y Capítulo III).

La alta participación de Inversión Extranjera Directa (IED), y los bajos descalces cambiarios de las empresas reportantes, continúan siendo los principales mitigadores de riesgo de crédito para la deuda externa de las empresas.

A junio del 2020, el 41% de la deuda externa de las empresas reportantes correspondía a préstamos asociados a IED, los cuales – dado su origen en una relación entre matriz y filial— tienen un menor grado de exigibilidad respecto de una obligación pactada con una institución financiera. En relación al riesgo cambiario continúa siendo acotado a pesar de la importante depreciación de la moneda local en el último año, dado que el descalce de las empresas permanece en niveles mínimos. De hecho, para las firmas reportantes a nivel agregado, la posición neta en moneda extranjera es acreedora y se ubica en torno al 1% de sus activos. Así, los pasivos en moneda extranjera de este grupo de firmas representan alrededor de 10% de sus activos. En tanto, poseen un 7% de activos moneda extranjera, junto con una posición neta en derivados activa que representa un 4% adicional. En tanto, a nivel de distribución, el conjunto de empresas con descalces cambiarios superiores a 10% de sus activos, no superan un décimo de los activos totales del sector.

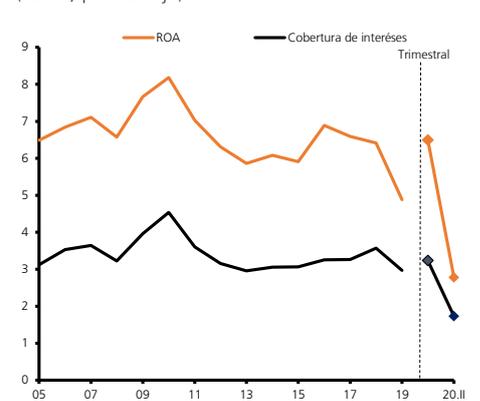
GRÁFICO II.3

Contribución al crecimiento de la deuda bancaria local (*)
(variación real anual, porcentaje)

(*) No considera personas. Se identifican firmas de los sectores productivos (SP) no CMF que han recibido créditos FOGAPE entre mayo y agosto del 2020 y se muestra su contribución al crecimiento antes y después de mayo del 2020 (línea punteada). Estrato calculado en base a micro datos de ventas a diciembre 2019 (Formulario 29, SII). MiPyme incluye empresas sin estrato. Deuda incluye contingentes y créditos de comercio exterior. Definición de empresas CMF incluye filiales directas.

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

GRÁFICO II.4

Evolución histórica de indicadores (*)
(veces, porcentaje)

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

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

Al segundo trimestre los indicadores financieros presentaban un deterioro para las firmas reportantes, en línea con la caída en la actividad económica. No obstante, los indicadores de liquidez presentaron mejoras.

La rentabilidad sobre activos de las empresas alcanzó 2,8%, mientras que la cobertura de intereses se ubicó en 1,7 veces, cifras que se comparan negativamente con 6,5% y 3,2 veces del año anterior, respectivamente (gráfico II.4). Este deterioro no se había registrado desde los años noventa, y se asocia a menores ingresos dada la caída en actividad producto de la emergencia sanitaria. Esto se reflejó en una reducción generalizada de las utilidades, a pesar de registrarse una contención de los gastos financieros respecto a trimestres previos.

Para dimensionar lo anterior, se cuantifica la cantidad de empresas que registraron una caída en su cobertura de intereses, utilizando información histórica de balances individuales de empresas reportantes a la CMF^{1/}. Los resultados muestran que en períodos de crisis aumenta de manera importante el número de empresas que no logra cubrir sus gastos, siendo la crisis actual la que registra la mayor magnitud histórica. Esto se debe a que incluso las firmas de gran tamaño, con activos sobre \$1.000 miles de millones; han reportado caídas en sus utilidades.

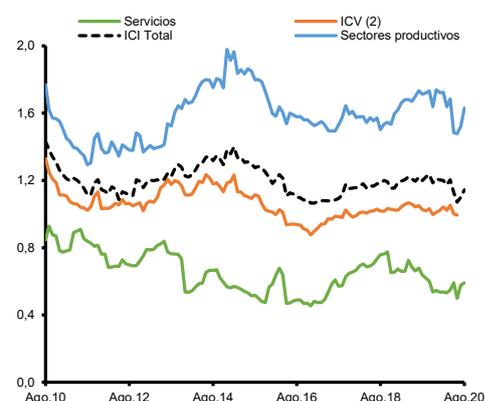
En relación a los indicadores de liquidez, se apreció una mejora en el segundo trimestre del 2020, debido a que el mayor endeudamiento de las firmas estuvo asociado a un incremento de sus activos corrientes. En este sentido, entre fines del 2019 y el segundo trimestre del 2020, se registró un aumento del flujo de caja de 1,5 a 2,1% (como porcentaje de los activos), impulsado por un aumento del flujo de financiamiento, desde 1,5 a 3,1% (de los activos) y acotadas inversiones, cuyo flujo tuvo un leve ajuste desde 3,5 a 3,8% (de los activos) en igual período.

Las quiebras y liquidaciones de firmas e indicadores tradicionales de morosidad se mantienen estables, ante la incidencia de las reprogramaciones y facilidades de crédito vigentes.

Pese a la significativa contracción de la economía y deterioro en indicadores financieros, no se ha registrado un aumento importante en el número de empresas que iniciaron procesos concursales. En particular, las liquidaciones se concentraron en solicitudes voluntarias y de personas en primera categoría^{2/}. A su vez, el Indicador de Cuota Impaga (ICI) muestra cierta estabilidad (gráfico II.5). En estos resultados han incidido las medidas de mitigación implementadas por reguladores, entre las que se cuentan las facilidades que apoyan la reprogramación de créditos realizada por la banca. Estas operaciones se han concentrado en empresas de la cartera grupal de los bancos, donde alrededor de un 40% del stock de créditos han sido reprogramados. Al tener la posibilidad de postergar cuotas en condiciones favorables de tasa de interés, las

GRÁFICO II.5

Índice de cuota impaga (1)
(porcentaje de las colocaciones)



(1) Colocaciones no consideran créditos contingentes. La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al año 2019. Los resultados están sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información. Incluye créditos sin clasificación sectorial y a personas. (2) Índice de cartera vencida considera créditos contingentes en las colocaciones y no COMEX.

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

^{1/} Este ejercicio se realiza con datos históricos entre 1991 y marzo del 2020.

^{2/} Sin perjuicio de lo anterior, es posible que el procedimiento operativo involucrado provoque un rezago en la materialización de las quiebras. En este sentido, el IPoM de septiembre daba cuenta de un número relevante de firmas que reducían sus ventas de forma significativa o no reportaban dicha información, lo que daría cuenta de un deterioro relevante.



firmas que han sufrido caídas en sus ingresos, han diferido el pago de sus obligaciones, disminuyendo así su carga financiera y aumentando su capacidad de pago.

Sin embargo, en caso de presentarse un escenario con una recuperación que tarde más tiempo del presupuestado, el alivio temporal de esta medida podría perder efectividad. En ese caso, las firmas que reprogramaron sus créditos podrían comportarse en forma similar a lo que indican los datos históricos domésticos y de otras jurisdicciones. Es decir, disminuir la probabilidad de incumplimiento en forma contemporánea a la reprogramación y aumentarla a medida que transcurre el tiempo. De este modo, el potencial aumento del impago de estas firmas dependerá del ritmo y magnitud de la recuperación económica y del acceso a nuevas facilidades, en caso que el escenario haga necesario extenderlas o adecuarlas (Recuadro III.1).

EJERCICIOS DE TENSIÓN PARA EMPRESAS

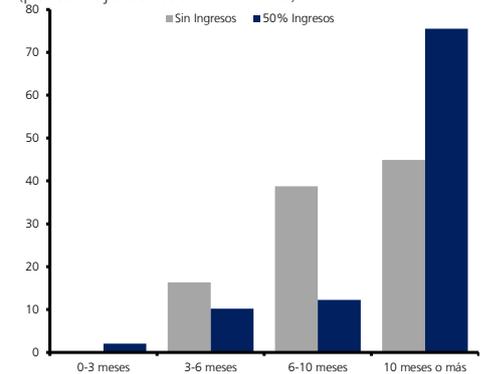
Escenarios de tensión, que involucran una prolongación de la restricción de las ventas o una caída mayor de la actividad de la prevista, señalan que aun cuando ha mejorado liquidez, una fracción relevante de las firmas podrían ver comprometida su capacidad de pago de deudas y su solvencia.

En esta sección se realizan varios ejercicios para analizar el impacto de distintos shocks sobre las vulnerabilidades de las firmas reportantes a la CMF y aquellas con deuda bancaria local: (i) posición de liquidez frente a una caída de ingresos, (ii) caídas de rentabilidad ante un escenario que replica períodos de crisis, e (iii) impagos percibidos por la banca frente a caída de calidad crediticia de la cartera.

Para evaluar la posición de liquidez de las firmas frente a una prolongación de la caída en ventas del sector corporativo, se realiza un ejercicio de tensión a las firmas reportantes a CMF con información a junio de este año. El escenario de estrés utilizado es uno donde las empresas dejan de percibir ingresos a partir de la fecha de la información base, tras lo cual se contabiliza el número de meses durante los cuales pueden solventar sus gastos. Los resultados para los flujos de caja indican que, bajo el escenario descrito, un 16% de las empresas podría cubrir sus gastos por menos de seis meses sin percibir ingresos. Cabe notar que esta proporción es significativamente menor al 53% reportado en el IEF anterior, con información a marzo (gráfico II.6)³. Asimismo, se observa un aumento significativo de las firmas que pueden cubrir sus gastos por 10 meses o más sin percibir ingresos, que pasa desde un 7% en el IEF anterior a un 45% en el actual. Esta mejora se debe a un aumento en la posición de liquidez promedio, pese a que muestra alta heterogeneidad entre sectores.

En un ejercicio alternativo, que permite evaluar la situación financiera del mismo grupo de firmas reportantes a la CMF, se define un escenario de tensión compuesto por una caída en actividad como la observada durante la crisis financiera global, un

GRÁFICO II.6
Meses de caja
(porcentaje del total de firmas)



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

^{3/} Cabe destacar que en el ejercicio del Informe anterior la muestra consistía de 30 firmas reportantes, mientras que en el ejercicio actual se incluyen 50 empresas.

aumento de costo de fondeo —de 250pb anual en bonos y hasta 150pb anual en deuda bancaria— y una depreciación cambiaria de 20% anual. Con este escenario, y a partir de la situación del balance de las compañías a diciembre del 2019, se proyectan las utilidades de las empresas, a modo de determinar la proporción de aquellas que incurrirían en pérdidas (Espinosa et al., 2017). Los resultados dan cuenta de un empeoramiento en la situación financiera de las firmas respecto del IEF anterior y por encima de períodos anteriores de fragilidad. Así, las estimaciones indican que un 37% de las empresas que reportan a la CMF registraría pérdidas al cierre del 2021 bajo el escenario de tensión antes descrito, donde casi la totalidad de este resultado se debe a la acción del shock de actividad (gráfico II.7). Por lo tanto, aun cuando exista una mejor posición de liquidez, la prolongación de la crisis puede llevar a pérdidas que dificulten la recuperación de estas firmas.

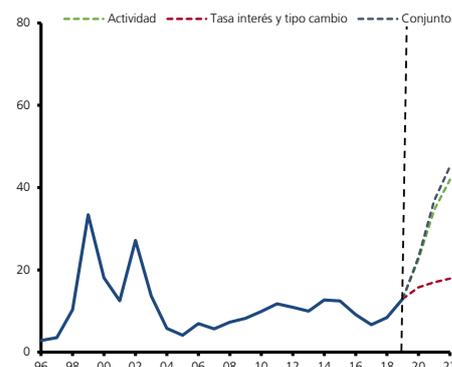
Entre las firmas con dependencia al financiamiento bancario local, las actuales políticas de mitigación han permitido mantener indicadores de riesgo acotados, pero podrían incubar algunas vulnerabilidades frente a un escenario que permanezca deteriorado más tiempo de lo previsto.

Las políticas implementadas han permitido mitigar los efectos de la emergencia sanitaria, reduciendo el riesgo de quiebras o cierres de empresas. Estas medidas, han ayudado a resolver problemas de liquidez, pero al mismo tiempo implican un aumento en el apalancamiento de las empresas. Dicho incremento no representaría mayores riesgos si la caída de ingresos fuese breve y la recuperación mostrara dinamismo. Sin embargo, la prolongación de la emergencia sanitaria más allá de lo previsto presentaría desafíos relevantes, toda vez que las holguras de política se han estrechado.

El aumento del nivel de deuda podría exponer al sector bancario a mayores impagos, frente a un escenario de recuperación más lenta de la actividad. Al mes de septiembre se aprecia un ligero aumento de la deuda en riesgo (DeR)^{4/} de firmas en la cartera comercial de evaluación individual de la banca respecto del IEF previo. Este incremento, se explica por la mayor exposición del sector bancario a empresas de menor calidad crediticia. En tanto, un escenario de tensión que supone un deterioro generalizado de las clasificaciones de riesgo de las firmas, debido al escenario de contracción económica —sin mediar mitigadores como por ejemplo garantías estatales— sugiere que se podría aumentar la DeR de manera significativa. Así, en un escenario intermedio —con un aumento de la probabilidad de impago consistente con una caída de dos categorías crediticias— la DeR podría llegar a 3% del PIB, lo que se compara con un 2,6%, calculado para enero (gráfico II.8). Por otra parte, el aumento en la probabilidad de impago puede ser heterogéneo entre firmas. En particular, se estima que en un

GRÁFICO II.7

Empresas con pérdidas, por tipo de shock (*) (porcentaje de los activos totales)

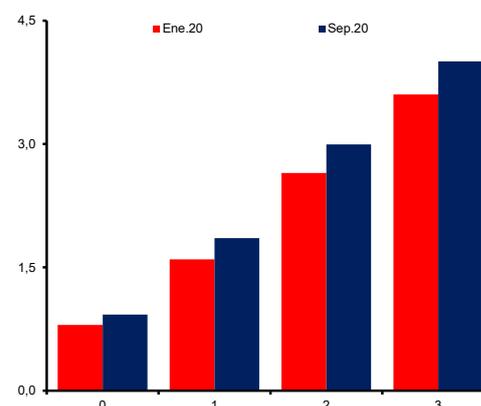


(*) Basado en información a nivel individual de empresas con periodicidad anual. No considera empresas estatales, mineras ni financieras. Los efectos de los shocks se evalúan en un horizonte de tres años, a partir de la línea punteada. Existen problemas de reporte durante el año 2009 debido a la transición de normas contables FECU a IFRS. Para mayor detalle sobre series y metodología ver Espinosa et al. (2017).

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

GRÁFICO II.8

Deuda comercial en riesgo (*) (porcentaje del PIB)



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

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

^{4/} El ejercicio de Deuda en Riesgo, se basa en la cartera normal de evaluación individual que 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. Para mayor detalle ver IEF semestre anterior.



escenario en que la recuperación de la actividad sea más lenta de lo esperado, la probabilidad de impago, para aquellas firmas más apalancadas, se incrementaría más que para aquellas firmas con menores razones de deuda a ventas (Recuadro II.1).

En síntesis, los impactos económicos de la emergencia sanitaria aún no son del todo cuantificables, toda vez que aún hay eventos en desarrollo y los mitigadores siguen activos. Las medidas adoptadas por las autoridades desde marzo en adelante han sido efectivas en aumentar la liquidez de las firmas y reducir los efectos de la menor actividad sobre el impago. Sin embargo, la incertidumbre acerca de la duración de la emergencia sanitaria y el ritmo de recuperación de la economía se mantienen latentes. La profunda caída en actividad y el mayor endeudamiento, han incrementado las vulnerabilidades de estos agentes y pone presión sobre los balances de los bancos. No obstante, en el caso de los créditos FOGAPE-Covid, la existencia de garantías estatales reduce el riesgo para la banca, pero incrementa los pasivos contingentes del Estado (Recuadro II.1). Hacia adelante será relevante monitorear la reactivación y sus efectos en los ingresos de las firmas, así como el retiro de las políticas implementadas, y cómo responderán las empresas al enfrentar el pago de sus obligaciones postergadas y sus efectos en la banca y el gasto fiscal.

SECTOR INMOBILIARIO

Desde el Informe anterior, la actividad en el sector inmobiliario residencial se ha mantenido debilitada producto de la actual coyuntura, aunque se observa alguna recuperación en los últimos meses.

Al igual que lo reportado en el Informe anterior, el sector inmobiliario residencial continúa presentando un menor dinamismo en comparación con años previos, afectado tanto por la crisis social de octubre de 2019, como por la actual crisis sanitaria y económica. Este contexto ha forzado a distintas firmas del sector a realizar ajustes en sus operaciones, con el objetivo de afrontar los menores niveles de ventas y la paralización de proyectos. A su vez, la menor actividad económica y el deterioro del empleo han aumentado las holguras (vacancias) y reducido el dinamismo de los precios de vivienda, incluso registrándose caídas en el mercado de arriendo.

Lo anterior tensiona una vulnerabilidad destacada en Informes previos; la alta participación de los inversionistas minoristas apalancados en la cartera hipotecaria. Lo anterior, por cuanto el deterioro del empleo pudiera afectar no solo a quienes pierden su fuente laboral de forma directa, sino también, a aquellos que dependen del pago de arriendo para servir su deuda hipotecaria. El despliegue de mitigadores ha sido efectivo evitando que esta vulnerabilidad se haya materializado en episodios de impago masivos.

Por su parte, en el mercado inmobiliario no residencial, en particular, en el segmento de oficinas de alto estándar, la emergencia sanitaria llegó en un momento de bajas holguras, lo que atenúa el impacto sobre los precios de arriendo. No obstante, el aumento en la participación del teletrabajo dentro de la jornada laboral, sugiere una menor demanda por espacios físicos de

oficinas, lo que podría materializarse de forma paulatina a medida que se renueven contratos de arriendo.

La venta de viviendas nuevas en la Región Metropolitana (RM) se estabilizó al tercer trimestre del 2020. En tanto, se observa una moderación en el crecimiento de los precios de venta y caídas en el valor de los arriendos.

Información de la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) indicó que las ventas de viviendas nuevas se redujeron 23% en el tercer trimestre del 2020 respecto al año anterior, lo que representa una mejora luego de la caída de 64% observada en el trimestre anterior (gráfico II.9). Tanto el menor dinamismo del segundo trimestre, como la parcial recuperación del tercero, han afectado con mayor intensidad al segmento de departamentos.

Con respecto al estado de obra de las unidades vendidas, las que se encuentran próximas a su entrega (terminadas y en terminaciones) se han mantenido en torno a 40%, mientras que la venta de aquellas sin ejecución presentó un aumento, alcanzando casi un 30% de las ventas totales. Por el lado de la oferta de viviendas nuevas en la RM, se observa que esta aumentó alcanzando más de 50 mil unidades, motivadas principalmente por el mercado de departamentos. A pesar de la mayor oferta, gran parte de ésta se encuentra en etapas iniciales de construcción (gráfico II.10), lo que mitigaría necesidades de liquidación por parte de empresas del sector. No obstante, la reciente reapertura de las obras detenidas, combinada con un menor ritmo de ventas, podría provocar un aumento en la madurez del stock y así, generar incentivos a la liquidación, generando presión sobre los precios.

Como se mencionó en el Informe anterior, las necesidades de liquidez de las distintas empresas cobraron un rol relevante en la actual coyuntura. De esta forma, la duración de la pandemia y la efectividad de las medidas de apoyo a las empresas, serán claves en la recuperación del sector. Información de mercado sugiere que podrían existir ajustes significativos en los niveles de inversión, los que se materializarían paulatinamente, debido a la no renovación de proyectos una vez finalizados aquellos que se encuentran en ejecución. Una mayor actividad en el segmento con subsidios podría compensar dicha situación.

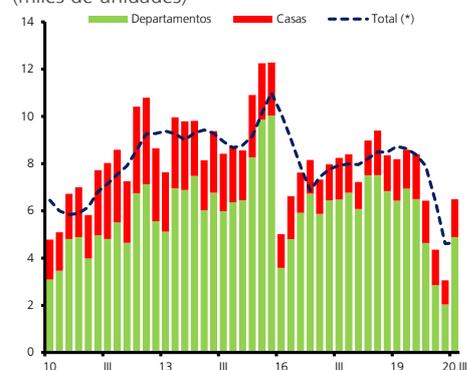
Por su parte, de acuerdo a diversas fuentes, el crecimiento en los precios de vivienda se mantuvo en torno a 4% real anual al segundo trimestre. Esto representa una moderación con respecto a años anteriores, en una tendencia iniciada a comienzos de este año. Esta situación es similar para las distintas zonas del país y transversal por tipo de vivienda (gráfico II.11).

En el mercado de arriendo residencial se han observado caídas relevantes y transversales de precios al tercer trimestre, tanto a través de comunas como por tipo de viviendas. Estos menores precios se han dado en un contexto de mayores holguras –de acuerdo a lo indicado por la tasa de avisaje, que mide la disponibilidad de viviendas para arriendo, de acuerdo al número de avisos publicados en un portal web^{5/} y a la duración de éstos. Cabe

^{5/} Mercado Libre (Portallnmobiliario).

GRÁFICO II.9

Venta de viviendas nuevas en Santiago (*)
(miles de unidades)

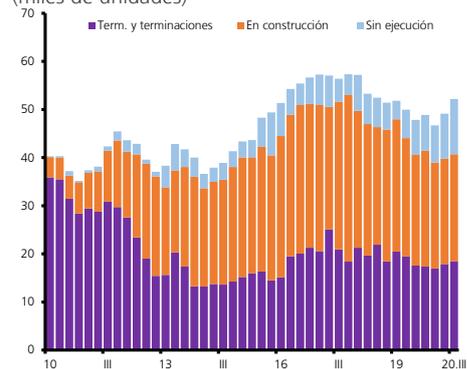


(*) Promedio Móvil Anual.

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

GRÁFICO II.10

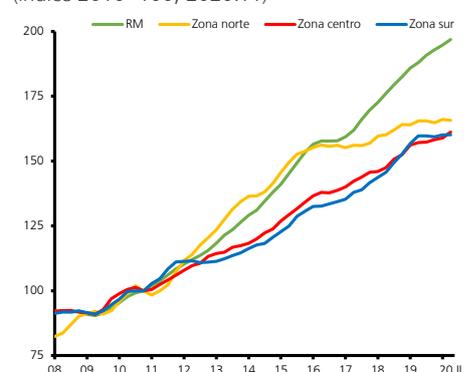
Oferta disponible de viviendas nuevas en Santiago (*)
(miles de unidades)



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

GRÁFICO II.11

Precios de viviendas por macrozonas (*)
(índice 2010=100, 2020.T1)



(*) Medias móviles anuales.

Fuente: Banco Central de Chile.



señalar que, la mayor tasa de avisaje se concentra principalmente en departamentos, y fue impulsada por una mayor permanencia de los avisos publicados (gráfico II.12). Esta tendencia, de menores precios de arriendos y mayores holguras en este mercado, también se observa en las principales conurbaciones del país. Por su parte, la combinación de menores precios de arriendo y estabilidad en los precios de venta ha reducido la rentabilidad bruta de la estrategia comprar para arrendar, la que al tercer trimestre se ubicó por debajo de 5% real anual. Esta rentabilidad, alcanzó los menores niveles desde el 2012 y la disminución en los últimos años coincide con un periodo de caídas en las tasas de colocación y una reducción generalizada en la rentabilidad de distintas clases de activos.

El reciente deterioro en el mercado de arriendo residencial ha disminuido la capacidad de pago de aquellos deudores hipotecarios que dependen del arriendo para pagar sus créditos hipotecarios (inversionistas minoristas apalancados). En este sentido, los mitigadores implementados, como el programa de protección al empleo, la flexibilización de la normativa para reprogramar créditos en cuotas, y la postergación de pagos, han contribuido de manera relevante a aliviar estas presiones y mantener contenido el impago.

Pese a una caída relevante en las tasas de créditos hipotecarios, la banca ha adoptado una actitud más cautelosa en el otorgamiento de créditos ante una mayor percepción de riesgos.

El crecimiento de la deuda hipotecaria continuó desacelerándose en el tercer trimestre de 2020 y alcanzó un crecimiento de 6% real anual, motivado principalmente por menores montos promedios. Esto se encuentra en línea con información del mercado que reporta una caída en las ventas de viviendas de mayor valor. Por su parte, las tasas de colocación para créditos hipotecarios se han reducido en los últimos meses, acercándose a los niveles observados a mediados de 2019 (gráfico II.15 y Capítulo III).

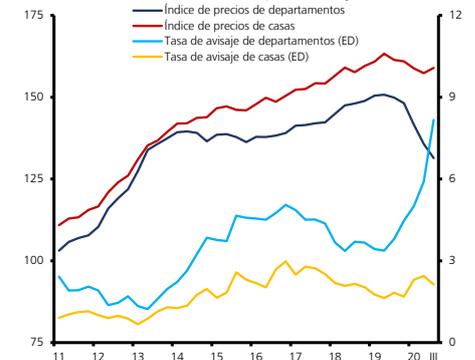
La información a junio del 2020, indicaba que la relación deuda a garantía aumentó levemente su participación en créditos financiados entre 80 y 90% respecto del 2019 (gráfico II.13). Por su parte, de acuerdo a la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) para el tercer trimestre de este año, los bancos reportan una demanda que continúa debilitándose, mientras que la oferta de crédito se mantiene algo más restrictiva, frente a una mayor percepción de riesgos y un entorno económico más debilitado.

La participación de los deudores con más de un crédito hipotecario se redujo levemente respecto del cierre del año previo, ubicándose cercana a 30% del stock de deuda hipotecaria bancaria al segundo trimestre (gráfico II.14). Esto ha estado en línea con el menor nivel de ventas reportado en los últimos meses. De la misma manera, los deudores con más de una vivienda en la misma región, financiada con crédito, mantenían su participación en torno a 20% del total de clientes hipotecarios a fines de 2019.

Con respecto a aquellas empresas que reportan a la CMF, éstas presentaron un crecimiento anual de casi 20% en los desistimientos en el segundo trimestre del 2020, aunque con mayor heterogeneidad que en periodos anteriores (anexo estadístico). Por su parte, empresas inmobiliarias y constructoras que no reportan a

GRÁFICO II.12

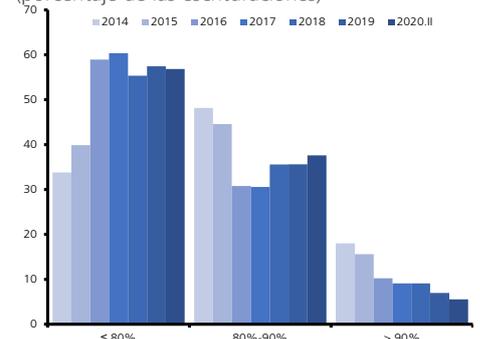
Precios de arriendo y tasa de avisaje (*)
(Índice base 2007:T1=100, porcentaje)



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

GRÁFICO II.13

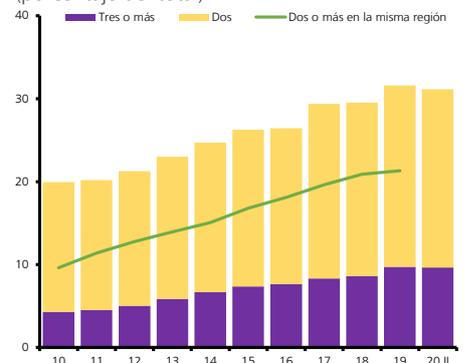
Razón deuda a garantía
(porcentaje de las escrituraciones)



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

GRÁFICO II.14

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



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

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

la CMF, y que en su mayoría se financian con la banca local, presentaron aumentos en sus indicadores de impago al tercer trimestre del 2020.

En el mercado inmobiliario no residencial los precios de arriendo de oficinas se mantuvieron, mientras que las tasas de vacancia aumentaron.

Así, la tasa de vacancia para oficinas A/A+, alcanzó un 4,8%. Lo anterior, se asocia, principalmente, a la escasa entrada de nueva oferta. Por su parte, la tasa de vacancia para oficinas clase B revirtió su tendencia a la baja y se ubicó en 7,3% (anexo estadístico).

Debido a la escasa entrada de proyectos en los últimos años, la actual emergencia sanitaria encuentra a este sector en una situación relativamente favorable en términos de holguras. No obstante, el aumento en la modalidad del trabajo remoto y la necesidad de mantener mayor distanciamiento en espacios cerrados generará cambios y reacomodos en este mercado, los que se reflejarán de forma paulatina en la medida que se renueven los contratos.

En síntesis, el sector inmobiliario residencial presenta una menor actividad respecto de la observada en años recientes. Si bien, esta situación ha mostrado ciertas señales de mejora en los últimos meses, han aumentado las holguras de manera relevante. En este sentido, las caídas en los precios de arriendo junto con el aumento de las unidades disponibles, tensionan la liquidez de los inversionistas minoristas apalancados. El principal riesgo para el sector se refiere a una prolongación de la emergencia sanitaria más allá de lo esperado, lo cual retrasaría la recuperación y mantendría las ventas en niveles bajos, dificultando el manejo de inventarios, presionando los precios a la baja y afectando la solvencia de los agentes del sector.

HOGARES

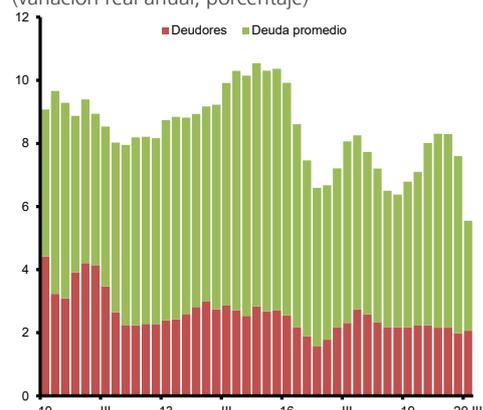
En el actual escenario, los hogares siguen enfrentados a una importante reducción de ingresos producto del deterioro en el mercado laboral. Una amplia gama de medidas de apoyo ha sido desplegada para mitigar los efectos adversos de esta coyuntura.

Desde el IEF anterior, la deuda de los hogares continuó con la tendencia de menor dinamismo iniciada a fines del año pasado, expandiéndose en un 2,4% real anual al segundo trimestre del 2020 (tabla II.2). Dicho valor, es el menor registrado desde igual periodo del 2009. Esta tendencia decreciente ha coincidido con la implementación de medidas de confinamiento, menor actividad e incertidumbre respecto del devenir de la pandemia, elementos que en su conjunto han reducido el consumo de las familias y, en contrapunto, aumentado sus motivos para incurrir en ahorro precautorio cuando ha sido posible.

La deuda hipotecaria ha profundizado la moderación de su expansión, creciendo cerca de 6% real anual al tercer trimestre (gráfico II.15). Su evolución ha estado principalmente explicada por menores montos promedios, los cuales han reducido sus tasas de crecimiento principalmente en deudas por sobre 10.000 UF (gráfico II.16), esto está en línea con la menor concentración de deuda

GRÁFICO II.15

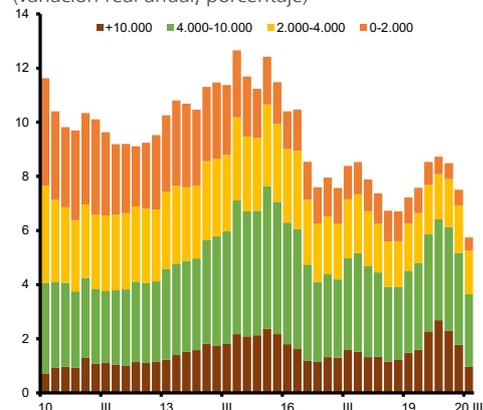
Deuda hipotecaria bancaria
(variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO II.16

Deuda hipotecaria bancaria por tramos de deuda
(variación real anual, porcentaje)



(* Tramos de saldo de deuda para cada periodo en UF.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



hipotecaria vista en los últimos trimestres (gráfico II.14) y con el menor flujo de ventas de viviendas de alto valor.

TABLA II.2

Deuda de los hogares (*)
(variación real anual, porcentaje del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019				2020		Cont. al	Part.
	IV	I	II	III	IV	I	II	crec.							
Crecimiento real anual															
Hipotecaria	7,6	8,9	9,9	9,6	6,7	8,1	6,5	6,9	7,2	8,0	8,1	7,8	7,1	4,0	60,6
Bancaria	8,3	9,1	10,5	10,6	6,6	8,3	6,4	6,8	7,1	8,0	8,3	8,3	7,6	4,0	55,3
No bancaria	2,5	6,9	4,7	1,1	7,9	6,4	7,8	8,4	7,4	7,9	5,7	2,6	1,9	0,1	5,3
No Hipotecaria	6,9	8,4	3,5	5,7	6,8	6,9	7,3	8,2	6,8	6,7	4,6	0,6	-3,9	-1,7	39,4
Total	7,3	8,7	7,1	7,9	6,7	7,6	6,8	7,5	7,0	7,5	6,6	4,7	2,4	2,4	100
En relación al PIB															
Hipotecaria	21	22	24	25	26	27	28	28	28	29	30	30	31		
No Hipotecaria (*)	17	18	18	18	19	19	20	20	21	21	21	20	20		
Total	38	40	42	43	45	46	48	48	49	49	50	50	51		

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

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

Por su parte, la deuda no hipotecaria tuvo una variación real anual de -3,9% en el segundo trimestre, siendo el componente bancario el que incide principalmente en la caída de la expansión del endeudamiento del sector (gráfico II.17).

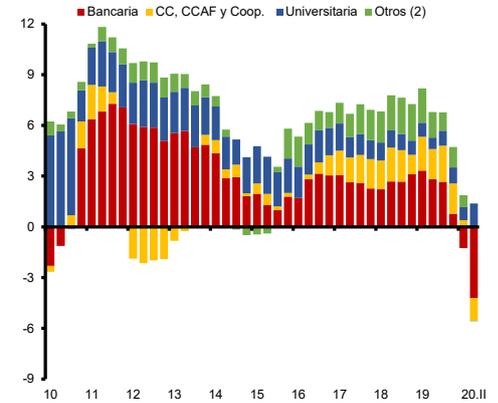
Las medidas de confinamiento para contener la pandemia han generado una importante caída del empleo y dificultado la generación de ingresos para los hogares, afectando con mayor intensidad a los de menores ingresos. Ante esta coyuntura, los hogares han utilizado ahorros, reducido gastos, postergado pagos (Recuadro III.1) y aumentado su deuda cuando ha sido posible. Con todo, información de encuestas indica que la fracción de hogares que no logran solventar sus gastos aumentó de manera importante hacia mediados de año. En particular, el sondeo realizado por el Ministerio de Desarrollo Social entre fines de junio y principios de agosto mostraba que cerca de la mitad de los hogares no logró cubrir sus gastos, cuando hace un año dicha cifra sólo alcanzaba un 17% (gráfico II.18). Por su parte, la encuesta longitudinal de Empleo Covid del Centro UC daba cuenta de una mejora en la cobertura de gastos entre mayo y agosto, pasando de 33 a 20% los hogares que no pudieron cubrir sus gastos. Esto último coincidió con la implementación de nuevas medidas de apoyo a las familias y con el relajamiento de las medidas de confinamiento.

Las medidas compensatorias dirigidas a los hogares han estabilizado su carga financiera, pero su endeudamiento aumenta debido a una caída en ingresos y deudas que se mantienen.

En relación al IEF anterior, la deuda de los hogares se mantuvo sin mayor cambio en torno a 50% del PIB a nivel agregado. No obstante, se observó un alza de la razón de deuda a ingresos de las familias, producto la reducción en el denominador y el efecto de menor amortización de deuda entre quienes han reprogramado sus créditos. Así, esta razón aumentó desde 5 a 5,8 veces el ingreso entre marzo y septiembre de este año, para el deudor bancario asalariado mediano. En tanto, la postergación de cuotas de créditos ha estabilizado temporalmente la carga financiera o servicio de deuda efectiva de los hogares, lo cual contrarrestó los menores

GRÁFICO II.17

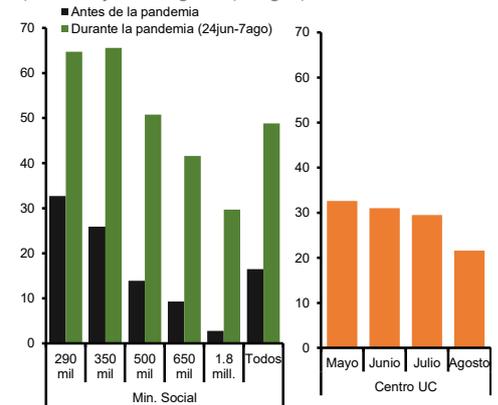
Deuda no hipotecaria
(variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO II.18

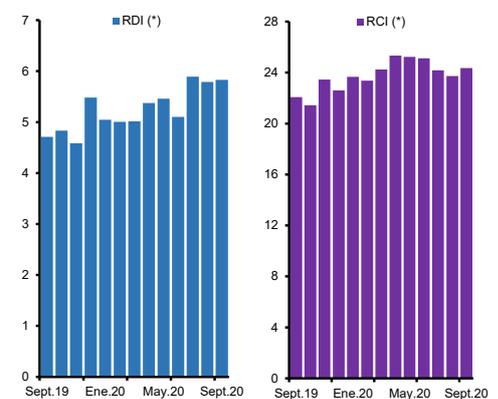
Hogares que no logran cubrir sus gastos
(porcentaje de hogares por grupo o fecha)



Fuente: Encuesta Social Covid del Ministerio de Desarrollo Social y Encuesta de Empleo Covid del Centro UC.

GRÁFICO II.19

Indicadores para deudores bancarios asalariados
(veces el ingreso mensual: porcentaje del ingreso mensual)



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

ingresos, llevando a que el indicador de carga sobre ingreso se mantuviera sin mayores variaciones, ubicándose algo por debajo de 25% del ingreso mensual para el deudor mediano (gráfico II.19).

Los programas de ayuda directa, subsidios y postergaciones de pago, entre otros, han sido ampliamente utilizados por los hogares y han resultado centrales en mitigar el *shock* adverso y prevenir un mayor nivel de impago. En el caso de las reprogramaciones hipotecarias, estas han llevado a una mejora transversal en la situación de pago, ubicando los indicadores de impago efectivo en mínimos históricos (gráfico II.20). Lo anterior contrasta con mayores provisiones bancarias (Capítulo III), las que tienen implícito el riesgo de crédito no materializado que pudiese emerger una vez que las postergaciones expiren y los deudores deban volver a pagar sus obligaciones. La experiencia, tanto internacional como local, indica que históricamente las reprogramaciones han sido altamente efectivas para mitigar el riesgo de crédito en el corto plazo. Sin embargo, en ocasiones el impago eventualmente se materializa, limitando el acceso futuro al crédito (Bergant y Kockerols, 2020 y Córdova y Toledo, 2020). Así, si se aplicara una política de reprogramaciones universales, aunque redundaría en un menor riesgo de crédito hoy, se podría traducir más tarde en episodios de impago masivos de alto costo tanto para deudores como acreedores. Esto afectaría la capacidad de provisión de crédito por parte de la banca (Recuadro III.1).

El amplio despliegue de medidas de mitigación ha mantenido contenidos los aumentos en impago bancario entre los hogares.

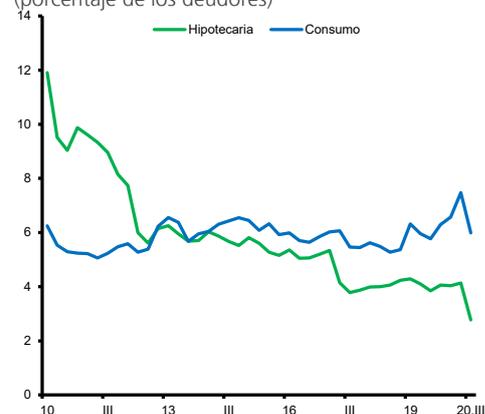
La tasa de incumplimiento de consumo alcanzó un valor cercano a su promedio histórico, con una reciente caída que coincidió con el retiro de fondos previsionales a principios de agosto. Así, a septiembre alrededor de 6% de los deudores de consumo bancarios mantenía al menos una cuota impaga por más de tres meses. En contraste, el incumplimiento hipotecario ha mantenido su secular tendencia decreciente alcanzando mínimos históricos, afectando a menos del 3% de los deudores hipotecarios bancarios a septiembre (gráfico II.20). El accionar de las políticas implementadas ha sido efectivo compensando la pérdida de ingresos y ha permitido postergar pagos de deuda, lo cual ha evitado la ocurrencia de impago bancario.

Los mitigadores han sido efectivos como apoyo para las finanzas de los hogares durante esta coyuntura. Sin embargo, podrían incubar ciertas vulnerabilidades ante una prolongación de la emergencia sanitaria. El uso de ahorros de largo plazo ha erosionado la posición neta de activos de las familias, lo que afectará su situación financiera en el futuro.

El retiro de fondos previsionales fue aprobado como medida de carácter excepcional y única por el Congreso Nacional, en atención a las caídas de los ingresos de muchos hogares. Esta facilidad ha sido utilizada por un amplio número de personas, al cierre de este Informe cerca de 90% de los afiliados al sistema de pensiones había solicitado retirar fondos desde sus cuentas de capitalización individual obligatoria, alrededor de la mitad de estos afiliados se encuentran bancarizados. Estimaciones internas para este grupo, indican que cerca de un 15% de lo girado de las cuentas de capitalización por parte de quienes mantenían deuda impaga en la

GRÁFICO II.20

Tasa de incumplimiento bancario por cartera (*) (porcentaje de los deudores)



(*) Tasa de incumplimiento de tres o más cuotas mensuales impagas.

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



banca, se destinó a regularizar dicha situación. Mientras que una fracción algo mayor se habría destinado a alguna modalidad de ahorro. Con esto, alrededor de la mitad del retiro de fondos se dedicaría al consumo, reduciendo en la misma magnitud el ahorro neto de los hogares. Este menor ahorro previsional produce un impacto de largo plazo a través de su incidencia sobre el ahorro nacional y la inversión.

EJERCICIO DE TENSIÓN PARA HOGARES

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 15%. En el segundo escenario, la tasa de desempleo se eleva hasta 18% en un año. En ambos ejercicios la destrucción de empleos se concentra en los sectores de construcción, comercio y otros servicios. Estos escenarios no corresponden a proyecciones del rumbo futuro del mercado laboral, sino que permiten ilustrar la relevancia del canal de la pérdida de ingreso en las finanzas de los hogares y en los efectos para la banca. No obstante, el ejercicio no es totalmente hipotético pues reproduce, a partir del tercer trimestre del 2020, una evolución del mercado laboral que repetiría el patrón visto durante la crisis asiática, desde el primer trimestre de 1998.

A las medidas de mitigación consideradas en el IEF anterior se suman la Ley de Protección del Empleo (LPE), el retiro de fondos previsionales, el ingreso familiar de emergencia, el bono clase media y el subsidio de arriendo. Bajo el escenario de menor creación neta de empleo, los mitigadores vinculados a la LPE, retiro de fondos previsionales, y a las transferencias directas tienen mayor impacto relativo.

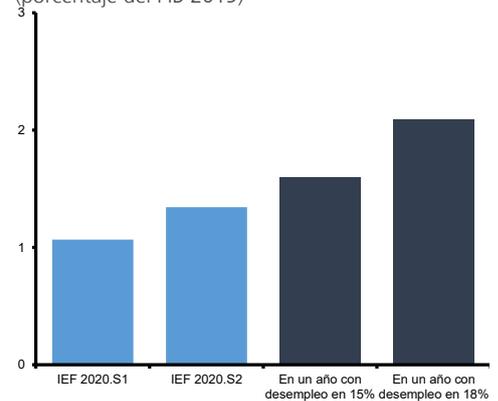
El modelo subyacente contempla dos etapas. En la primera, se relaciona la probabilidad de destrucción de empleo individual con características del trabajador y de la relación laboral con el empleador. Luego, en la segunda etapa se relaciona el impago de la deuda correspondiente con la probabilidad de 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 segundo trimestre del 2020 (Córdova y Valencia, 2020).

Los resultados muestran que, desde el IEF anterior, se habría producido un leve aumento de la deuda en riesgo mantenida por los hogares, pasando desde 1,1 a 1,2% del PIB (gráfico II.21). La implementación de nuevos mitigadores desde entonces hace que los escenarios de tensión entreguen resultados con menor deuda en riesgo que lo visto en el Informe previo.

Bajo el escenario de mayor desempleo —de 18%— se produciría un aumento sustancial de la proporción de individuos vulnerables (carga financiera superior a 40% de su ingreso). Esto se traduciría en mayor impago bancario, el cual medido como deuda en riesgo pasaría desde 1,2 a 2,1% del PIB en el transcurso de un año, ubicándose en nivel similar a lo visto durante la crisis financiera global. En tanto, con una menor tasa de desempleo —de 15%—, los efectos en riesgo de crédito serían sustancialmente menores. En específico, la deuda en riesgo llegaría a 1,6% del PIB, medio punto

GRÁFICO II.21

Deuda en riesgo de los hogares (*)
(porcentaje del PIB 2019)



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

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

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.

En resumen, los hogares —al igual que el resto de la economía— siguen enfrentados a un entorno macro-financiero adverso producto de la pandemia, ante el cual no han mostrado un aumento relevante de riesgos materializados. El amplio despliegue de medidas de mitigación ha sido efectivo en este respecto, impidiendo la ocurrencia de episodios de impago masivos. En el actual escenario, el principal riesgo lo constituye una prolongación de la emergencia sanitaria y el consiguiente retraso en la recuperación económica. Nuevas políticas de apoyo deberán ser cuidadosamente sopesadas respecto de sus costos actuales y futuros, toda vez que las holguras se han estrechado y existe la posibilidad de efectos adversos que obstaculicen el ritmo de la recuperación.



RECUADRO II.1

EFFECTOS DEL CRÉDITO FOGAPE-COVID EN LAS EMPRESAS DURANTE LA PANDEMIA Y SUS RIESGOS ASOCIADOS

Introducción

Una respuesta de política diseñada para enfrentar las consecuencias de la emergencia sanitaria en la situación financiera de las firmas, ha sido incrementar el acceso a financiamiento a través de la banca, reactivando y/o modificando programas vigentes. En particular, el Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios (FOGAPE), es un instrumento estatal que ha sido re-diseñado para enfrentar la actual coyuntura. El FOGAPE opera garantizando un porcentaje del capital de los créditos que las instituciones financieras otorgan a las empresas elegibles bajo ciertos estándares, permitiendo que firmas sin suficiente colateral puedan acceder a financiamiento.

El pasado 28 de abril se realizó la primera oferta de garantías estatales asociadas al financiamiento bancario para líneas de capital de trabajo o “líneas Covid-19”, tras la entrada en vigencia de la Ley 21.229, que fortaleció este fondo. Al 1 de septiembre de este año, se habían otorgado créditos por un total de US\$ 10.941 millones de dólares correspondientes a 243.942 operaciones^{1/}.

Estos recursos han provisto de liquidez a las empresas para cubrir sus necesidades de capital de trabajo durante la emergencia sanitaria, lo que ha contribuido a mantenerlas en funcionamiento. Sin embargo, como era esperable, esto se ha traducido en mayor endeudamiento, toda vez que las firmas han experimentado una caída significativa en sus ventas durante este año. Eventualmente, este mayor apalancamiento podría convertirse en impago si la emergencia sanitaria se prolonga^{2/}. Este Recuadro tiene por objetivo describir los efectos del mayor apalancamiento de las empresas producto del acceso a los créditos FOGAPE-Covid y cuantificar el potencial riesgo de crédito asociado a un escenario de deterioro económico que se mantenga.

^{1/} A través de esta Ley se realizó una ampliación de las garantías estatales en hasta US\$ 3 mil millones, permitiendo financiar a empresas de hasta 1 millón de UF de ventas anuales. Mayor información en www.fogape.cl y en www.hacienda.cl

^{2/} Mayor información respecto al endeudamiento de las firmas y su relación con el impago se puede ver en el Capítulo Temático del IEF del Segundo Semestre del 2019 y en Castro et al. (2019).

Datos

Se utilizan micro-datos a nivel de empresa provenientes de registros administrativos de deuda y flujos de crédito de la CMF y de ventas provenientes del Formulario 22 del SII. El análisis se centra en las empresas de los sectores comercio, manufactura y construcción que se financian principalmente con bancos locales, las que en conjunto representaban 62% del stock de la deuda comercial bancaria a sector productivo a agosto del 2020, y 84% de los flujos de crédito FOGAPE-Covid otorgados a sectores productivos entre mayo y agosto del 2020.

Endeudamiento histórico y evolución reciente

Como se señaló en el IPoM de septiembre, una parte importante de los préstamos FOGAPE-Covid han sido otorgados a empresas que presentaron caídas importantes en sus ventas (Recuadro II.2, IPoM de septiembre del 2020). Sin perjuicio del alivio de liquidez que esta política ha significado, se ha registrado también un aumento relevante del endeudamiento de dichas firmas en comparación a patrones históricos^{3/}. Este efecto es parte del diseño de la medida, no obstante, aumenta la vulnerabilidad financiera de las empresas ante un escenario donde la actividad económica tarde más de lo anticipado en recuperarse.

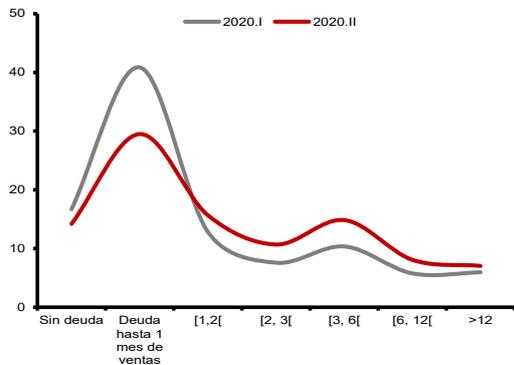
Desde 2012 y hasta el primer trimestre del 2020, la distribución de endeudamiento se había mantenido relativamente estable. Sin embargo, en junio se produjo un cambio significativo hacia mayores niveles de apalancamiento, coincidente con el otorgamiento intensivo de créditos FOGAPE-Covid a partir de mayo. Así, la proporción de firmas con deuda bancaria mayor que un mes de ventas pasó de 42 a 56% entre el primer y segundo trimestre de este año, casi la totalidad de este cambio se debió al mayor nivel de deuda (gráfico II.22). Este movimiento refleja el amplio uso que las empresas hicieron de este programa, lo cual redundó en un inédito comportamiento contra-cíclico de las colocaciones

^{3/} Este Recuadro sigue la metodología de Fernández y Vásquez (2019) para aproximar el endeudamiento a nivel de empresas. Para estimarlo se utilizan las ventas promedio provenientes del Formulario 22 de IVA en el último año móvil como denominador y la deuda bancaria contemporánea como numerador.

comerciales (Capítulo III).

GRÁFICO II.22

Distribución de endeudamiento (*)
(meses de ventas, porcentaje de empresas)



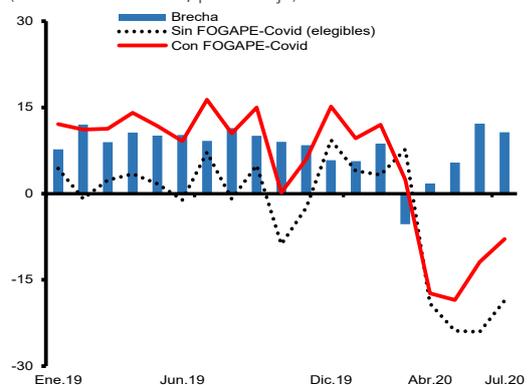
(*) Endeudamiento de empresas de comercio, manufactura y construcción, con financiamiento local, en distintas monedas dividido por ventas mensuales.

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

Sin perjuicio que este mayor apalancamiento podría constituir una vulnerabilidad, cabe mencionar que el crédito FOGAPE-Covid fue otorgado a firmas con mejor comportamiento histórico de ventas y que estuvieran al día en su deuda en ciertas fechas previas al otorgamiento. Al comparar las ventas históricas desde el año 2019 a la fecha de las firmas que recibieron préstamos FOGAPE-Covid con las de empresas elegibles que no lo recibieron^{4/}, se observa que las primeras presentaron en promedio un crecimiento mayor hasta marzo del 2020 (gráfico II.23). En marzo y abril, ambos grupos mostraron caídas en sus ventas, con una disminución proporcionalmente mayor para las firmas que recibieron créditos FOGAPE. Asimismo, este último grupo mostró una mayor recuperación de ventas en el margen tras recibir financiamiento^{5/}.

GRÁFICO II.23

Crecimiento de ventas mensuales (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) "Sin FOGAPE-Covid (elegibles)" corresponde a empresas con ventas menores 1 millón de UF anuales, que hubiesen sido elegibles,

^{4/} Además de las ventas, las firmas elegibles deben cumplir requisitos de información, de reglamento FOGAPE y de políticas de crédito del banco. Las solicitudes rechazadas por este último motivo alcanzan el

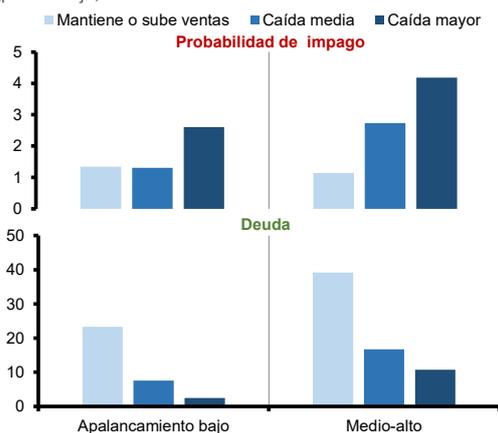
pero no recibieron crédito FOGAPE. "Brecha" es la diferencia entre Con FOGAPE y Sin FOGAPE. Considera empresas que accedieron a crédito FOGAPE-Covid hasta agosto del 2020. Sectores comercio, manufactura y construcción con financiamiento local. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SII.

Relación entre endeudamiento, ventas y probabilidad de impago en el sector comercio

Uno de los sectores más afectados por la emergencia sanitaria ha sido el de comercio. Estas firmas se financian principalmente con bancos, son representativas de la deuda total de las firmas y han recibido una alta proporción del crédito FOGAPE-Covid. Dado lo anterior, en esta sección se realiza un análisis más detallado sobre su capacidad de pago en un escenario de mayor fragilidad por bajas ventas y mayor apalancamiento.

GRÁFICO II.24

Distribución del incumplimiento (arriba) y nivel de apalancamiento (abajo) y crecimiento de las ventas anuales (*)
(porcentaje)



(*) Incumplimiento a un año en adelante (arriba) y distribución de la deuda sobre el total (abajo). Los grupos se separan por tramos de apalancamiento (grupos de barras, "apalancamiento bajo", menos de 3 meses de ventas y "medio-alto" para el resto) y crecimiento anual de ventas ("mantiene o sube ventas" desde -2% hacia arriba; "caída media", entre -20 y -2% y "caída mayor", donde la contracción es superior a -20%). Endeudamiento calculado como deuda sobre ventas en los últimos 12 meses. Incumplimiento definido como la deuda actual de empresas que presentan incumplimiento en 12 meses y que hoy presentan un atraso máximo de 30 días. Cierres a diciembre 2010-2018, empresas del sector comercio con financiamiento local y ventas anuales menores o iguales a 1 millón de UF.

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

Existe una estrecha relación entre caída en ventas, endeudamiento e impago. Así, con datos entre los años 2010 y 2018, se observa que un alto apalancamiento aumenta la probabilidad de impago ante fluctuaciones cíclicas, identificada a través de la dinámica de las ventas. La probabilidad de impago se concentra en aquellas firmas que presentaron altas

9% del total de las operaciones hasta el 17 de septiembre del 2020 (Fuente: ABIF)

^{5/} Mayor información en Fernández y Vásquez (2020).

contracciones reales anuales en sus ventas (i.e. “Caída mayor”), lo que se exagera entre las que presentan mayor endeudamiento (cuadrante superior derecho en el gráfico II.24) donde las empresas con mayores caídas de ventas más que triplican el riesgo de impago de aquellas que mantienen su nivel de ventas. Por otro lado, se observa que la deuda se concentró principalmente en aquellas firmas que presentaron crecimientos reales anuales en sus ventas (i.e. “Mantiene o sube ventas”).

Finalmente, con la información de apalancamiento y ventas, se realiza una estimación de la deuda bancaria en riesgo, la cual se define como el producto entre el saldo de deuda de una empresa y su probabilidad de impago. Con información a junio del 2020, para empresas que califican para el programa FOGAPE-Covid, del sector comercio y con financiamiento local. Los resultados indican que en promedio la deuda en riesgo –debido al efecto de mayor apalancamiento– sería cercana a 2,5% de la cartera del sector, condicional a que las firmas replicaran sus patrones históricos de impago. No obstante, cabe mencionar que el riesgo efectivo dependerá, además de los factores señalados, de la evolución de la emergencia sanitaria y la velocidad de la recuperación económica.

Conclusiones

Los préstamos con garantía estatal FOGAPE-Covid han permitido a las empresas cubrir sus necesidades de capital de trabajo durante la emergencia sanitaria. Han contribuido a evitar que un problema de liquidez se transforme en uno de solvencia. Sin embargo, este importante flujo de crédito se ha entregado en un contexto de menor actividad, resultando en un mayor nivel de apalancamiento, lo cual históricamente ha llevado a mayor impago.

Esta vulnerabilidad se ha mitigado por el perfil de riesgo de las empresas que han recibido créditos FOGAPE-Covid, las cuales tienen un mejor historial crediticio y de ventas que el resto. Además, los bancos han aumentado su nivel de provisiones para acomodar el impacto esperado en sus hojas de balance (Capítulo III). En un escenario contrafactual en el cual no se hubieran entregado dichos créditos, se hubiese producido un mayor deterioro de la cartera comercial y las colocaciones hubiesen crecido menos.

Hacia adelante, el principal riesgo para el sector se refiere a una duración de la emergencia sanitaria mayor a la esperada, que retrase la recuperación económica. En un escenario de este tipo, las menores holguras de política dificultarían proveer el flujo de crédito necesario. Así, es fundamental monitorear el riesgo de crédito de las empresas más apalancadas y la evolución de sus ventas en los meses venideros, dado que es precisamente este grupo el que más vulnerabilidad financiera ha mostrado en episodios de debilidad anteriores.

III. OFERENTES DE CRÉDITO

Desde el Informe anterior, la provisión de crédito bancario se ha mantenido dinámica, excepto en la cartera de consumo. En particular, destaca el crecimiento de las colocaciones comerciales, a pesar de la contracción de la actividad económica, favorecida por las medidas de apoyo implementadas por autoridades. En tanto, las provisiones por riesgo de crédito se han incrementado, aunque la morosidad se ha mantenido estable. La holguras de capital de los bancos se mantienen acotadas en niveles inferiores a las observadas en el pasado, pero no se han deteriorado gracias a decisiones de capitalización de algunas instituciones y al efecto de las garantías estatales sobre la ponderación por riesgo de los activos. Los ejercicios de tensión dan cuenta que una recuperación más lenta de la actividad reduciría estas holguras de capital de forma significativa, lo que limitaría su capacidad para seguir sosteniendo el crecimiento del crédito. Por su parte, la exposición de la banca a Oferentes de Crédito no Bancarios (OCNB) continúa siendo una vulnerabilidad, dada la mayor tasa de morosidad y su elevada exposición a agentes más afectados por la emergencia sanitaria.

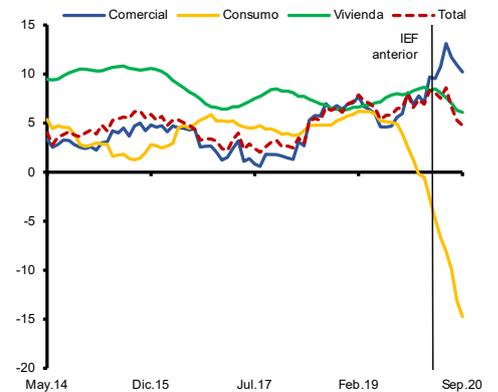
SECTOR BANCARIO

Las colocaciones comerciales presentaron un mayor dinamismo, en comparación al Informe previo, aunque con alguna desaceleración en lo más reciente. En tanto, la cartera de consumo ha profundizado su contracción, mientras, la de vivienda presentó una desaceleración en los últimos meses (gráfico III.1).

Desde el Informe anterior, la cartera comercial ha exhibido un comportamiento contracíclico muy por sobre su tendencia histórica contrario a lo observado en períodos de inestabilidad anteriores, donde el crédito registró caídas significativas (gráfico III.2 y Recuadro I.1 IPoM de septiembre del 2020). Una parte importante de este mayor dinamismo ha sido producto de la implementación de medidas especiales, como los programas FOGAPE-Covid y la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC), que favorecieron principalmente el financiamiento para empresas pequeñas y medianas. Al cierre de este Informe, 13 bancos habían usado recursos con cargo a la FCIC I y II por cerca de US\$28.600 millones, y el volumen de crédito provisto a través del programa FOGAPE-Covid alcanzaba los US\$11.000 millones. Así, más de la mitad de la tasa de crecimiento de la cartera en lo más reciente se explicaría por créditos con garantía estatal (gráfico III.3), mientras que los fondos adicionales provistos por el FCIC habrían apoyado otros créditos y las reprogramaciones aplicadas en el periodo.

GRÁFICO III.1

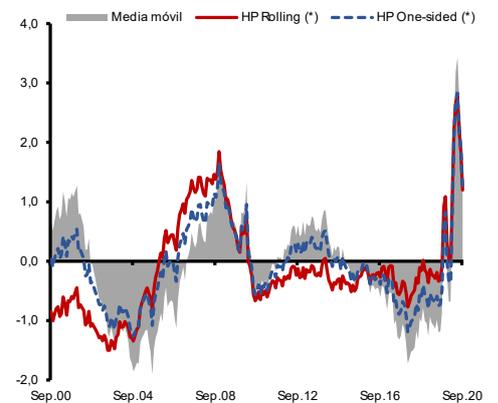
Crecimiento de las colocaciones (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) Basado en estados financieros individuales. Línea vertical corresponde a cierre estadístico del IEF anterior.
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 la razón colocaciones comerciales a IMACEC y su propia tendencia, obtenida mediante el filtro Hodrick-Prescott con lambda igual a 33 millones en ventanas acumulativas (HP One-sided) y móviles de 10 años (HP Rolling) desde enero del 1989.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



A partir de julio de este año, la tasa de crecimiento de los créditos comerciales se ha reducido ligeramente y se ha observado una caída relevante del flujo de colocaciones, principalmente, por el menor dinamismo de créditos FOGAPE-Covid (gráfico III.4). La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre de este año muestra que en parte esto respondería a una menor demanda de grandes empresas y pymes (gráfico III.5). En particular, los bancos consultados señalaron que en los últimos trimestres se atenuaron las solicitudes de crédito debido a una reducción en la inversión, pese a las mayores necesidades de fondeo para capital de trabajo de trimestres anteriores. En este sentido, el Informe de Percepciones de Negocio (IPN) de este mes señala que las empresas consultadas manifiestan dudas para adquirir nuevas deudas, en atención a que persiste la incertidumbre sobre la recuperación de la economía. Mientras, las condiciones de otorgamiento de créditos se mantenían algo restrictivas, principalmente, por el aumento del riesgo de los deudores en un entorno de mayor incertidumbre, especialmente en aquellos pertenecientes a los sectores más afectados por la emergencia sanitaria (gráfico III.6 e IPN de noviembre).

Las colocaciones de consumo del sistema bancario^{1/} profundizaron la caída observada al cierre del Informe anterior, pasando de una contracción real anual de 2,6% en el primer trimestre del 2020, a una caída de 14,7% real anual en el tercero^{2/}, consistente con la desaceleración de la actividad económica local y el deterioro del mercado laboral. Esta tendencia muestra cierta similitud con otros períodos de fragilidad financiera, como la Crisis Financiera Global. Al respecto, los resultados de la ECB del tercer trimestre de este año, mostraban, por una parte, una menor disposición de los hogares a endeudarse, y por otra, una oferta crediticia más restrictiva.

Por su parte, las colocaciones hipotecarias disminuyeron su dinamismo desde el último Informe, con una expansión cercana a 6% real anual al tercer trimestre. Esta menor demanda por financiamiento hipotecario, en un contexto de bajas tasas de interés, es atribuible al deterioro del mercado del trabajo y a las restricciones de desplazamiento, que además de reducir las ventas de viviendas, ha disminuido el ritmo de escrituración (capítulo II).

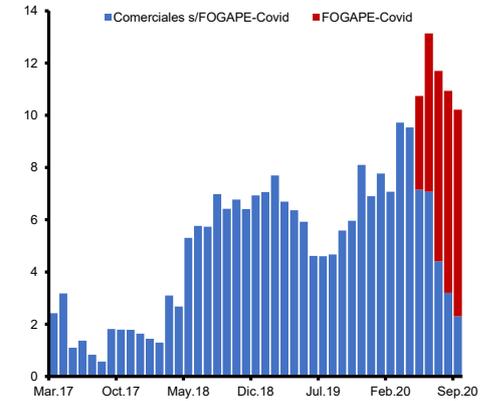
Desde el último Informe, a pesar del deterioro de la actividad económica, no se incrementó la morosidad de la cartera comercial y se redujo la de consumo y vivienda. No obstante, se observó un aumento en las provisiones.

Los indicadores de morosidad de la banca no se han incrementado como en otros períodos de fragilidad financiera, a pesar del deterioro de la actividad económica y del mercado laboral. En particular, la morosidad de la cartera de créditos comerciales se ha mantenido estable desde el último Informe, mientras que la de consumo y vivienda se redujo en el mismo periodo (tabla III.1). En esta dinámica han incidido las reprogramaciones voluntarias de los créditos, que permitieron la postergación de cuotas y, por lo tanto, han atenuado el incumplimiento. Estas reprogramaciones, que se concentraron en el primer mes de vigencia del programa, acumularon a agosto cerca de un 7% de cartera comercial (37% de

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

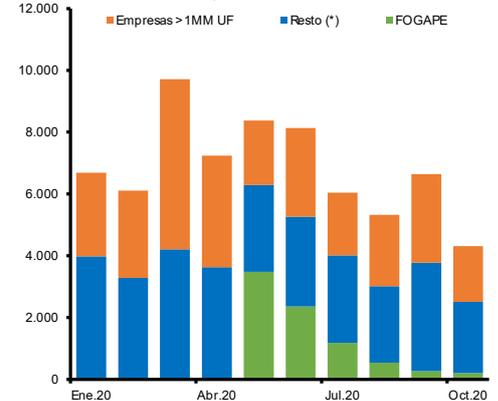
^{2/} Por productos, resalta la caída real anual de más de 40% de las líneas de crédito, que en lo más reciente coincide con el pago realizado a quienes solicitaron el retiro anticipado de una fracción de sus ahorros previsionales (ver Capítulo I).

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



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

GRÁFICO III.4
Flujo de colocaciones comerciales
(miles de millones de pesos)



(*) Incluye empresas no clasificadas.

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

la grupal) y 39% de la de vivienda y se focalizaron en deudores con créditos de mayor monto (gráfico III.7). Adicionalmente, la reciente disminución en la morosidad de los hogares coincidió con el retiro parcial de los ahorros previsionales (Capítulo II).

Sin embargo, el stock de provisiones específicas de la cartera comercial –que considera una evaluación más prospectiva– mantiene una tendencia al alza desde el Informe anterior, pasando de 2,8% en marzo del 2020 a 3,1% en septiembre (tabla III.1). A su vez, la banca ha elevado el stock de provisiones adicionales en más de US\$180 millones entre marzo y septiembre de este año. La cartera subestándar y en incumplimiento, que dentro de la cartera de evaluación individual tienen un mayor nivel de riesgo, han incrementado su participación en la cartera total desde 5,9% en marzo a 7,1% en septiembre del 2020. Por su parte, el programa FOGAPE-Covid significó un incremento de garantías estatales, lo que si bien compensa la necesidad de constituir mayores provisiones, representa un pasivo contingente para el Fisco. Con todo, el incremento del gasto en provisiones –y la tendencia creciente de provisiones adicionales– da cuenta de una expectativa de deterioro de la calidad crediticia, así como de la mayor exposición de la banca a deudores más riesgosos (Recuadro III.1).

TABLA III.1

Indicadores de riesgo de crédito (1)
(porcentaje de las colocaciones respectivas)

Indicadores	2016	2017	2018	2019	Mar.20	Sep.20	Prom.
Mora							
Comercial	1,5	1,7	1,7	1,9	1,9	1,8	1,7
Consumo	2,0	2,1	1,9	2,3	2,3	1,5	2,1
Vivienda	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4	1,8	2,4
Stock Provisiones							
Comercial	2,6	2,6	2,5	2,7	2,8	3,1	2,6
Consumo	6,3	6,4	6,4	7,1	7,1	7,1	6,6
Cas tigos (2)							
Comercial	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6
Consumo	5,3	5,7	5,6	5,7	6,2	7,5	5,7

(1) Base individual, por lo que excluye filiales y sociedades de apoyo al giro. Datos a diciembre de cada año, promedio entre septiembre del 2016 y septiembre del 2020.

(2) Razón de castigos anualizados.

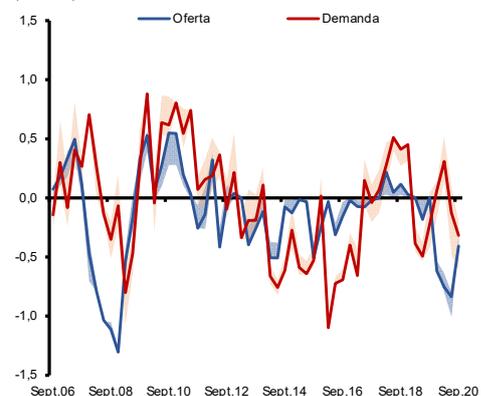
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Con respecto al financiamiento de la banca, se observó un aumento en la participación del Banco Central de Chile (BCCh) en la estructura de pasivos, producto de las FCIC y de los programas de compra de instrumentos financieros bancarios.

En la estructura de pasivos de la banca creció la importancia relativa del financiamiento del BCCh, como consecuencia de las medidas implementadas para la provisión de crédito y liquidez en el sistema financiero (gráfico III.8). El financiamiento otorgado por el BCCh a través de las FCIC, por aproximadamente US\$28.600 millones al cierre del Informe, sumado al programa de compra de bonos bancarios por cerca de US\$6.000 millones y al CCVP, representa alrededor de 13% de los pasivos de la banca, equivalente a 1,3 veces del capital del sistema. A su vez, estos programas han contribuido a mantener el costo de financiamiento en niveles bajos.

GRÁFICO III.5

Condiciones de crédito de grandes empresas (*)
(índice)

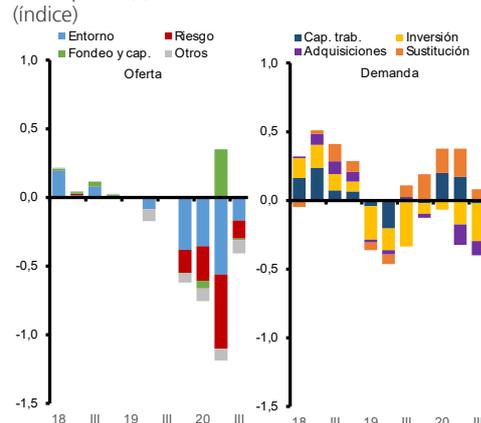


(*) El indicador corresponde al valor neto de las respuestas ponderadas por participación del banco en la cartera comercial. Valores positivos indican una oferta más flexible y una demanda más fuerte, mientras que valores negativos indican una oferta más restrictiva y una demanda más débil. Intervalo calculado mediante Jackknife.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.6

Factores que explican las condiciones de crédito de grandes empresas (*)
(índice)



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

Fuente: Banco Central de Chile.



Por su parte, los depósitos a plazo en poder de Fondos Mutuos (FM), especialmente de bancos de menor tamaño, y los instrumentos de deuda, en los portafolios de los Fondos de Pensiones (FP), han disminuido su participación relativa en la estructura de financiamiento de la industria bancaria. Parte de esta menor incidencia de los FP en el fondeo de la banca fue consecuencia de la venta de instrumentos, producto de la liquidación de una fracción de los fondos previsionales (Capítulo I).

La posición de liquidez del sistema continúa presentando holguras respecto a los límites regulatorios. Esto se relaciona de forma directa con las medidas del BCCh adoptadas, a partir de noviembre del año pasado, para mitigar los efectos de la mayor volatilidad en los mercados financieros. Así, tanto 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 (gráfico III.9). Con todo, en septiembre de este año fueron renovadas las flexibilizaciones transitorias de los mínimos exigidos para la razón de cobertura de liquidez y descaldes de plazos (Capítulo V).

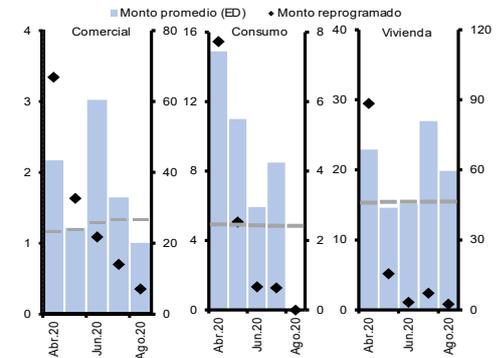
Los indicadores de rentabilidad continúan con la tendencia a la baja observada los últimos años, mientras, las holguras de capital del sistema bancario se mantienen acotadas.

La rentabilidad anualizada del sistema bancario acentuó su caída desde el IEF anterior. Así, a septiembre del 2020, la rentabilidad del capital (ROE) alcanzó un 5,9%, mientras que la de los activos (ROA) se ubicó en 0,4%. Esto se compara con un 11,7 y 0,83% del IEF anterior. Esta importante disminución, que se observa desde el tercer trimestre del año pasado, se explica en parte por las pérdidas producidas por un ajuste contable en una institución, por las mayores provisiones por riesgo de crédito, así como también, por la tendencia decreciente que persiste en el margen de intereses y reajustes (gráfico III.10). Cabe señalar que dicha caída reduce la generación de recursos y la capacidad de retención de utilidades por parte de los bancos y, por lo tanto, limita su solvencia y capacidad de aumentar el crédito a futuro. Estos menores niveles de rentabilidad de la banca, que se han acentuado durante el último período, se observan también para una muestra significativa de países (Recuadro III.2).

Por su parte, el índice de adecuación de capital (IAC) del sistema se incrementó desde 12,5% en marzo a 14% en agosto de este año. Una parte importante de este incremento se explica por el aumento del capital suplementario, en particular de bonos subordinados y provisiones adicionales. Para estas últimas, la CMF permitió desde abril, que una parte de las garantías estatales que respaldan préstamos comerciales pudieran imputarse como patrimonio efectivo, lo que se substituyó, a partir de agosto, por una rebaja de los activos ponderados por riesgo por dichas garantías. Sin embargo, las holguras de capital para sostener el crecimiento del crédito, o enfrentar distintos escenarios de tensión, se mantienen acotadas.

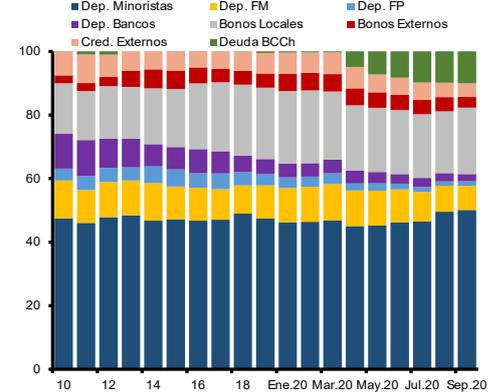
Como se ha mencionado en IEF previos, una forma de incrementar la base de capital es a través de menores repartos de dividendos. En los últimos años el sistema bancario ha repartido aproximadamente

GRÁFICO III.7
Reprogramaciones por mes (*)
(porcentaje de la cartera; millones de pesos)



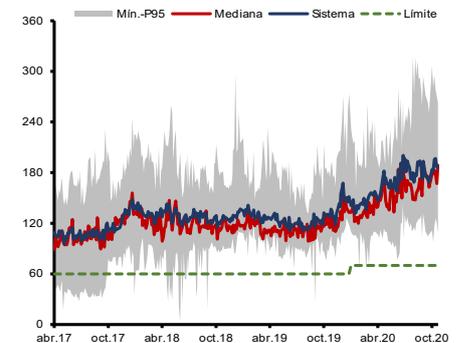
(*) Las líneas grises representan el monto promedio del total de la cartera.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

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



(*) Excluye bonos subordinados.
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 con información a nivel individual.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

un 50% de las utilidades distribuibles. En este sentido, con el objeto de ilustrar la importancia de la política de dividendos, se estima que si la distribución de utilidades se hubiera mantenido en el mínimo (30%), la banca habría contado con una holgura adicional de 1pp de APR para enfrentar la contingencia actual (gráfico III.11) (Recuadro IV.1, IEF del primer semestre del 2016).

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS/

Los ejercicios de tensión indican que el sistema bancario continua en una posición financiera suficiente para enfrentar una contracción de actividad mayor a la presentada en Informes previos. Sin embargo, el aumento del riesgo de crédito, que supera a la mejora reciente de la solvencia, provoca que las holguras estimadas una vez aplicado este escenario sean mínimas e inferiores a ejercicios anteriores. En tanto, la reducción del valor de las garantías podría implicar un aumento considerable de las pérdidas de los bancos en escenarios más estresados.

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 junio del 2020. Cabe señalar que las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras del sistema en un determinado momento del tiempo^{3/}. Dada su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos de los escenarios aplicados. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección.

El diseño de los escenarios de tensión supone que la contracción observada por la economía, durante el primer semestre de este año, corresponde a la materialización de un escenario de estrés, cuyo deterioro es mayor que aquellos considerados en ejercicios anteriores. Por ello, para efectos de este Informe, el escenario severo incorpora una recuperación significativamente más lenta de la actividad. Así, bajo este escenario, luego de la contracción de 14,7% anual en el segundo trimestre de este año, la actividad continúa debilitada durante el 2021, y recupera los niveles de producto previos a la emergencia sanitaria en un horizonte superior a los 3 años. En tanto, en el escenario alternativo -consistente con el escenario de riesgos del IPoM de septiembre- la actividad presenta tasas de crecimiento positivas a partir del segundo trimestre del 2021 y recupera los niveles de producto, previos a la pandemia, a partir del 2022 (gráfico III.12).

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

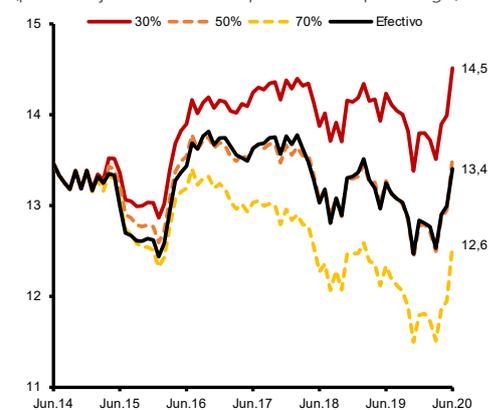
^{4/} Esta herramienta estima el riesgo de crédito mediante un modelo que relaciona el gasto en provisiones de las colocaciones, las que reflejan el costo por el incumplimiento de pagos de las carteras de los bancos, con factores macro-financieros, tales como la actividad económica y las tasas de interés.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

GRÁFICO III.10
Resultado operacional financiero
(porcentaje de las colocaciones totales)



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

GRÁFICO III.11
Ejercicio de impacto de dividendos mínimos en el IAC (*)
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



(*) Ejercicio supone que solo se reparten dividendos a partir del 2015. Se utilizan activos ponderados por riesgo efectivos.

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



Por su parte, para las variables de mercado, el escenario severo considera 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, mientras que el escenario alternativo solo considera un incremento de 250pb en la tasa de largo plazo. Además, el tipo de cambio se deprecia bajo el escenario severo, mientras se aprecia bajo el alternativo. Finalmente, en ambos se incluye una volatilidad del tipo de cambio^{5/} que corresponde a una variación de 16%.

Los resultados indican que, en el escenario severo, el riesgo de crédito se incrementa significativamente, en particular para la cartera de consumo, mientras que los riesgos de mercado permanecen acotados.

Se mantiene la tendencia creciente del riesgo de crédito estimado en los ejercicios de los últimos Informes, debido, en gran medida, a la contracción significativa de la actividad (gráfico III.13). En particular, se observa que el incremento de las provisiones refleja un deterioro en la calidad de la cartera de colocaciones en todos los segmentos, pese a la disminución de la morosidad. Así, el ejercicio de tensión estima una pérdida potencial de las colocaciones totales bajo un escenario severo correspondiente a 25,2% del capital del sistema, lo que se compara con un 21,9% del ejercicio anterior^{6/} (tabla III.2). De la misma forma, el riesgo en el escenario alternativo estaría en torno a 14,7% del capital. En este caso, se destaca que esta configuración, más cercana a la trayectoria efectiva, significa un nivel de riesgo similar al de escenarios severos de ejercicios previos.

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

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

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

Respecto del riesgo de mercado, este se reduce en *repricing* y valoración. En tanto, el riesgo cambiario aumenta debido al mayor descalce en moneda extranjera, que expone al sistema a apreciaciones abruptas^{7/}. Si bien el riesgo de mercado es acotado en comparación al riesgo de crédito, este puede llegar a representar en su conjunto más de un 6% del capital para algunos bancos (gráfico III.14). Por su parte, se reducen los riesgos de liquidez, en línea con las políticas implementadas durante la emergencia sanitaria.

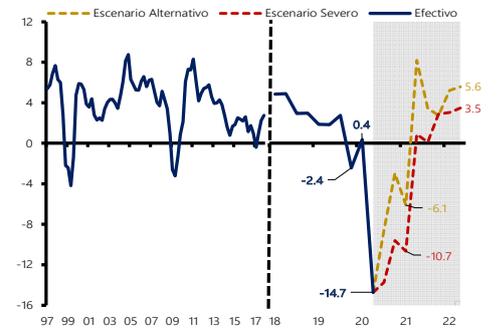
^{5/} Se utiliza un VaR estresado de variaciones en 15 días del tipo de cambio al 99% de confianza. Si bien esta consideración no se incluye en ejercicios previos al 19.1, para efectos comparativos se incluye como parte del riesgo total en resultados anteriores.

^{6/} No considera el efecto de las provisiones adicionales.

^{7/} El descalce activo en moneda extranjera del balance está expuesto a una apreciación del tipo de cambio, mientras que el descalce pasivo, a una depreciación.

GRÁFICO III.12

Crecimiento anual del PIB (*)
(datos trimestrales, porcentaje)

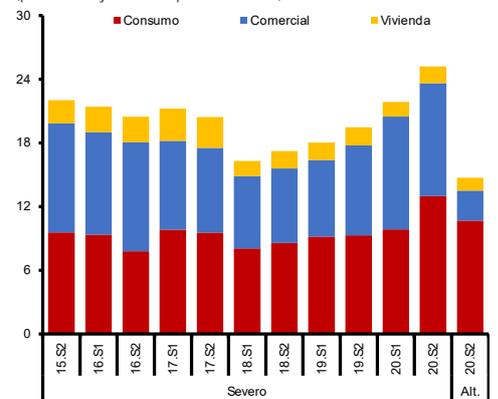


(*) Datos desestacionalizados. El área sombreada señala la ventana del ejercicio.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.13

Riesgo de crédito del sistema
(porcentaje del capital básico)



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

Los márgenes del sistema disminuyen en relación a ejercicios de estrés anteriores, limitando la capacidad de la banca para incrementar su solvencia y, por ende, reduciendo las holguras para absorber las mayores pérdidas bajo escenarios de tensión.

Al comparar con los resultados del ejercicio anterior (diciembre de 2019), en este ejercicio se aprecia una disminución de la rentabilidad inicial y de los márgenes, aunque los niveles de capital son superiores. Donde el ROE es 1,9pp menor (10 versus 11,9%)^{8/} y el IAC 0,3pp mayor (13 versus 12,7%)^{9/}. Considerando lo anterior, el ejercicio muestra que el sistema disminuiría su rentabilidad bajo el escenario alternativo, y tendría un mayor nivel de pérdidas bajo el escenario de tensión severo. Así, el ROE del sistema en el escenario alternativo disminuiría a -6,3%, mientras que en el severo alcanzaría el -18,2% del capital básico. Por institución, bancos que en conjunto representan cerca del 91% del capital básico del sistema exhibirían rentabilidades negativas en el escenario de estrés severo (89% en el ejercicio del Informe anterior), y en menor proporción en el escenario alternativo (75%) (gráfico III.15).

Pese al incremento de la adecuación de capital inicial de los bancos, la mayor exposición a los riesgos y el incremento de los mismos, reducen las holguras de capital y aumentan la vulnerabilidad del sistema respecto del ejercicio anterior.

La reducción de la solvencia bajo el escenario severo, en relación a su distribución inicial, es significativamente mayor respecto a la del ejercicio anterior (gráfico III.16). Esto ocurre pese al aumento en los niveles iniciales de capital de la mayoría de los bancos, debido a la mayor exposición a los riesgos, dada la significativa contracción de la actividad. El resultado muestra una distribución del Índice de Adecuación de Capital (IAC) bajo el escenario alternativo menor que la inicial, aunque superior a la del escenario severo. El conjunto de bancos que mantienen un IAC sobre 10%, es de 56% bajo el escenario alternativo, y de 26% de los activos del sistema, bajo el escenario severo (menor al 37% del ejercicio anterior).

De esta forma, las holguras de capital del sistema continúan con una tendencia a la baja que se ha acentuado en lo más reciente, lo que reduce la capacidad de los bancos para enfrentar una prolongación de la debilidad económica (gráfico III.17). Adicionalmente, se debe considerar que las políticas implementadas –que apuntan a mitigar la desaceleración de las colocaciones, el aumento del riesgo de crédito y las restricciones de liquidez– han incrementado la exposición de la banca hacia adelante y podrían limitar su capacidad de acción.

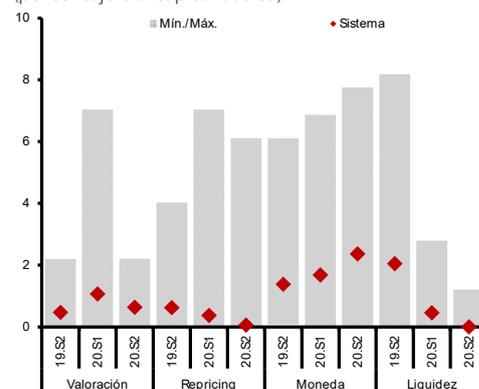
La reducción del valor de las garantías podría elevar significativamente las pérdidas de los bancos en los escenarios de tensión.

Junto con el aumento de las provisiones del sistema, la cobertura de riesgos de crédito mediante garantías ha continuado incrementándose. Tal como se ha señalado en Informes anteriores, esta mayor dependencia expone a la banca a la pérdida de valor de los activos utilizados como colaterales, tanto por una eventual

^{8/} Valor de junio ajustado por deterioro del *goodwill*.

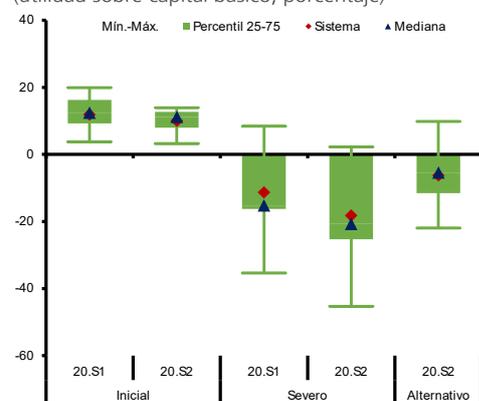
^{9/} Valor a junio no considera como parte del patrimonio efectivo las provisiones adicionales por garantías estatales, con el objeto de ser comparable al ejercicio anterior.

GRÁFICO III.14
Riesgos de mercado
(porcentaje del capital básico)



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

GRÁFICO III.15
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, ni de consumo. Los mínimos corresponden al percentil 1.

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



disminución en precios, como por restricciones que afecten la liquidez de dichos activos.

En este sentido, el ejercicio de tensión usual de la banca no incorpora el efecto de la cobertura de garantías, ya que sólo considera al gasto en provisiones como fuente de reducción de rentabilidad y solvencia. Si se relaja este supuesto y se incluye una pérdida de valor de las garantías de un 20% el sistema incurriría en costos adicionales de alrededor de 9% de su capital, un valor comparable al de otros componentes de riesgo, lo que podría reducir aún más la fortaleza de la banca, especialmente de aquellas instituciones que utilizan más intensivamente este tipo de cobertura de riesgos (gráfico III.18 y tabla III.2).

De este modo, cambios legales que restrinjan o limiten la liquidez de los colaterales, podrían afectar el valor de éstos y provocar un deterioro adicional en las holguras de los bancos. Estos últimos, a su vez, enfrentarían limitaciones para mantener el dinamismo en el otorgamiento de crédito, afectando, de esta forma, a hogares y empresas.

ENTIDADES NO BANCARIAS¹⁹

Los OCNB presentaron una contracción en sus colocaciones en el segmento de consumo, en línea con la contracción de la actividad económica y el aumento en el desempleo.

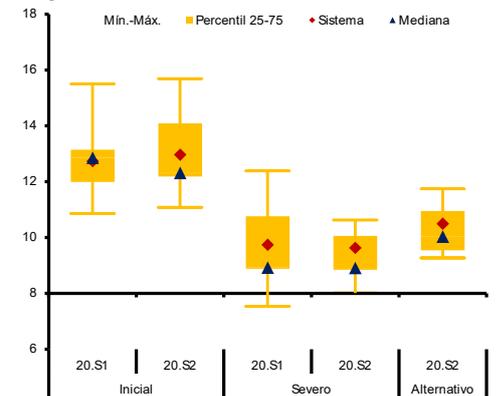
Los OCNB, pasaron desde una expansión del crédito de 6,6% real anual en diciembre del 2019 a una contracción de 4,6% en junio de este año. En la caída de los créditos de consumo, destacó la incidencia de las Sociedades de Apoyo al Giro (SAG) y las de las empresas que otorgan créditos automotrices. Las primeras registraron una caída real anual de 6,4% en el segundo trimestre de este año, mientras las empresas automotrices presentaron una contracción de 4,1% real anual en igual período (gráfico III.19). Cabe destacar que las colocaciones de los OCNB en su conjunto representan más de un 60% del mercado de créditos de consumo de la banca. A junio de 2020, las administradoras de tarjetas de crédito asociadas a Casas Comerciales (CC) y constituidas como SAG representaban un 22,6% del crédito de OCNB, automotrices un 12,8%, las Cajas de Compensación y Asignación Familiar (CCAF) un 13,2%, las Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC) un 7,4%, y Factoring y Leasing (FyL) un 2,2% (anexo estadístico).

En cuanto a la morosidad del portafolio de créditos de consumo, a junio 2020, se observó un deterioro generalizado en la industria, especialmente en las CC y empresas que otorgan créditos automotrices (gráfico III.20). Por su parte, la rentabilidad de los activos de los OCNB mostró una disminución en el segundo trimestre del año, principalmente, debido al menor dinamismo de la cartera de créditos y al aumento de las provisiones, debido al

¹⁹ Los OCNB otorgan préstamos a hogares y empresas. Estas entidades incluyen a las Sociedades de Apoyo al Giro bancarias (SAG), las Casas Comerciales (CC), Cajas de Compensación y Asignación Familiar (CCAF), Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC), y entidades que otorgan Factoring y Leasing (FyL) además de crédito automotriz.

GRÁFICO III.16

Impacto de distintos escenarios de estrés sobre IAC^(*) (patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)

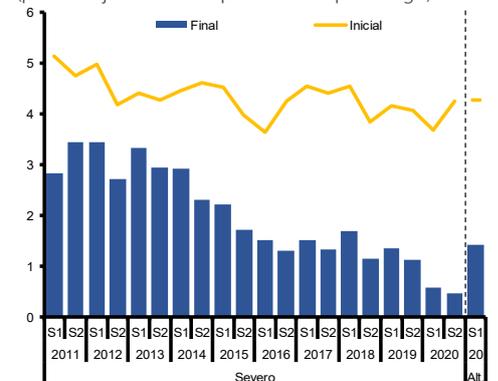


(*) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior, ni de consumo.

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 regularitorio. Considera los límites particulares de cada banco.

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

deterioro de la calidad de la cartera. En tanto, los niveles de apalancamiento de los OCNB no presentaron cambios significativos en el presente año, excepto para las SAG y CAC que mostraron un leve aumento (tabla III.3).

TABLA III.3

 Indicadores de rentabilidad y apalancamiento (1)
 (porcentaje)

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

(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.

Así, desde el IEF anterior se mantuvo la relevancia de los OCNB en la deuda de los hogares. La exposición indirecta de la banca a los hogares a través de créditos comerciales a OCNB se mantuvo estable en torno a 1,6% de los activos de la banca hasta fines del 2019 y disminuyó en el segundo trimestre de este año a 1,3%, equivalente a un 19% de su capital (gráfico III.21). En cuanto a la repetida recomendación de establecer un registro integrado de deudores, que incluye a los OCNB, no se han registrado avances, pese a la evidencia de la contribución de la actual asimetría de información al sobreendeudamiento de algunos sectores. El nulo avance de esta materia adquiere especial gravedad, al constatarse el efecto del sobreendeudamiento sobre el bienestar de los hogares, manifestado durante las protestas sociales.

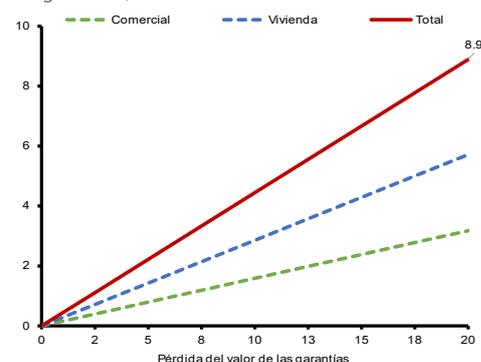
FACTORES DE RIESGO

La calidad de la cartera de crédito de los bancos podría deteriorarse significativamente si la desaceleración económica fuera más persistente.

Uno de los principales riesgos que enfrenta nuestra economía es el de una recuperación más lenta de la actividad económica. Un escenario de este tipo reduciría los ingresos de algunas empresas que han iniciado un proceso de recuperación parcial de sus operaciones, y extendería las dificultades de aquellas firmas que no han podido reiniciar sus actividades con normalidad (Capítulo II). Asimismo, dificultades para renovar deudas en firmas que se acogieron a reprogramaciones, podrían materializar un aumento significativo de impagos una vez que finalicen los períodos de gracia, y las cuotas de sus créditos comiencen a vencer. A lo anterior se suma la mayor exposición que tiene la banca a deudores más

GRÁFICO III.18

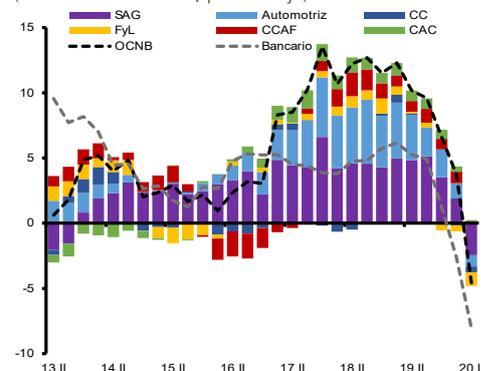
Riesgo de crédito por garantías bajo escenario severo (porcentaje del capital básico, pérdida del valor de las garantías)



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

GRÁFICO III.19

Contribución al crecimiento de colocaciones de los OCNB (variación real anual, porcentaje)



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



apalancados, la caída en sus niveles de rentabilidad y cobertura de gastos financieros.

Un deterioro mayor en el mercado laboral tendría un impacto directo en la cartera de consumo de la banca, especialmente para instituciones con carteras menos diversificadas, y uno indirecto, a través del financiamiento bancario otorgado a los OCNB. La exposición de la banca a estas entidades continua siendo una vulnerabilidad, dada la mayor tasa de morosidad y su elevada exposición a agentes más afectados por la emergencia sanitaria.

Las condiciones de financiamiento de la banca podrían deteriorarse si se materializan eventos que requieran rebalances abruptos de portafolios de renta fija.

Ajustes abruptos de portafolio, gatillados por eventos locales o globales, podrían tener un efecto disruptivo en los mercados financieros domésticos. De este modo, si la liquidación de activos se concentrara en instrumentos del mercado local, en particular en instrumentos bancarios, podría generar un alza relevante en el costo de financiamiento de la banca, al disminuir sus posibilidades de renovación de pasivos (Capítulo I).

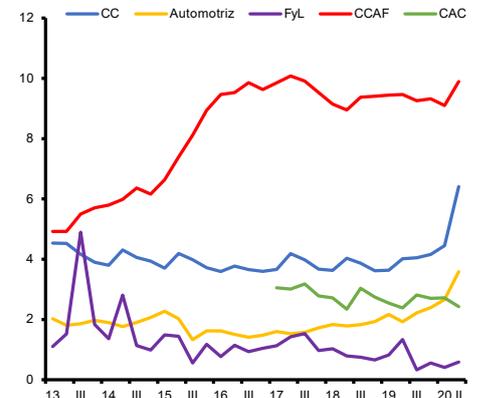
Reprogramaciones masivas y obligatorias de deudas en circunstancias excepcionales como las actuales, pueden limitar anticipadamente la capacidad de la banca para proveer financiamiento a hogares y empresas en la fase de recuperación de la economía.

En el contexto de la emergencia sanitaria que ha repercutido en la actividad económica global y en el mercado laboral, se implementaron medidas extraordinarias que permitieron suavizar la carga financiera de hogares y empresas. Por ejemplo, las reprogramaciones voluntarias realizadas por la banca, aunque podrían perder efectividad en el mediano plazo, permiten aliviar temporalmente la presión sobre los indicadores de morosidad (Recuadro III.1 y capítulo II). Sin embargo, una potencial implementación de reprogramaciones masivas y obligatorias reduciría dramáticamente la liquidez disponible, afectando especialmente a instituciones enfocadas en crédito a hogares, comprometiendo su fortaleza financiera^{11/}. A su vez, dada la importancia del pago de intereses dentro de los ingresos de la banca, una eventual interrupción de este componente, tanto de forma parcial o temporal, afectaría la capacidad de construir holguras y enfrentar pérdidas, limitando el otorgamiento de crédito para apoyar una etapa de recuperación económica.

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

Las pérdidas por eventos de riesgo operacional aumentaron en el tercer trimestre de este año, atribuibles principalmente a las indemnizaciones por fraudes con tarjetas y/o transacciones electrónicas, las que a partir de mayo y bajo ciertas condiciones, los bancos deben asumir (gráfico III.22). A lo anterior se suma un evento más reciente que afectó las operaciones presenciales de los clientes en las sucursales de una entidad bancaria.

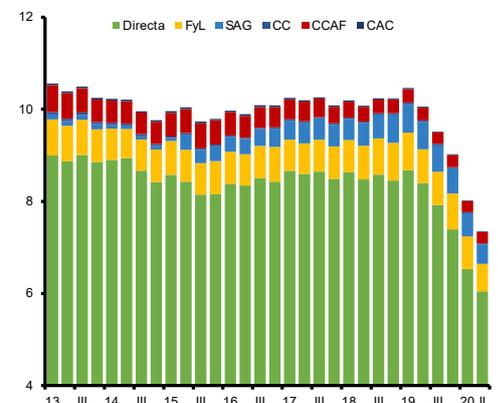
GRÁFICO III.20
Índice de mora (*)
(porcentaje de las colocaciones)



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

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

GRÁFICO III.21
Exposición de la banca a segmento de consumo (*)
(porcentaje de los activos del sistema)



(*) FyL incluye automotriz.

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

^{11/} CMF, presentación Análisis de Iniciativa Parlamentaria 4 de junio del 2020.

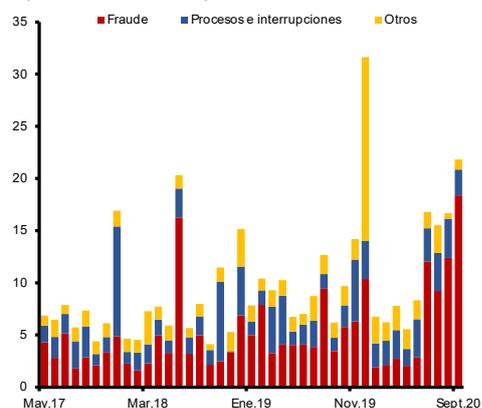
Adicionalmente, el aumento del trabajo a distancia y el mayor número de transacciones remotas incrementa los riesgos asociados a ciberseguridad. Por tanto, es relevante que la banca implemente adecuadamente mecanismos de control internos, con el objeto de mitigar eventos de discontinuidad operacional.

La cobertura de garantías FOGAPE ha permitido mantener un flujo de crédito que ha mitigado la caída de la actividad económica, pero aumenta los pasivos contingentes del Estado.

Un escenario de deterioro más persistente de la actividad económica podría incrementar de forma significativa el riesgo de crédito, especialmente en firmas que hayan aumentado su apalancamiento y cuyas ventas que no logren recuperarse (recuadro II.1). Dicho escenario, podría llevar a una ejecución de garantías que produciría costos operativos para la banca, y pondría presión adicional sobre el balance fiscal.

GRÁFICO III.22

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



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



RECUADRO III.1 REPROGRAMACIONES DE CREDITOS, VULNERABILIDADES Y PERSPECTIVAS

Ante la magnitud del shock económico producto de la pandemia, distintas instituciones en diversas jurisdicciones han implementado medidas de mitigación para contrarrestar la pérdida de liquidez e ingresos. Una de las políticas más ampliamente utilizada entre países corresponde a la moratoria, postergación o reprogramación de pagos de deudas. En Chile, en abril del presente año la CMF introdujo una modificación en el tratamiento de las provisiones de crédito bancario. Desde entonces se han cursado más de 550 mil operaciones de este tipo, equivalentes a 28% de los clientes y 38% del stock de deuda comercial grupal e hipotecaria en conjunto.

Este cambio normativo temporal redujo el costo para los bancos y cooperativas de reprogramar cuotas de créditos, redujo la carga financiera de los hogares y empresas de menor tamaño, mitigando aumentos de riesgo de crédito en el corto plazo y también ha rebajado los flujos por amortización recibidos por los oferentes de crédito.

En este Recuadro se presenta una caracterización de los deudores que han optado por reprogramar sus créditos, y las posibles implicancias sobre su riesgo de crédito y disponibilidad de financiamiento bancario en el futuro. Los resultados indican que existe una tensión entre las ganancias de corto plazo por reducir riesgo de crédito y los posibles efectos negativos futuros en la capacidad de pago al removerse este tipo de medidas. De esta forma, a futuro los bancos podrían enfrentar un aumento en el riesgo de crédito, lo que reduciría aún más sus holguras, y podría limitar su capacidad de mantener el ritmo de crecimiento del crédito.

Cabe notar que un riesgo como el descrito cobraría mayor relevancia en un escenario de deterioro que persistiera por más tiempo del esperado, dado que en general las reprogramaciones han sido más transversales de lo que solían ser previo al cambio normativo, y por tanto involucran a individuos con diversos niveles de riesgo. Asimismo, a diferencia de las reprogramaciones ocurridas antes de la pandemia, las más recientes incorporan períodos de gracia más largos, llegando hasta seis meses.

Reprogramaciones en Chile

En este análisis para Chile^{1/}, basado en Bergant y

Kockerols (2020), la muestra se separa en los periodos previo y posterior a la pandemia (y cambio normativo), con el fin de capturar las distintas motivaciones y mecanismos de reprogramación de crédito prevalentes en ambas ventanas de tiempo. Al igual que en Bergant et al. se consideran tres especificaciones principales. La primera busca caracterizar el perfil de quienes reprograman. La segunda analiza las implicancias sobre impago en el corto y largo plazo de quienes postergan cuotas. En la tercera, se estudia la relación entre reprogramaciones hoy y la probabilidad de obtener crédito mañana.

Resultados para Usuarios de Crédito

En el caso de los hogares, además de una variable binaria que identifica si un individuo ha reprogramado un crédito o no en una cierta ventana de tiempo, se agregan las características del crédito, apalancamiento, carga financiera, número de créditos y el historial crediticio del deudor de acuerdo a información de la CMF. Se agregan además variables demográficas de los individuos, como ingreso laboral, edad, sexo y región, entre otras.

El primer modelo muestra que aquellos deudores que cuentan con al menos una reprogramación previa a abril del 2020 (cuando se produjo el cambio normativo a las provisiones bancarias) tienen una mayor probabilidad de reprogramar en el periodo posterior, asimismo aquellos deudores con una mayor cantidad de créditos o un mayor apalancamiento tienen una mayor propensión a reprogramar al menos uno de ellos. Alternativamente, quienes mantienen mayor carga financiera sobre ingreso también tienen mayor probabilidad de reprogramar un crédito. Una diferencia importante al estimar el modelo para el periodo posterior al cambio normativo de abril es que se observan relativamente más deudores reprogramados, que no presentan morosidad. Esto contrasta con el periodo previo, en el cual la morosidad era cercana o ya materializada al realizar la operación.

Del segundo modelo, se concluye que un deudor riesgoso que ya recibió una reprogramación tiene una mayor probabilidad de impago que aquel deudor que no recibió una medida antes. Esto puede estar explicado por dos razones, la primera, es que exista

^{1/} Para más detalle ver Córdova y Toledo (2020).

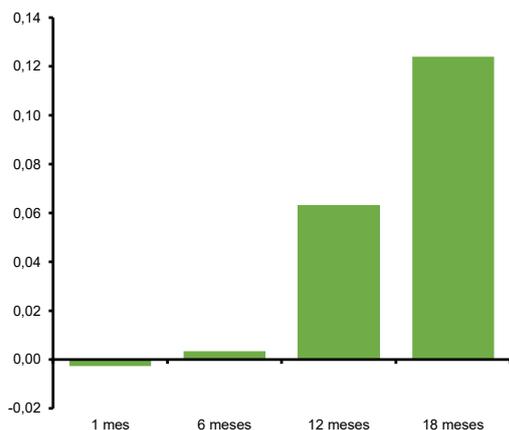
un sesgo de selección, puesto que estas medidas se conceden a los individuos en mayor riesgo de impago en un intento de prevenirlo (práctica conocida como *evergreening*). La segunda, es que los individuos actúen estratégicamente y reprogramen sabiendo que entrarán en impago eventualmente.

Al estimar a distintos plazos se encuentra que una reprogramación reduce levemente en el corto plazo la probabilidad de impago hipotecario, resultados similares se encuentran al ampliar la definición de impago incluyendo también deudas de consumo. Sin embargo, en el largo plazo el riesgo de crédito vuelve a aumentar y se hace estadísticamente mayor a cero tras un año, llegando en un año y medio hasta 12% adicional de probabilidad de impago respecto de alguien que no reprogramó (gráfico III.23). Este hallazgo está en línea con Bergant et al. quienes reportan sólo efectos de corto plazo en reducción de probabilidad de impago.

Finalmente, en relación al acceso, una reprogramación disminuye la probabilidad de obtener un nuevo crédito en el próximo año y medio. Este hallazgo también es reportado por Bergant et al., y está en línea con otros estudios donde se ha hallado evidencia de que aquellos bancos que reprograman deudas están menos dispuestos a extender créditos a los mismos deudores o a aceptar nuevos clientes.

GRÁFICO III.23

Probabilidad de impago hipotecario en hogares dada reprogramación en distintos horizontes de tiempo (efectos marginales sobre la probabilidad)



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

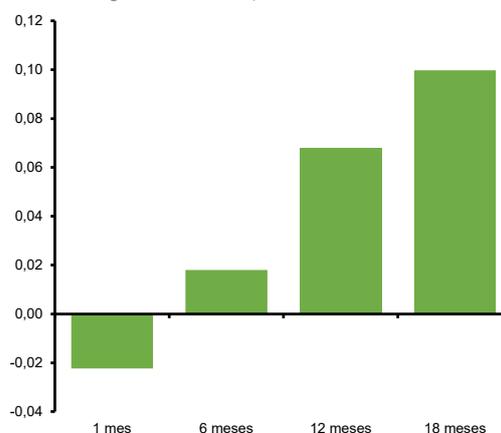
Para las empresas, se llevan a cabo las mismas estimaciones antes descritas para hogares, a partir de las reprogramaciones de créditos comerciales en cuotas reportados por la CMF, considerando sólo aquellas empresas financiadas principalmente por la banca local. Adicionalmente, se incorpora un indicador de apalancamiento (deuda sobre ventas), historial crediticio, sector económico, y número de trabajadores como variable de escala (estas dos

últimas provenientes del SII).

Los principales resultados indican que aquellas empresas que realizaron una reprogramación previa tienen una mayor probabilidad de reprogramar en un periodo posterior, asimismo aquellas empresas más apalancadas tienen una mayor propensión a reprogramar alguna deuda. En cuanto al impago, se repite el patrón temporal encontrado en hogares, de modo que, la reprogramación resulta efectiva en el corto plazo reduciendo el riesgo de crédito, pero elevándolo transcurridos seis meses (gráfico III.24). Finalmente, en relación a nuevos créditos se observa una relación positiva, es decir, frente a una reprogramación previa existe una mayor probabilidad de adquirir un nuevo crédito. Esto se encuentra en línea con lo encontrado por Bergant et al., puede relacionarse en el caso de empresas con el modelo de negocios de los bancos basado en relaciones contractuales largas subyacentes a sucesivos proyectos que pueden tener distintos grados de éxito.

GRÁFICO III.24

Probabilidad de impago comercial en empresas dada reprogramación en distintos horizontes de tiempo (efectos marginales sobre la probabilidad)



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

Deuda en Riesgo entre Usuarios de Crédito

Es posible identificar deudores que han reprogramado créditos en más de una ocasión desde el año 2012. Entre personas en el periodo posterior a abril del 2020, cerca de un 13% de las reprogramaciones correspondieron a deudores que lo habían hecho al menos una vez en el periodo previo a abril. Para empresas este número asciende a un 20%. Esta reincidencia es relevante dado que la evidencia indica que estos individuos tienen hasta seis veces mayor probabilidad de impago que aquellos que reprograman por primera vez. Utilizando este hecho estilizado junto al modelo de impago de la sección previa, es posible computar un estadístico de deuda en riesgo para las distintas carteras. Se define deuda en riesgo como la probabilidad de impago

multiplicada por el saldo adeudado.

Dado lo anterior se definen dos escenarios extremos. En el primero se considera que quienes han reprogramado recientemente tendrán la probabilidad de impago implícita de acuerdo a sus características individuales. En el segundo escenario, se asume que todos quienes han reprogramado mostrarán probabilidad de impago como la de aquellos que son reincidentes.

Los resultados obtenidos indican que para los hogares la deuda hipotecaria en riesgo se ubicaría entre 0,3 y 3% del PIB dependiendo del escenario. Mientras que para empresas la deuda comercial en riesgo se encontraría entre 0,1 y 0,4% del PIB del 2019^{2/}.

Efectos en Oferentes de Crédito

La capacidad de los bancos de proveer crédito puede verse limitada por diversos factores: problemas de liquidez, menores holguras de capital o incremento de los riesgos. Las políticas implementadas producto de la pandemia han otorgado recursos al sistema financiero, permitiendo mantener el flujo de crédito (tabla I.1). No obstante, estas medidas incuban vulnerabilidades que podrían limitar el crecimiento del crédito en el futuro. En particular, la evidencia presentada en la sección anterior indica que las reprogramaciones podrían, a futuro, incrementar el riesgo de crédito y presionar la hoja de balance de la banca y su estado de resultados. Con ello, es posible que la capacidad para acomodar nueva demanda de colocaciones, para apoyar una etapa de recuperación, se vea disminuida.

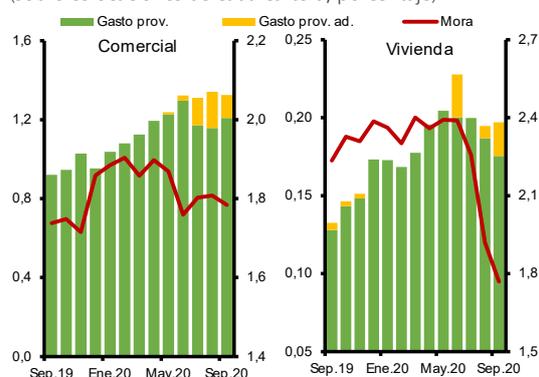
En efecto, los bancos ya estarían anticipando el riesgo que se incubaría en las carteras de colocaciones dado un escenario con un desempleo elevado y un shock de menor actividad económica que ha sido más persistente de lo inicialmente pronosticado. En particular, para las carteras comercial e hipotecaria, las provisiones se han incrementado significativamente desde octubre del 2019, en contraste con una morosidad que ha permanecido relativamente estable o a la baja (gráfico III.25). En tanto, la cartera de consumo, a pesar de las reprogramaciones recientes, presentaría mayores niveles de morosidad en conjunto con provisiones y castigos que siguen aumentando.

En este contexto, el análisis de los clientes que recibieron el beneficio de las reprogramaciones y su capacidad de pago, indicaría que, aunque los impactos serían relevantes, los bancos habrían aumentado sus provisiones para absorber las pérdidas asociadas. Sin embargo, ello disminuye la capacidad para otorgar nuevos créditos.

^{2/} A diferencia de la estimación de deuda en riesgo de empresas presentada en este Recuadro, el cálculo del Recuadro II.1 considera un modelo que incluye además endeudamiento y crecimiento en

GRÁFICO III.25

Indicadores de riesgo de crédito
(sobre colocaciones de cada cartera, porcentaje)



Fuente: Banco Central en base a información de CMF.

Comentarios Finales

La postergación y reprogramación de pagos ha sido una política de mitigación ampliamente utilizada tanto en Chile como en otras jurisdicciones durante la actual coyuntura. Localmente, esta medida ha probado ser efectiva, limitando la ocurrencia de episodios de impago. Sin embargo, es importante destacar la tensión de este resultado con sus potenciales implicancias futuras de estabilidad financiera, especialmente en un escenario que mantenga el deterioro por un tiempo prolongado. La evidencia indica que, al reprogramar, además de postergar los pagos, se posterga el riesgo de crédito, el cual se puede incrementar hacia adelante. Si bien las reprogramaciones históricas tenían una naturaleza distinta a las vistas desde abril, estos resultados sirven como una alerta ante los eventuales costos futuros de este tipo de medidas de mitigación. En este contexto, proyectos que distorsionen los incentivos al repago de obligaciones, o que continúen presionando la hoja de balance de la banca y su estado de resultados, exacerbarían las vulnerabilidades acá destacadas, e incluso, podrían limitar la capacidad futura de continuar entregando crédito durante la etapa de recuperación.

ventas a nivel de firmas, entre otras variables. Además, dicho modelo se centra en empresas con ventas menores a 1 millón de UF, pertenecientes al sector Comercio con financiamiento local.



RECUADRO III.2 SITUACION INTERNACIONAL DE LA BANCA DURANTE LA PANDEMIA

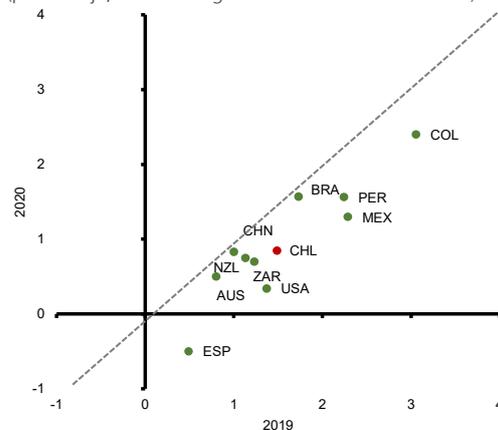
La pandemia del Covid-19, y el distanciamiento social requerido para su control, han traído consigo un fuerte impacto tanto en las economías avanzadas como emergentes. En respuesta, se han generado diversas políticas monetarias, fiscales y crediticias para aliviar la situación de hogares y empresas. En este contexto, este Recuadro compara la evolución de los principales indicadores bancarios para una muestra de países hasta el segundo trimestre de 2020. Los resultados muestran que en general se observa una caída en la rentabilidad y un comportamiento estable en la calidad de cartera de créditos y en la solvencia patrimonial en la mayoría de los países de la muestra. No obstante, da cuenta de algunas diferencias que presenta la banca local.

Rentabilidad

Desde que comenzó la pandemia, a comienzos de este año, se ha observado un deterioro en la rentabilidad de la banca en diversas economías (gráfico III.26). Chile se ubica en el promedio, en tanto que en la parte baja destaca el deterioro sufrido por los sistemas bancarios de España, EE.UU. y Australia. Las caídas generalizadas en rentabilidad se explican principalmente por el aumento de provisiones por riesgo de crédito y por la reducción de los márgenes de intereses. Este último fenómeno explicado por los movimientos expansivos de la política monetaria en varios bancos centrales y que, en algunos casos como en Chile, fueron complementados con programas de política monetaria no convencional, donde las facilidades de crédito se acompañaron explícitamente con traspasos de bajas tasas a los clientes ^{1/}.

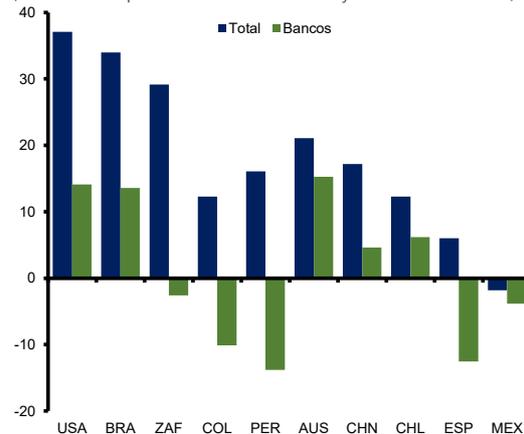
La caída en la rentabilidad de la banca también se refleja en el deterioro de las expectativas que se observa en el mercado bursátil sobre el sector bancario (gráfico III.27). Desde marzo de este año, la banca ha tenido un rendimiento en bolsa inferior a los índices bursátiles totales en todos los países de la muestra, donde destacan Colombia, México, Perú y Sudáfrica quienes han experimentado al mismo tiempo caídas en los precios accionarios de la banca y crecimientos en los índices totales.

GRÁFICO III.26
Rentabilidad respecto a los activos (ROA) (*)
(porcentaje; datos al segundo trimestre de cada año)



(*) Muestra de países: Australia, Brasil, China, Colombia, España, EEUU, México, Nueva Zelanda, Perú, Sudáfrica y Chile. Fuente: Banco Central en base a información de CEIC, FMI, FRED y supervisores bancarios.

GRÁFICO III.27
Rendimiento accionario de la banca
(crecimiento porcentual entre marzo y octubre del 2020)



Fuente: Bloomberg

^{1/} Hardy (2020). "Banks through Covid-19", BIS Quarterly Review, Sept 2020, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2009w.htm

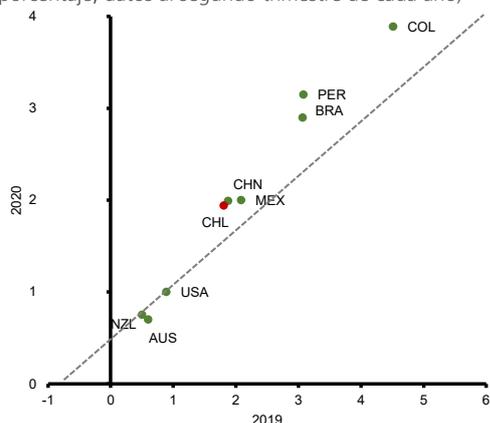
Morosidad

La morosidad de la cartera es de particular interés en el análisis de riesgo actual de los sistemas bancarios, ya que la emergencia sanitaria tendría como principal efecto negativo, un aumento en el desempleo de los hogares y caídas en las ventas de las empresas, lo que eventualmente podría llevar a estos agentes a caer en el incumplimiento de su deuda.

La cartera morosa en la muestra de países revela un comportamiento mixto, ya que algunos sistemas bancarios han exhibido un deterioro durante la pandemia, mientras que otros han logrado mantener este indicador estable o con cambios relativamente marginales (10pb) (gráfico III.28).

GRÁFICO III.28
Cartera morosa sobre préstamos totales (*)

(porcentaje; datos al segundo trimestre de cada año)



(*) Muestra de países: Australia, Brasil, China, Colombia, España, EEUU, México, Nueva Zelanda, Perú, Sudáfrica y Chile
Fuente: Banco Central en base a información de CEIC, FMI, FRED y supervisores bancarios.

Con todo, en la mayoría de los países se han mantenido estables los indicadores de morosidad, lo que estaría explicado por las políticas crediticias impulsadas por las autoridades de dichos países. Éstas, en general, han apuntado a facilitar las reprogramaciones, es decir, la postergación del pago de cuotas de los créditos (Coelho and Zamil (2020)). Durante dicho período, los indicadores de morosidad no debieran aumentar, por lo que este indicador no reflejaría la real capacidad de pago, en tanto dichos plazos no venzan. Una gran proporción de las reprogramaciones tienen un alcance de hasta 6 meses por lo cual es posible que a partir del tercer trimestre de este año se observe un deterioro en la mora, en la medida que la situación económica continúe deteriorada o que no se generen medidas de alivio financiero que sean suficientes.

Adecuación de Capital

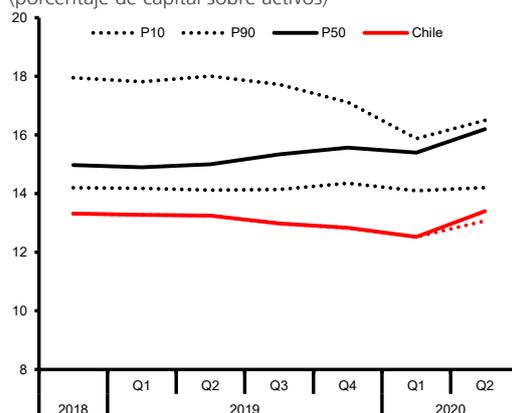
Los requerimientos —y las holguras— de capital de la

banca son fundamentales para la intermediación financiera. Esto dado que dichas entidades se encuentran expuestas al riesgo de impago de los créditos que otorgan, la existencia de un colchón, permite que éstos absorban las pérdidas en períodos de turbulencia, sin enfrentar problemas de liquidez ni de solvencia. Así, los requerimientos de capital permiten que los bancos sigan cumpliendo sus obligaciones con sus acreedores (ahorrantes), aún en episodios de impago masivos, como ocurre en períodos de crisis.

En el contexto de la emergencia sanitaria en distintas economías, los indicadores de adecuación de capital en general se han mantenido estables, presentando una caída en el primer trimestre de este año, que fue revertida en lo más reciente (gráfico III.29). Un aspecto que destaca, es la mayor holgura de capital de los países considerados en la muestra, quienes, dada la coyuntura actual, presentan un espacio superior al de Chile, para reducir sus niveles de capital y por lo tanto absorber pérdidas.

La implementación de diversas medidas de mitigación del impacto de la emergencia sanitaria y las políticas macro-prudenciales orientadas a flexibilizar los requerimientos de capital de la banca, tales como la liberación de algunos requisitos de capital, la postergación de la exigencia de nuevos estándares y la posibilidad para operar bajo mínimos exigidos, contribuirían a que el capital de la banca no constituya una mayor limitación en su rol de intermediación. Lo anterior cobra mayor relevancia tanto en un período de mayor deterioro como una vez que se inicie la etapa de recuperación de la actividad económica, en que tanto empresas como hogares aumenten la demanda de crédito.

GRÁFICO III.29
Indicador de adecuación de capital (1) (2)



(1) Muestra de países: Australia, Brasil, China, Colombia, España, EEUU, México, Nueva Zelanda, Perú, Sudáfrica y Chile.
(2) Línea discontinua roja se abstrae de la norma que permite incluir parte de las garantías estatales en el patrimonio efectivo.
Fuente: Banco Central en base a información de CEIC, FMI, FRED y supervisores.

Conclusiones

Al segundo trimestre de 2020, se observa una tendencia a la baja en los indicadores de rentabilidad, y un comportamiento relativamente estable en la calidad de cartera de créditos y en la solvencia patrimonial en la mayoría de los países de la muestra. Las políticas adoptadas por bancos centrales y gobiernos, tendientes a aliviar la carga financiera de los deudores, han permitido que la morosidad de la cartera no muestre cambios significativos en los sistemas bancarios.

No obstante, una vez que concluyan los programas de reprogramaciones de crédito, existe el riesgo que se incremente en forma considerable el volumen de incumplimientos (Recuadro III.1). Asimismo, ello se podría amplificar si es que el retiro de dichos programas no está alineado con la recuperación en la actividad, o si el escenario macroeconómico persiste con deterioro por mayor tiempo del esperado, dada una evolución desfavorable de la pandemia.

En este contexto, será clave la capacidad de la banca para mantener un flujo de crédito que permita enfrentar escenarios de deterioro o de recuperación económica. Para ello, la disponibilidad de holguras de capital es fundamental.

Finalmente, la evidencia aquí presentada, llama la atención sobre la necesidad de mantener la convergencia a estándares internacionales y reforzar las holguras de capital de nuestra economía. En este sentido, es fundamental continuar con la agenda de implementación de la Ley General de Bancos, que adhiere a las recomendaciones del acuerdo de Basilea III (Capítulo V).

IV. CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS Y SU IMPACTO EN LOS MERCADOS LOCALES

Durante las últimas décadas, Chile ha seguido un proceso gradual, pero continuo, de integración financiera con el resto del mundo. Para maximizar los beneficios y minimizar los riesgos asociados a este proceso, ha sido fundamental desarrollar el mercado financiero local y poner en práctica un marco institucional y de políticas coherente con los estándares internacionales. Este capítulo describe cómo esta integración financiera le ha permitido a Chile aprovechar las favorables condiciones financieras externas observadas en las últimas décadas sin comprometer su estabilidad financiera. Se destaca el rol de ciertos mitigadores que han sido claves en el pasado y cuyo reforzamiento representa uno de los principales desafíos a futuro.

INTRODUCCIÓN

Para economías pequeñas y abiertas la apertura financiera conlleva importantes beneficios. Por una parte, los agentes locales expanden sus posibilidades de inversión y, por otra, empresas y gobiernos acceden a mejores condiciones financieras que les permite impulsar la demanda interna, particularmente cuando las fuentes de ahorro domésticas son limitadas. En el caso de Chile, el proceso de apertura financiera iniciado hacia finales de los años 90 estuvo acompañado de una serie de reformas al mercado de capitales, asentadas sobre las reformas al sistema de pensiones y la regulación bancaria que surgieron de la crisis de los 80. Esto le ha permitido alcanzar en la actualidad un nivel de profundidad del mercado de capitales local e integración financiera similar al de economías como Australia, Canadá y Noruega (FMI, 2016). Lo anterior, ha contribuido a diversificar los riesgos del portafolio de los inversionistas locales, incrementando la participación de los hogares y empresas en las inversiones en el exterior, un aspecto distintivo de la economía chilena en comparación a otras economías emergentes.

Sin embargo, la mayor integración financiera puede generar riesgos. Estos están, en general, asociados a vulnerabilidades o desequilibrios de la posición financiera del gobierno, los bancos, las empresas y los hogares. Para hacer frente a ellos, es fundamental contar con una infraestructura financiera y un marco de política adecuados (Agénor y Pereira da Silva, 2019). En el caso de Chile, el marco de política se compone de varios elementos, entre los que destacan: (i) la autonomía de su Banco Central, que permite el cumplimiento de su meta de inflación; (ii) el régimen de tipo de cambio flexible, que se ha constituido en el principal amortiguador de cambios abruptos en las condiciones financieras externas; (iii) una política fiscal basada en una regla de balance estructural que busca preservar la solvencia y amortiguar los ciclos económicos; y



(iv) una infraestructura de regulación y supervisión del sistema financiero, que favorece su desarrollo bajo altos estándares de gestión y solvencia (Banco Central de Chile, 2020).

Como se ha mencionado en IEF previos, con posterioridad a la crisis financiera global, las condiciones financieras en los mercados internacionales fueron favorables. Si bien esto permitió reducir el costo de financiamiento externo de las economías emergentes, también incrementó sus vulnerabilidades financieras (FMI, 2019). En el caso de Chile, diversos elementos permitieron que los agentes locales se beneficiaran de estas mejores condiciones financieras externas, con un acotado nivel de riesgo. Sin embargo, en la actualidad todavía subsisten varios desafíos, al tiempo que han surgido otros a raíz de los efectos de la materialización de la pandemia y las respuestas de política que se han implementado para hacer frente a ella. Entre estos, destacan la necesidad de recuperar las holguras utilizadas (eg., deuda pública, capitalización de la banca), continuar reduciendo las brechas existentes (eg. adopción del marco de Basilea III, internacionalización de nuestra moneda, reducción en el costo de las coberturas cambiarias) y hacer frente a nuevas vulnerabilidades que pudieran surgir (eg. concentración geográfica de la exposición externa del sector corporativo no financiero, el volátil comportamiento en las decisiones de inversión de las AFPs generada por los movimientos de sus afiliados).

En las siguientes secciones se describe: el grado de integración y desarrollo financiero alcanzado por Chile para luego discutir el impacto de las condiciones financieras externas en los mercados financieros domésticos, destacando la relevancia de los mitigadores que posee la economía chilena. Una última sección discute los principales desafíos que la economía chilena enfrenta a futuro en esta materia, derivados de los eventos recientes (locales y externos).

GRADO DE INTEGRACIÓN Y DESARROLLO FINANCIERO DE CHILE

La integración financiera genera grandes beneficios, pero no está exenta de costos

Uno de los principales beneficios de la integración financiera es que permite a las economías acceder al mercado de capitales internacionales en condiciones financieras usualmente favorables, como las que prevalecieron con posterioridad a la crisis financiera global y que se tradujeron en una expansión del ciclo financiero global (Recuadro IV.1). Este último, genera un impacto positivo en la inversión y el crecimiento de mediano y largo plazo, lo que es particularmente importante para economías emergentes que enfrentan mercados financieros domésticos menos desarrollados (Edwards 2001; Quinn y Toyoda, 2008). La integración financiera también posibilita la diversificación de riesgos, lo que ayuda a mitigar impactos idiosincráticos de una economía (Caballero, 2003). Además, contribuye a una mayor disciplina y eficiencia del sistema financiero local, ante la presencia de instituciones financieras extranjeras (Kose et al., 2009).

Sin embargo, los mercados financieros internacionales tienden a ser altamente procíclicos. Es decir, durante tiempos de bonanza es

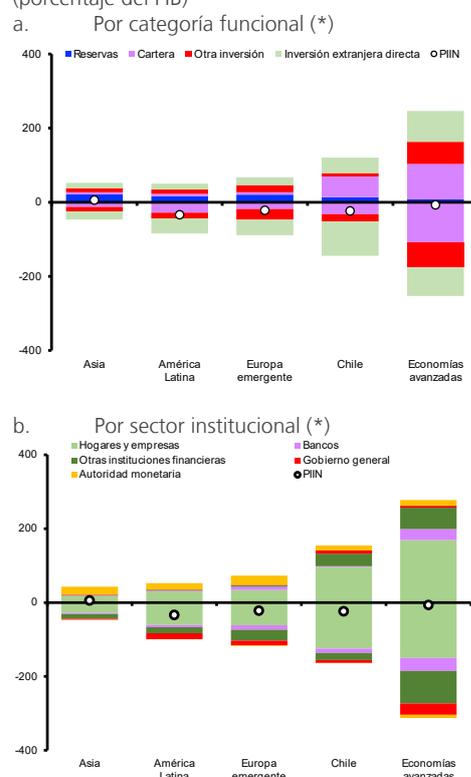
posible acceder a ellos con cierta facilidad, pero durante períodos de estrés (interno o externo), las condiciones financieras suelen cambiar de manera abrupta. Es por este motivo que una mayor integración financiera potencialmente podría incrementar la volatilidad de las economías, exponiéndolas a los movimientos de los capitales externos y a la presión que éstos ejercen sobre el desempeño de los activos financieros locales. En el caso de economías con tipo de cambio flexible, esto se manifiesta en una mayor volatilidad del tipo de cambio, la que a su vez se agudiza en el caso de economías con una matriz productiva poco diversificada y con una alta dependencia de exportaciones de materias primas (Agénor y Pereira da Silva, 2019). Por otra parte, un alto endeudamiento en moneda extranjera, puede generar un importante nivel de posiciones no cubiertas y de descalces de monedas en los distintos agentes locales. Ante devaluaciones abruptas de la moneda, esta vulnerabilidad puede convertirse en un amplificador de los ciclos adversos. Por este motivo, se requiere contar con mercados financieros locales desarrollados, que permita equilibrar las fuentes de endeudamiento de largo plazo entre moneda local y externa; además de otorgar la posibilidad de cubrir las exposiciones cambiarias.

Chile ha alcanzado un elevado nivel de desarrollo e integración financiera, el que ha sido sustentado en la implementación de un conjunto de reformas a lo largo de varias décadas

Durante las últimas décadas, Chile ha seguido un proceso gradual, pero continuo, de integración financiera con el resto del mundo. Este proceso, se sustentó inicialmente en el fortalecimiento del desarrollo y resiliencia del sistema financiero doméstico, a través de la implementación de distintas reformas al sistema financiero. En particular, destaca la reforma al sistema previsional chileno de principios de los ochenta –la cual implicó un mayor desarrollo y profundización del mercado de capitales–, por el aumento sustantivo que generó en el ahorro de las personas. Por otra parte, la regulación y supervisión bancaria que surgió como consecuencia de la crisis de principios de los 80, las leyes de Mercado de Valores y de Sociedades Anónimas, y la serie de reformas al Mercado de Capitales (I, II y III) que se implementaron en las décadas siguientes, contribuyeron al desarrollo de los mercados e instituciones financieras (Berstein y Marcel, 2019).

El proceso de integración financiera alcanzaría su consolidación con los cambios en la regulación implementados a principio de los años 2000, a continuación de la adopción del régimen de flotación cambiaria en 1999. Entre otros, se destaca la eliminación de los controles de capitales, la autorización de transacciones de derivados cambiarios transfronterizos y el aumento en los límites para invertir en el exterior de las AFPs (Villena y Hynes, 2020). Este proceso se planificó desde la última parte de la década de 1990, considerando que el mercado de capitales doméstico había alcanzado un nivel de desarrollo que le permitía avanzar a una nueva etapa de integración financiera (Massad, 2001). De cualquier forma, el proceso de integración y desarrollo financiero requiere de ajustes continuos que respondan a los nuevos desafíos que surgen de la globalización. En esta línea, el BCCCh mantiene en la actualidad una

GRÁFICO IV.1
Posición de Inversión Internacional
(porcentaje del PIB)



(*) Promedios ponderados por PIB en dólares corrientes. Valores positivos indican activos brutos, mientras que valores negativos señalan pasivos brutos. Ver clasificación en el apéndice del informe. Datos a diciembre de 2018. Fuentes: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.



agenda de modernización financiera que incluye entre otros aspectos, el robustecimiento de las infraestructuras del mercado financiero y de la convertibilidad del peso chileno.

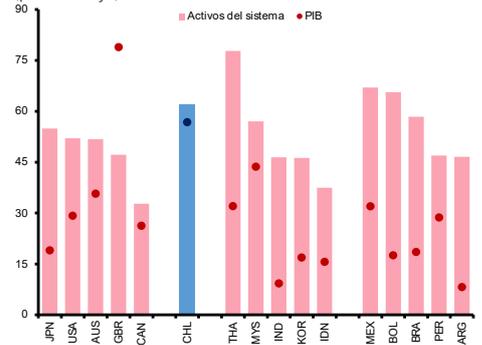
El grado de integración financiera de Chile con el exterior destaca por el gran tamaño de activos y pasivos externos con respecto al PIB, por la alta participación de IED y por la importancia relativa de los agentes privados

La Posición de Inversión Internacional (PII) constituye una herramienta primordial para cuantificar el grado de integración financiera, ya que mide la exposición de una economía hacia el extranjero. Ésta considera tanto los activos que poseen los residentes en el exterior, como sus pasivos, es decir, las obligaciones que mantienen con no-residentes. Desde el punto de vista del tamaño de la hoja de balance externo, Chile destaca en la actualidad entre las economías emergentes, tanto por el monto de sus activos acumulados en relación a su PIB como de sus pasivos. Por otro lado, la composición de activos y pasivos externos, desde el punto de vista del tipo de instrumentos utilizados, y desde la perspectiva institucional, es relevante para evaluar los beneficios y costos potenciales de la integración. En un análisis por tipo de instrumento, Chile destaca por el componente de IED, tanto por parte de no residentes en el país, como de los residentes en otros países (gráfico IV.1 panel a). Esta categoría es más estable y a su vez menos sensible a perturbaciones de las condiciones financieras internacionales, en parte porque su horizonte de inversión es de largo plazo (Contessi et al., 2013; Koepke, 2019). En cuanto a la inversión de cartera internacional, son relevantes los activos internacionales distintos a reservas internacionales. Esto marca una diferencia en relación con otras economías emergentes de Asia, Europa y América Latina. Por último, la categoría de otra inversión –que incluye principalmente depósitos y préstamos bancarios– es de una escala menor, lo que constituye un elemento positivo dadas sus características de mayor volatilidad relativa.

Desde una mirada por sectores institucionales, destaca la mayor participación de agentes privados (hogares y empresas) tanto en los activos como pasivos externos, marcando nuevamente una diferencia con otras economías emergentes (gráfico IV.1 panel b). En el caso de otras instituciones financieras —tales como los inversionistas institucionales locales no bancarios— la mayor posición de activos se debe a los fondos de pensiones. Mientras que en el caso de los bancos, estos mantienen una posición deudora acotada, pese a contar con una alta participación de la banca extranjera (gráfico IV.2).

La evidencia anterior es consistente con el proceso de liberalización financiera de jure que ha experimentado la economía chilena durante las últimas décadas (Pasricha et al., 2018). Dicho proceso considera la flexibilización de restricciones tanto a las entradas como en las salidas de capitales (gráfico IV.3) y, en el caso de la relajación de las salidas, refleja fundamentalmente la ampliación de los límites que las AFPs pueden invertir en el extranjero, lo que ha sido clave en la diversificación de riesgos de estas instituciones.

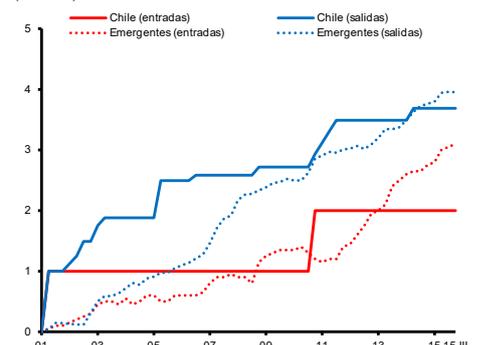
GRÁFICO IV.2
Participación de la banca internacional (*)
(porcentaje)



(*) Las barras muestran la participación de la banca extranjera como porcentaje de los activos totales del sistema bancario, mientras que los puntos muestran los activos totales de los bancos extranjeros como porcentaje del país huésped, en el año 2019.

Fuentes: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales.

GRÁFICO IV.3
Flexibilización neta de controles de capitales (*)
(índice)



(*) Número acumulado neto de políticas que flexibilizan las entradas y salidas de capitales (i.e políticas que flexibilizan menos aquellas que las restringen). Incluye 20 economías emergentes (Argentina, Arabia Saudita, Brasil, Bulgaria, China, Colombia, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Marruecos, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía).

Fuente: Banco Central de Chile en base a Pasricha et al. (2018).

El desarrollo financiero de Chile destaca por la profundidad de los mercados e instituciones financieras

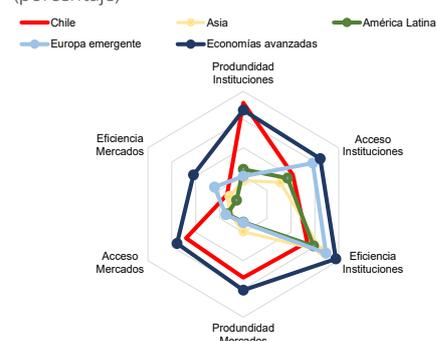
Chile cuenta con un elevado nivel de desarrollo financiero, destacando en esta dimensión dentro del mundo emergente. En cuatro décadas ha pasado de estar integrado casi exclusivamente por bancos tradicionales, a incluir varios otros participantes del mercado, como fondos de pensiones, administradoras generales de fondos y compañías de seguros, entre otros.

En particular, resalta la profundidad de los mercados e instituciones financieras, medidos principalmente por la capitalización bursátil y el crédito al sector privado como porcentaje del PIB, respectivamente (Sviryzdenka, 2016). Además, destaca por el acceso a los mercados de capitales, medido entre otros aspectos por el número de emisores de deuda (gráfico IV.4). Por otro lado, el sistema bancario en particular se posiciona entre los más fuertes en el grupo de referencia de países emergentes según evaluaciones internacionales comparables. Finalmente, mientras el volumen transado en el mercado bursátil es bajo en relación a otras economías, durante los últimos años se han producido varios avances que podrían repercutir positivamente en la eficiencia de los mercados, como aquellos que permitirán robustecer el proceso de compensación y liquidación de transacciones en moneda extranjera (Recuadro VI.1).

En conclusión, la integración financiera provee de importantes beneficios para las economías pequeñas y abiertas como la chilena, al permitir acceder al mercado de capitales internacionales en condiciones financieras usualmente favorables, posibilitar la diversificación de riesgos, y contribuir a una mayor disciplina y eficiencia del sistema financiero. Sin embargo, las expone a las fluctuaciones del financiamiento externo. Por este motivo, estas economías deben acompañar este proceso de integración con el desarrollo de mercados e instituciones domésticas, y con políticas macroeconómicas sustentables que contribuyan a dar confianza a los mercados. El camino recorrido por Chile hacia el nivel de desarrollo e integración financiera que alcanza en la actualidad, muestra un proceso poco frecuente debido a que tanto los hogares como el gobierno aumentaron sus ahorros mientras aumentaba la integración financiera con el exterior (Bennett, Loayza y Schmidt-Hebbel, 2000). Lo anterior fue posible, debido a los cambios estructurales que se llevaron a cabo durante las últimas décadas. Así, Chile cuenta en la actualidad con un sistema financiero altamente integrado con el mundo, con una fuerte participación de los agentes privados en dicha integración, y con un desarrollo del mercado financiero doméstico y un marco de política macroeconómica que le permite enfrentar de manera adecuada las fluctuaciones de los mercados internacionales.

GRÁFICO IV.4

Profundidad, acceso y eficiencia de mercados e instituciones financieras (*) (porcentaje)



(*) La profundidad de las instituciones financieras se mide a través de la suma del crédito bancario doméstico y los activos de inversionistas institucionales, como razón del PIB; la profundidad de los mercados, a través de medidas de capitalización de mercado. El acceso a instituciones financieras se mide por la densidad de oficinas y cajeros automáticos en relación al tamaño de la población; a los mercados de capitales, por el número de emisores y participación de emisores minoritarios. La eficiencia de instituciones financieras se miden en base a razones del estado financiero de las entidades participantes; mientras que en el caso del mercado de capitales, por el volumen de transacciones del mercado bursátil.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a información del Banco Mundial.

IMPACTO EN LAS VARIABLES FINANCIERAS DOMÉSTICAS Y ROL DE LOS MITIGADORES

En las últimas décadas, los canales más relevantes en la transmisión de perturbaciones financieras externas han sido los de carácter financiero, es decir, aquellos que se manifiestan a través de fluctuaciones en los flujos de capitales y en cambios en el volumen de



transacciones en moneda extranjera. Estos se canalizan a través de los cambios de portafolio que realizan los inversionistas globales (Bernales et al., 2020) o por la relación financiera de bancos globales con sus filiales (Cetorelli y Goldberg, 2012). Cabe señalar que el canal de transmisión también puede ser de origen real, en cuyo caso el comercio internacional de bienes y servicios cobra relevancia en la transmisión de perturbaciones en los términos de intercambio, mediante su impacto sobre la valoración de empresas locales y la calidad crediticia del gobierno. A través de estos canales, los cambios de las condiciones financieras desde el exterior impactarán a las condiciones financieras domésticas. Estas últimas contienen las primas por riesgo, las tasas de interés, los tipos de cambio, los retornos accionarios, y los volúmenes transados en mercados primarios y secundarios.

Para varias economías pequeñas y abiertas, como la chilena, las condiciones financieras locales se han mantenido relativamente favorables, en gran parte explicado por las medidas de liquidez y de provisión de crédito implementadas por las autoridades (Capítulo I). Sin embargo, teniendo en cuenta una visión más amplia de factores –que incluye, por ejemplo, indicadores de sentimientos– da cuenta de que existe un elevado nivel de incertidumbre (Recuadro I.1). Con todo, es importante notar que el marco financiero de las distintas economías hace diferencia respecto del impacto que tienen los cambios en las condiciones financieras externas en los mercados domésticos.

En Chile el tipo de cambio es la variable que absorbe en mayor medida los cambios abruptos en las condiciones externas; otras variables financieras locales reaccionan menos que en el caso de economías emergentes

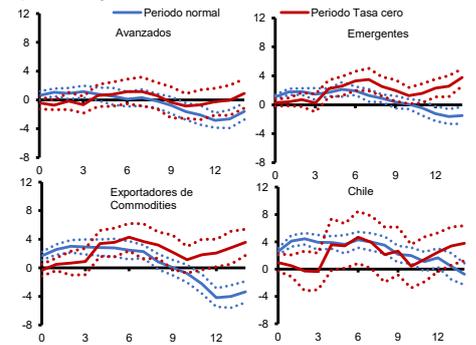
En Chile, la flexibilidad cambiaria es el primer amortiguador ante cambios en las condiciones financieras globales, tales como aquellas generadas por un aumento inesperado de la tasa de política monetaria de EE.UU. (gráfico IV.5). Esto permite que la tasa de política monetaria doméstica tenga más espacio para moverse en forma independiente de sus referentes externos, ajustándose a su propio ciclo económico. En tanto, aumentos no anticipados en el índice VIX y caídas significativas en los términos de intercambio, también deprecian el tipo de cambio (Chen et al. 2016).

Por otra parte, un aumento del VIX de magnitud de una desviación estándar genera una caída instantánea en la bolsa local e incrementa la prima por riesgo soberano. Sin embargo, estos impactos son menores a los observados para otras economías emergentes (gráfico IV.6).

Finalmente, estimaciones disponibles dan cuenta que un aumento de 100 pb en la tasa soberana de EE.UU. a 10 años implica un incremento promedio de 35 pb en la tasa de un bono equivalente local en un horizonte de 3 meses (Saavedra y Sagner, 2020). Sin embargo, es importante notar que este coeficiente de traspaso ha variado en el tiempo, ubicándose en lo más reciente en torno a 50% (gráfico IV.7). Estos resultados son consistentes con la literatura internacional, la cual señala que, en economías pequeñas y

GRÁFICO IV.5

Efectos de shock monetario en EE.UU. sobre tipos de cambio nominales a 12 meses (*) (porcentaje)

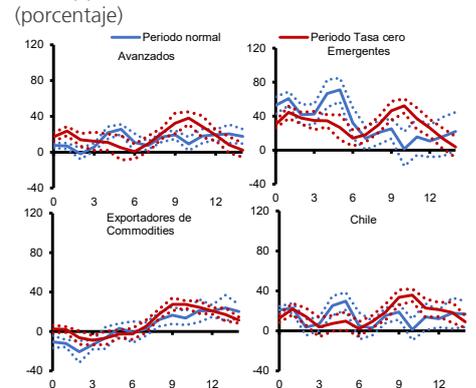


(*) Incluye 13 economías avanzadas (Alemania, Rep. de Corea, España, Francia, Hong Kong, Israel, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Rep. Checa, Suecia y Suiza), 21 economías emergentes (Argentina, Brasil, China, Colombia, Ecuador, Honduras, India, Indonesia, Jordania, México, Malasia, Perú, Filipinas, Polonia, Rumania, Rusia, Tailandia, Turquía, Ucrania, Venezuela y Sudáfrica), 4 economías exportadoras de commodities (Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda) y Chile. Las líneas punteadas corresponden a intervalos de confianza de un error estándar a la Driscoll-Kraay (1998). La perturbación es de un tamaño de una desviación estándar.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Jara y Ramírez (2020).

GRÁFICO IV.6

Efectos de shock al VIX sobre las primas por riesgo en 12 meses (*) (porcentaje)



(*) Ver la nota del gráfico IV.7.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Jara y Ramírez (2020).

abiertas que tienen mercados financieros maduros y tipo de cambio flexible, las tasas de interés de largo plazo se encuentran altamente integradas (Kulish y Rees, 2011).

La integración financiera permite a los residentes acumular ahorros externos que pueden proveer de liquidez en momentos de crisis

Estos recursos permiten compensar los efectos de una salida abrupta de no residentes del mercado financiero local (Contreras y Pinto 2015; Cifuentes y Jara 2016). En Chile, la probabilidad de eventos compensatorios de flujos de capitales ha sido alta en relación con las economías emergentes (gráfico IV.8). Lo anterior, es atribuible a la acumulación de activos externos por parte de los fondos de pensiones y de los fondos soberanos, los que a fin de diversificar sus retornos accionarios y cumplir con la regla de gasto fiscal, respectivamente, han jugado un rol estabilizador de los flujos netos de capitales. Sin embargo, el rol estabilizador de tales fondos depende de la naturaleza del shock, así aquellos de origen interno podrían generar un efecto contrario.

En Chile, la flexibilidad cambiaria, la madurez de su mercado financiero y la política fiscal basada en una regla de balance estructural que busca preservar la solvencia y amortiguar los ciclos económicos, son alguno de los principales mitigadores a cambios en las condiciones financieras externas

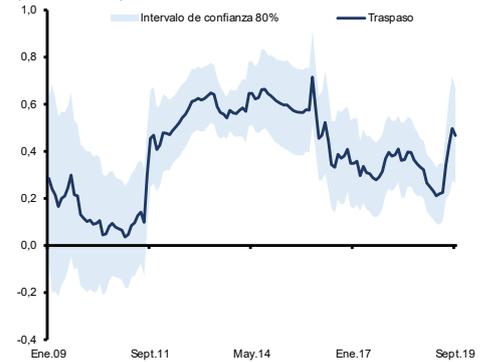
Los mitigadores pueden clasificarse en dos grupos, en primer lugar, mecanismos automáticos (por ejemplo, la flexibilidad cambiaria, la política fiscal y la monetaria contra-cíclica) o que corresponde a aspectos estructurales del sistema financiero (por ejemplo, el cumplimiento de estándares regulatorios). Un segundo grupo lo componen las políticas implementadas en tiempos excepcionales (por ejemplo, la provisión de liquidez), cuya potencia depende del espacio de política.

El régimen de flexibilidad cambiaria ha generado incentivos para que los agentes disminuyan su exposición cambiaria neta

La liberalización de las salidas de flujos de los fondos de pensiones, sujetas a coberturas cambiarias, contribuyeron al desarrollo del mercado cambiario de cobertura en Chile. Así, la implementación de un régimen de tipo de cambio flotante trajo consigo una disminución de los descalces cambiarios de las empresas que mantienen deuda en dólares y tienen como moneda funcional al peso (Fernández et al., 2020). Esta situación se ha mantenido en las últimas décadas, mitigando el riesgo cambiario derivado del aumento de la deuda externa. Es importante notar que mayores niveles de volatilidad del tipo de cambio, derivados de una flotación libre, desincentivan el mantenimiento de descalces cambiarios, lo que se ve favorecido cuando es posible adquirir cobertura financiera en los mercados financieros domésticos (Albagli et al. 2020). Por su parte, la actual regulación bancaria limita los descalces cambiarios de la banca, manteniendo este sector una posición activa en moneda extranjera. Con todo, ejercicios de tensión que consideran cambios abruptos de la paridad, totalizan una pérdida potencial para el sistema inferior a 2% del capital básico (Capítulo V). Adicionalmente, la existencia de la Unidad de Fomento (UF) favorece el otorgamiento de créditos de mediano y largo plazo en esta unidad de

GRÁFICO IV.7

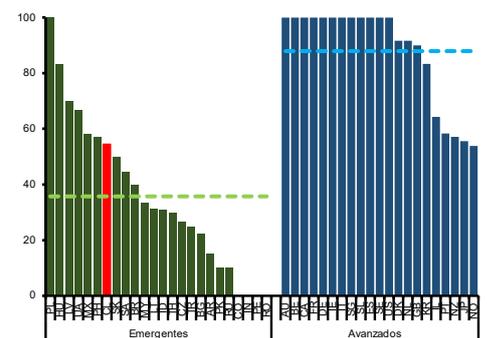
Coefficiente de traspaso de tasas nominales de pagarés del tesoro de EE.UU. a las de bonos del Banco Central de Chile a 10 años plazo (*) (coeficiente)



(*) Coeficiente de traspaso corresponde a la razón entre la respuesta acumulada de la tasa local ante un shock de su contraparte externa y la respuesta de la tasa de interés externa sobre sí misma, ambas evaluadas a 3 meses y en ventanas móviles de 60 meses. Modelo VAR(1) para las siguientes variables en niveles: rendimiento del pagaré del tesoro de EE.UU. a 10 años plazo, la depreciación esperada del tipo de cambio, EMBI de Chile, y el rendimiento del BCP a 10 años. Fuente: Banco Central de Chile en base a Saavedra y Sagner (2020).

GRÁFICO IV.8

Probabilidad de compensación de caídas abruptas en los flujos de capitales (*) (porcentaje)



(*) Corresponde al número de eventos de aumentos y caídas abruptas de flujos de capitales y aquellas de eventos compensatorios simultáneos en los activos internacionales entre los años 2000 y 2020. Fuente: Banco Central de Chile en base a Cifuentes y Jara (2016) y Forbes y Warnock (2012).



cuenta, como ocurre con los créditos hipotecarios. Esta situación contrasta con el desarrollo observado en otros países emergentes, tales como Croacia, Hungría, Polonia, Rumania y Serbia donde este tipo de préstamos se han otorgado en moneda extranjera (Beckmann, 2017).

Chile tiene un sistema financiero maduro que actúa como mitigador ante cambios en las condiciones financieras externas

Un mercado financiero maduro permite contar con acceso a fuentes diversificadas de financiamiento y estructuras regulatorias y de derechos de acreedores de mejor calidad (Burger et al., 2012), además de reforzar la efectividad de la flexibilidad cambiaria como mitigador de perturbaciones externas (Obstfeld, 2020). Chile es considerada una economía cuyo sistema financiero es maduro, similar al de Australia, Canadá y Noruega (FMI, 2016), donde además destaca por la consistencia de su marco de política.

Un ejemplo de lo anterior es el rol que los inversionistas domésticos no-bancarios juegan en el mercado de deuda soberana local. Su alta participación en este mercado (superior al 80% en el mercado de largo plazo), ha contribuido a reducir la volatilidad de las tasas de interés soberanas de largo plazo (gráfico IV.9). Sin embargo, en lo más reciente, el volátil comportamiento de las decisiones de inversión de las AFPs –derivadas de los movimientos masivos de afiliados– han generado reacomodos del portafolio de este tipo de inversionistas, disminuyendo de esta forma la potencia de este mitigador (gráfico I.11).

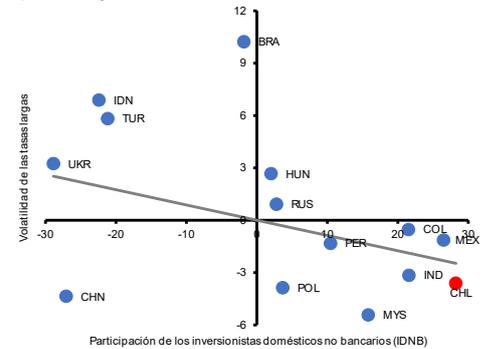
Por otro lado, sistemas bancarios con menores niveles de riesgo –derivado de un apropiado marco de supervisión y regulación financiera– conllevan menores premios por riesgo soberano (gráfico IV.10). Es importante mencionar que diversas economías han introducido políticas tendientes a reducir la exposición a lo que se denomina el canal de la banca internacional, tales como los cargos sistémicos a bancos de importancia global. Así, la posibilidad de que los desarrollos ocurridos en el país de la casa matriz pueden transmitirse a su subsidiaria o filial en un país huésped, o incluso a través de préstamos a través de grandes bancos internacionales, se encuentra más acotada (Cetorelli y Goldberg, 2012). En el caso chileno, al igual que en otros países latinoamericanos, la banca global sólo puede prestar directamente a través de subsidiarias establecidas con capital local y sujetas a la jurisdicción del país huésped, lo que representa en sí un elemento mitigador de la regulación bancaria (Barth et al., 2013). No obstante, esto no aísla al sistema bancario doméstico de otras fuentes potenciales de contagio, como aquellas originadas por arbitraje regulatorio. Por este motivo, es importante que la regulación chilena continúe perfeccionándose en línea con las regulaciones internacionales (IEF 2018, primer semestre).

Otro mitigador relevante para el caso de Chile ha sido la mantención, por parte del gobierno, de fondos soberanos para cumplir con su regla de gasto fiscal contracíclico

La mantención de la regla de balance fiscal a través del manejo de fondos soberanos ha permitido que las variaciones de los términos

GRÁFICO IV.9

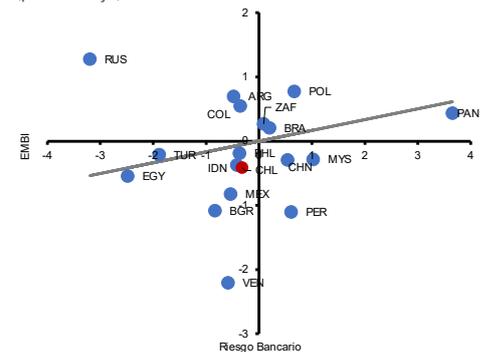
Participación de inversionistas domésticos no bancarios y volatilidad de las tasas largas (*) (porcentaje)



(*) Relaciona la volatilidad de las tasas largas con la participación de los inversionistas domésticos no-bancario en el mercado de deuda soberana. Ambas variables están ajustadas por el Teorema de Frisch-Waugh-Lovell, de acuerdo con la especificación (5) en Álvarez et al. (2019). Fuente: Banco Central de Chile en base a Álvarez, Fernandois y Sagner (2019).

GRÁFICO IV.10

Premio por riesgo soberano y métrica de riesgo bancario (*) (porcentaje)



(*) Relaciona el EMBI con una medida de riesgo bancario. Ambas variables están ajustadas por el Teorema Frisch-Waugh-Lovell y utilizan la especificación (4) de la tabla 5 en Chari et al. (2020). Fuente: Banco Central de Chile en base a Chari et al. (2020).

de intercambio, particularmente aquellos de los precios del cobre y del petróleo, atenúen el efecto de los movimientos del tipo de cambio nominal del peso chileno contra otras monedas extranjeras (Aizenman et al., 2014; Fornero et al., 2016). A su vez, esto permite contener los efectos de ciclos en el precio de materias básicas en el sistema financiero doméstico, entregando un apoyo adicional a la mantención de la estabilidad financiera. Esto se suma también a lo mencionado anteriormente sobre el rol estabilizador en flujos netos de capitales internacionales.

No obstante, cambios abruptos en las condiciones financieras internacionales pueden requerir de medidas extraordinarias

Las medidas que se deben llevar a cabo en situaciones extraordinarias buscan aminorar potenciales dificultades al acceso al financiamiento externo enfrentadas por algunos agentes económicos, así como también reducir potenciales contagios a otros mercados locales (por ejemplo, el mercado monetario). En estos casos, las fortalezas estructurales, de política e institucionales descritas anteriormente, pueden no ser del todo suficientes para evitar el contagio a los mercados financieros locales, pero sí favorecen una mayor efectividad de intervenciones en los mercados (FMI 2020). En este respecto, el BCCh en cumplimiento con su mandato de estabilidad financiera ha intervenido el mercado cambiario en nueve ocasiones desde el establecimiento del régimen de flotación cambiaria a fines de 1999. Algunas de estas intervenciones han generado cambios en la posición de reservas internacionales netas, mientras otras se han implementado mediante operaciones swaps. Más aún, en el contexto de la actual pandemia, la autoridad monetaria en Chile suscribió con el FMI una línea de crédito flexible cercana a 9 puntos del PIB y por un plazo de dos años.

Por otra parte, el uso de restricciones cambiarias como mecanismo mitigador de la transmisión de shocks externos, tales como el encaje, eran frecuentes hasta antes de la implementación del régimen de flotación cambiaria. Sin embargo, estas restricciones no eran compatibles con el nuevo régimen cambiario, y su eficacia no era evidente, más aún en un contexto de mayor apertura e integración comercial y financiera. Por este motivo, a comienzos de los 2000 el BCCh adecuó su normativa cambiaria a esa nueva realidad, y en lo más reciente, está realizando nuevos cambios normativos para facilitar la convertibilidad del peso, como parte de un proceso de modernización de su regulación cambiaria (Recuadro V.1). Con todo, cabe señalar que el marco de política macroprudencial contempla que, de manera excepcional y en caso de ser necesario para el cumplimiento de los objetivos del Banco, éste puede aplicar restricciones a los movimientos de capital en conformidad a lo dispuesto en su Ley Orgánica Constitucional.

En resumen, la mayor integración financiera ha permitido a los agentes locales acceder a condiciones favorables de financiamiento, a la vez que la economía chilena ha desarrollado sus mercados financieros domésticos. Esto, unido a los elementos descritos de las políticas macroeconómicas y financieras de la economía chilena, han ayudado a mitigar los riesgos asociados a este proceso de apertura financiera, con un vital rol jugado por la flexibilidad



cambiaría y por la solidez de su marco institucional. Adicionalmente, es importante continuar adaptándose a los desafíos de política planteados por las cambiantes condiciones domésticas e internacionales.

COMENTARIOS FINALES Y DESAFÍOS FUTUROS

Chile inició su proceso de apertura financiera a finales de los 90, lo que fue acompañado con una profundización de su propio sistema financiero. Estos elementos permitieron que los agentes locales se beneficiaran de las mejoras en las condiciones financieras externas sin que ello implique aumentar sus niveles de riesgo financiero. En lo más reciente, las protestas sociales de 2019 y la emergencia sanitaria de 2020, han generado efectos financieros y respuestas de política que han deteriorado algunos de los mitigadores mencionados anteriormente. Por tanto, existen importantes desafíos futuros que requieren fortalecerlos y profundizarlos; entre estos, destacan la necesidad de recuperar las holguras utilizadas (eg., deuda pública, capitalización de la banca). Lo anterior, se suma a los desafíos pendientes con los cuales el país contaba antes de estos eventos, tales como continuar reduciendo las brechas existentes (eg. adopción del marco de Basilea III, internacionalización de nuestra moneda, reducción en el costo de las coberturas cambiarias), y hacer frente a nuevas vulnerabilidades que pudieran surgir (eg. concentración geográfica de la exposición externa del sector corporativo no financiero, el errático comportamiento de las decisiones de inversión de las AFPs generada por los movimientos de sus afiliados).

Finalmente, como se ha destacado en IEF previos, los avances que se han producido en los últimos años tendientes a fortalecer la infraestructura financiera, han permitido continuar robusteciendo el desarrollo financiero del país. En este sentido, cabe destacar la extensión de las funcionalidades del Sistema LBTR del BCCCh a operaciones en dólares, la regulación de una cámara de pagos de alto valor para transacciones spot peso-dólares, y el desarrollo de un repositorio de transacciones de derivados. Adicionalmente, el eventual ingreso del peso chileno al Sistema CLS constituiría una señal importante de desarrollo financiero, fomentando la participación y competitividad del mercado cambiario local, y facilitaría también la provisión de liquidez en moneda extranjera bajo condiciones de estrés global.



RECUADRO IV.1 CICLO FINANCIERO GLOBAL

Diversas condiciones financieras externas resultan relevantes para determinar el costo y acceso al financiamiento externo de los agentes locales. Sin embargo, un subconjunto de éstas explica gran parte de las fluctuaciones financieras observadas en los mercados internacionales, lo que postula la existencia de un ciclo financiero global (Miranda-Agrippino y Rey, 2015). Este recuadro sintetiza la literatura al respecto.

Dentro de las condiciones financieras externas, un elemento primordial es la instancia de política monetaria en EE.UU. (tanto convencional como no convencional), la que a su vez interactúa con el grado de aversión al riesgo y la búsqueda de retornos por parte de los inversionistas internacionales/. Los cambios en la aversión al riesgo, usualmente medido a través de innovaciones en el índice VIX, impactan además las hojas de balance de los intermediarios financieros internacionales, afectando así la liquidez global (Bruno y Shin, 2015). Además, cambios abruptos en la impresión que los inversionistas tienen sobre el riesgo soberano, en particular cuando la política fiscal es percibida insostenible o cuando el estado de derecho se ve amenazado, aumentan el costo de financiamiento externo y exponen a las economías al riesgo de contagio financiero. Finalmente, los términos de intercambio son un factor relevante para las economías emergentes que dependen fuertemente de las exportaciones de materias primas (Cashin et al., 2004).

Con posterioridad a la crisis financiera global, las economías avanzadas buscaron recuperarse de la crisis a través de la implementación de políticas monetarias no-convencionales, lo que se tradujo en compras masivas de bonos a largo plazo y otros activos financieros/. Esto generó una fuerte presión a la baja sobre las tasas de interés de largo plazo, tanto de países desarrollados como emergentes (Capítulo I).

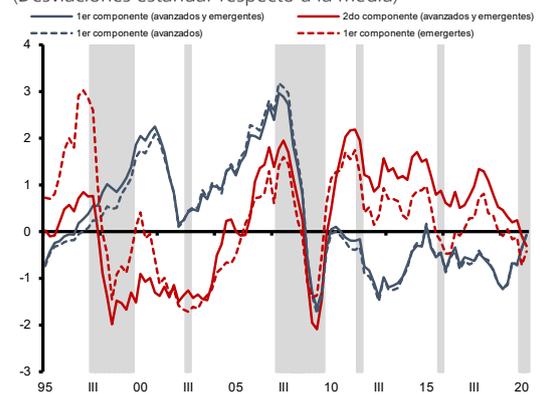
Más aún, en las últimas décadas se ha reportado un aumento de la sincronización de los precios de activos riesgosos que afectan el grado de apalancamiento de los bancos globales, la dinámica de los flujos de capitales y la expansión del crédito. Esta mayor sincronización, ha planteado la existencia de un ciclo financiero global (Miranda-Agrippino y Rey, 2015). En efecto, previo a la crisis financiera global, el factor común que explicaba, por ejemplo, la dinámica de los

flujos de capital hacia economías emergentes se movía en conjunto con aquel que explicaba los movimientos de flujos de capitales hacia economías avanzadas (gráfico IV.11). Esta sincronía fue aún más alta durante la crisis financiera global, cuando cerca de 80% de las economías (emergentes y avanzadas) registraron caídas abruptas en las entradas de capitales (anexo estadístico). Sin embargo, con posterioridad a la crisis financiera global, ambos factores siguieron patrones distintos, sugiriendo la existencia de un ciclo financiero global relevante para economías avanzadas y otro para economías emergentes.

GRÁFICO IV.11

Ciclo financiero global (*)

(Desviaciones estándar respecto a la media)



(*) Primer y segundo componentes principales de las entradas de capitales sobre PIB hacia economías avanzadas y emergentes. Las áreas sombreadas representan períodos de tensión financiera. Fuente: Banco Central de Chile en base a información del FMI.

Así, desde el 2012 en adelante, las economías emergentes experimentaron una reducción efectiva del costo de financiamiento externo producto del entorno financiero internacional, el auge en el precio de las materias primas y niveles relativamente acotados de las primas por riesgo (FMI, 2015; Chang et al., 2017). No obstante, en lo más reciente este panorama se revirtió parcialmente como consecuencia de la pandemia. Hacia adelante, este ciclo financiero global podría ser menos favorable en la medida que se empiecen a retirar los estímulos monetarios y fiscales, lo que impactaría en mayor medida a aquellas economías que hayan incrementado sus vulnerabilidades financieras.

^{1/} Varias razones explican la predominancia de la política monetaria de EE.UU. más allá de su rol como reserva de valor, dada su relevancia en: (i) el comercio exterior, (ii) la compra y venta transfronteriza de instrumentos financieros y (iii) la denominación de acreencias y obligaciones internacionales (Gopinath et al., 2020).

^{2/} Sumado a una política monetaria convencional expansiva sin precedentes, la que incluso llegó a niveles negativos en algunos casos.

V. DESARROLLOS DE POLÍTICA FINANCIERA

En este capítulo se revisan los principales desarrollos de política financiera locales e internacionales. Durante este semestre continúa la aplicación de medidas para enfrentar las consecuencias económicas y financieras de la crisis sanitaria, lo que no ha sido impedimento para que la Agenda de Implementación de la Política Financiera del Banco Central de Chile (BCCh) continúe avanzando, así como otras iniciativas permanentes de regulación financiera.

MEDIDAS PARA ENFRENTAR EFECTOS DEL COVID-19

La prolongación de la crisis sanitaria por sobre lo esperado inicialmente ha llevado a que, para mitigar sus efectos económicos y financieros, en gran parte de las jurisdicciones analizadas, Chile incluido, se mantengan varias de las medidas de política financiera adoptadas durante el primer semestre de este año, y a que se adopten otras nuevas.

Principales medidas adoptadas en Chile

La respuesta de regulación financiera en Chile a la pandemia, se ha mantenido y extendido a través de acciones coordinadas por las distintas autoridades financieras. No se incluyen en el análisis las medidas excepcionales de provisión de liquidez adoptadas por el BCCh, y que están disponibles en el sitio web institucional.

Modificaciones regulatorias para facilitar la extensión de créditos FOGAPE

La CMF y el Ministerio de Hacienda han realizado ajustes normativos, en especial para potenciar los efectos de los créditos FOGAPE (tabla V.1), los que como se señaló en el Capítulo 3 han sido muy importantes para mantener el flujo del crédito en la economía.

Dentro de los ajustes normativos que ha llevado a cabo la CMF respecto del FOGAPE destacan en primer lugar la modificación al reglamento de éste el 26 de junio, para tomar en cuenta los cambios legales transitorios que habían flexibilizado los requisitos de postulación a las garantías del fondo y las tasas máximas de interés a cobrar cuando los créditos sean otorgados por instituciones que tengan acceso al BCCh. Luego, el 21 de julio se hicieron ajustes al compendio de normas contables de la CMF, para incluir dentro de los reportes de información el porcentaje del deducible asociado a los créditos con garantía FOGAPE covid 19, así como las provisiones para cubrir las pérdidas esperadas por esas operaciones. Finalmente, el 21 de agosto se cambia la normativa que permitía considerar como parte de las provisiones voluntarias que componen el patrimonio efectivo, una proporción de las garantías concedidas por

TABLA V.1
Ajustes normativos implementados por la CMF y el Ministerio de Hacienda.

Fecha	Norma modificada	Modificación
26 de junio	Ministerio de Hacienda modifica el reglamento FOGAPE	Disminuye deducibles aplicables a instituciones financieras beneficiadas por la garantía y aumenta el financiamiento máximo para empresas con ventas menores a 1.000 UF
21 de julio	CMF realiza ajustes al Compendio de Normas Contables	Requiere que las instituciones financieras reporten el porcentaje del deducible asociado a las operaciones de créditos con Garantía FOGAPE y, también, que reporten las provisiones constituidas por dichos deducibles.
21 de agosto	CMF realiza cambios al Capítulo 12-1 de la Recopilación Actualizada de Normas	Los montos de los créditos que se encuentran garantizados por el Fisco de Chile, CORFO y el FOGAPE, pasan de tener un ponderador por riesgo de crédito de 100 a 10% para efectos de la definición de los APR. Se modifica la disposición que permitía considerar como parte de las provisiones voluntarias que componen el patrimonio efectivo, una proporción de las garantías concedidas por el Fisco de Chile, CORFO y el FOGAPE, vinculadas a los créditos otorgados por los bancos.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA V.2
Ajustes normativos implementados por el BCCh

Fecha	Modificación
4 de agosto	Se emite nueva normativa sobre Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y Extranjera que incorporó un protocolo especial para implementar acciones en situaciones de contingencia.
3 de septiembre	Se renueva, por un nuevo periodo de 90 días corridos, las medidas excepcionales y transitorias en materia de gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, en respuesta a la persistencia de las circunstancias de contingencia que dieron lugar a la adopción de estas medidas.
24 de septiembre	Se permite la inversión de los recursos del FOGAPE en instrumentos derivados cuyo objeto sea la cobertura del riesgo de tasa de interés y/o de tipo de cambio de otras las inversiones del fondo.

Fuente: Banco Central de Chile.



el Fisco de Chile, CORFO y el FOGAPE, vinculadas a los créditos otorgados por los bancos. Al mismo tiempo, se incorporan a la categoría 2 de la clasificación de activos ponderados por riesgo, los montos de los créditos que se encuentran garantizados por el Fisco de Chile, CORFO y el FOGAPE, pasando de tener un ponderador por riesgo de crédito de 100% a 10%.

Por su parte, el BCCh realizó ajustes normativos asociados a la inversión de los recursos del FOGAPE a través de una modificación en el Capítulo III.K.1 de su Compendio de Normas Financieras (CNF), la que permitirá utilizar instrumentos derivados para gestionar riesgos de tasas de interés y cambiarios que puedan subyacer en la inversión de estos recursos^{1/}.

Extensión de flexibilización a regulación de liquidez aplicable a las empresas bancarias (Capítulo III.B.1.1, CNF)

Posteriormente, el día 4 de junio el Consejo resolvió renovar, por un nuevo período de 90 días corridos, las medidas excepcionales y transitorias en materia de gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, la que fue nuevamente renovada hasta el 15 de enero de 2021, en respuesta a la persistencia de las circunstancias de contingencia que dieron lugar a la adopción de estas medidas (tabla V.2).

Esta suspensión de los requisitos de límites se aplicó para los descargos de plazo, tanto en base contractual como ajustada tanto a 30 como a 90 días, no obstante, no se aplicó al límite de razón de cobertura de liquidez (LCR) debido a que se estimó que la CMF a través de su proceso de supervisión puede evaluar eventuales desviaciones de dicho requerimiento, haciendo uso de su juicio supervisor.

Incorporación de protocolos de contingencia a regulación del BCCh para el funcionamiento de la Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y Extranjera (Capítulo III.H.1, CNF)

El 4 de agosto fue emitida la nueva normativa sobre Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional y Extranjera (Capítulo III.H.1, CNF) que incorporó un protocolo especial para implementar acciones en situaciones de contingencia. El BCCh ha activado dicho protocolo en dos oportunidades, debido a las dificultades que se han presentado producto de las situaciones derivadas de la crisis social y de la pandemia. Estos eventos han afectado el proceso de compensación de la Cámara debido al importante componente físico, de capital humano y logístico que este incluye.

La primera activación del nuevo protocolo ocurrió el 10 agosto, cuando se suspendió por un plazo de tres meses la aplicación del límite individual de cincuenta millones de pesos para presentar a

^{1/} La inversión en estos instrumentos deberá ser compatible con las limitaciones de endeudamiento del Fondo, contenidas en el Reglamento de Administración del FOGAPE dictado por la Comisión y deberá cumplir con la regulación aplicable a las operaciones de derivados dictada por el Banco Central de Chile, tanto financiera como cambiaria, contenida en el Capítulo III.D.1 del Compendio de Normas Financieras y en el Capítulo IX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, o la normativa que en el futuro pudiera modificarla o reemplazarla.

canje, compensación y liquidación a través de esta Cámara los vales y otros documentos a la vista emitidos en moneda nacional por empresas bancarias. La segunda activación fue el 7 de septiembre, cuando se resolvió que los bancos deudores que sean participantes de esta Cámara puedan pagar sus saldos netos deudores en dólares mediante transferencias SWIFT interbancarias, contra cuentas corrientes en dólares que mantengan en sus bancos corresponsales, en la plaza de Nueva York. Esta última medida se extenderá por un período de tres meses o hasta que pueda efectuarse operativamente a través del Sistema LBTR USD la liquidación de los saldos netos deudores en dólares resultantes de la Cámara.

Este nuevo protocolo fue implementado en coordinación con la CMF e incluye mecanismos para que ambas instituciones puedan reaccionar y tomar decisiones conjuntamente con la mayor oportunidad posible.

En el ámbito legislativo, durante este semestre se aprobó el retiro de una fracción de los ahorros previsionales

En julio se aprobó una reforma constitucional para permitir a los afiliados del sistema privado de pensiones regido por el DL 3.500, de manera transitoria, excepcional, voluntaria y por una única vez, el retiro del 10% de los fondos acumulados en las cuentas de capitalización individual de cotizaciones obligatorias, con un tope máximo de 150 UF y mínimo de 35 UF^{2/}. La Superintendencia de Pensiones flexibilizó los límites de inversión en ciertas contrapartes e instrumentos, además de autorizar el uso de nuevos instrumentos de inversión, de modo de facilitar el reacomodo y liquidación de los fondos de pensiones, para mitigar posibles disrupciones en los mercados como consecuencia de la liquidación masiva de instrumentos financieros. Para apoyar este proceso de liquidación de activos de las AFP, el BCCh anunció en julio un conjunto de medidas para resguardar la estabilidad del sistema financiero: la compra de bonos bancarios, la compra al contado y venta a plazo de estos mismos instrumentos, además de la compra de depósitos, lo que se detalló en el Capítulo I de este Informe.

Principales medidas adoptadas internacionalmente para enfrentar la pandemia

Al igual como ha ocurrido en Chile, se observa una respuesta internacional amplia a la pandemia por parte de diversos reguladores financieros y bancos centrales. Las principales medidas adoptadas corresponden al relajamiento de requerimientos normativos de capital y liquidez, para asegurar la estabilidad financiera y así proteger a la economía real de daños aún más severos que los que experimentaban como consecuencia de las medidas adoptadas para controlar la crisis sanitaria. Estas medidas, han continuado implementándose en diversas jurisdicciones durante la segunda parte del año, aunque con una frecuencia menor.

Entre las principales medidas adoptadas por las jurisdicciones publicadas hasta el IEF del primer semestre 2020, es posible distinguir

^{2/} En el evento que el 10% de los fondos acumulados sea inferior a 35 UF, el afiliado podrá retirar hasta dicho monto.



aquellas orientadas a la reducción de los colchones de capital y contra-cíclico (CCyB), buscando evitar la contracción del crédito por parte de los bancos y aminorando el efecto en la actividad financiera. Asimismo, se implementan medidas de relajamiento a los requerimientos normativos de liquidez y de políticas de otorgamiento de crédito y/o clasificación de morosos, las cuales muestran una amplia adopción (tabla V.3). Durante el segundo semestre, se observa una disminución en el número de jurisdicciones que han implementado medidas de relajamiento normativo, aunque se mantienen como las más activas aquellas orientadas a las facilidades de entrega de créditos y clasificación de deudores.

En Chile, tanto el BCCh como la CMF han tomado un rol activo en la adopción de este tipo de medidas, como se muestra en mayor detalle en el título anterior, implementando acciones en las áreas de requerimientos de liquidez para bancos (descalce), ampliando la constitución del encaje monetario en moneda extranjera, así como facilitando el flujo del crédito a personas y empresas (FOGAPE). Por otro lado, en relación al CCyB, al encontrarse aún en proceso de implementación normativa, no ha sido considerado dentro de las medidas posibles de acción.

En conclusión, de las medidas implementadas por las distintas jurisdicciones se observa que éstas tienden a tener una evolución acorde al desarrollo de la pandemia. Así, en un inicio, se observa una amplia adopción de medidas, donde el foco está en el sistema financiero y su fortalecimiento, para lo cual los bancos centrales juegan un rol determinante. Posteriormente, una vez tomadas las medidas de relajación posibles para reforzar la estabilidad financiera, se mantiene la implementación de medidas orientadas a personas y empresas, que permitan acelerar la reactivación.

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

La amplia respuesta a la pandemia de las autoridades financieras, no ha impedido que al mismo tiempo se avance en desarrollos de mediano y largo plazo. En este contexto, a continuación, se presentan el avance de la agenda para implementar la política financiera del BCCh para el año 2020, así como los principales desarrollos no relacionados con la pandemia de los demás reguladores financieros, y leyes aprobadas recientemente por el Congreso.

Agenda de Política Financiera del Banco Central de Chile

La Agenda del Banco ha seguido avanzando con la materialización de nuevas modificaciones a su regulación cambiaria y el avance de proyectos que permitirá materializar otros desarrollos importantes durante el presente año.

Modernización de la regulación cambiaria

Durante este semestre se publicó en consulta nuevos ajustes al Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI), con el fin de ampliar las operaciones de cambios internacionales que se pueden realizar con pesos chilenos. Este cambio normativo entrará

TABLA V.3

Medidas de relajamiento de capital y liquidez para bancos, asociadas a pandemia por Covid-19, número de jurisdicciones (1)

	Medidas de países individualmente		
	Acumulado al 31 de Mayo	Posterior al 01 de junio (2)	Chile (3)
Reducción/relajamiento de requerimientos de liquidez	18	7	Sí / BCCh
Reducción de encaje	16	3	Sí / BCCh
Reducción de CCyB	14	0	No
Reducción búffer de conservación u otro de capital	17	2	No
Diferir aumentos de capital	10	5	Sí
Relajamiento de políticas de otorgamiento de crédito y/o clasificación de morosos	25	14	Sí / CMF

(1) No considera medidas tomadas por el BCE. (2) Considera jurisdicciones tanto nuevas como antiguas respecto del período anterior. (3) Para Chile no se hace diferencia de períodos, dado que todas las medidas siguen vigentes.

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

en vigor el próximo 1 de enero, y se explica con más detalle en el Recuadro V.1.

Implementación de colchón de capital contra cíclico (CCyB)

La Ley General de Bancos (LGB), según lo establecido en su artículo 66 ter, confiere al BCCh la responsabilidad de determinar la activación o desactivación del CCyB. Como se señaló en el IEF anterior, el BCCh está desarrollando internamente la documentación y protocolos que permitirán comunicar al mercado los principios orientadores y elementos que considerará el Consejo del BCCh en la implementación de esta herramienta.

Los mecanismos de coordinación internos y con la CMF requieren avanzar con anticipación, especialmente con el objetivo de completar el marco regulatorio de implementación de Basilea III. En consecuencia, este tipo de documentación, que conforma una buena práctica de transparencia a nivel internacional, está en proceso de desarrollo, adopción y adaptación al contexto institucional establecido en Chile, por parte del BCCh, con el objetivo de publicarla antes del fin del ejercicio en curso.

El objetivo del BCCh en el desarrollo y publicación de esta documentación, es otorgar el mayor grado de transparencia al mercado en el uso de esta herramienta. En ese sentido, esta documentación explicitará los objetivos estratégicos del Consejo que orientarán la toma de decisiones, un conjunto de indicadores económicos y financieros clave que servirán como insumo para el análisis, los elementos fundamentales y metodologías generales de los diferentes modelos cuantitativos (teóricos y empíricos) que serán utilizados, junto con el rol del análisis cualitativo para llegar a la decisión final, siempre guiada por los objetivos estructurales del BCCh en relación a la estabilidad del sistema financiero.

El proceso formal de decisión se canalizará a través de Reuniones de Política Financiera (RPF) trimestrales, acompañadas de un comunicado formal de la decisión del Consejo en el cual se dará a conocer claramente el nivel de CCyB por el que el Consejo ha optado y las principales razones para ello, la fecha en que el requerimiento entra en vigor, y la trayectoria que el Consejo espera siga el CCyB en un horizonte de mediano plazo.

Desarrollos de regulación para enfrentar los avances en los mercados de pagos minoristas

El BCCh ha continuado trabajando en la elaboración de un marco regulatorio para compensación de pagos de bajo valor, como se informó en el Informe anterior, y se espera en las próximas semanas publicarlo para consulta pública.

Por otra parte, el Banco ha decidido revisar los requisitos prudenciales que se exigen a los Operadores de Tarjetas de Pago, considerando el proceso de implementación del modelo de 4 partes. Se estima que es posible reducir los requerimientos de capital y liquidez para estas entidades, sin que ello comprometa los niveles de seguridad del sistema. Esto debiera facilitar el ingreso de nuevas entidades para que desarrollen esta actividad, lo que a su vez debiera tener



un efecto positivo en los niveles de competencia y permitir a los comercios contar con más alternativas de adquirentes.

Infraestructuras de mercado financiero

Como ha sido informado en IEF anteriores, en los últimos años el BCCh ha desarrollado una serie de iniciativas regulatorias con el fin de robustecer y ampliar el marco de las infraestructuras del mercado financiero en Chile. El detalle de estas medidas, así como su grado de avance se encuentra descrito en el Capítulo VI.

Implementación de Basilea III

El proceso de implementación regulatoria de Basilea III ha seguido avanzando. Recientemente se publicó la versión final de la norma de la CMF que establece la “metodología estandarizada para el cómputo de activos ponderados por riesgo operacional” y la norma que detalla los “factores y metodología para bancos o grupo de bancos calificados de importancia sistémica y exigencias que se podrán imponer como consecuencia de esta calificación”. Ambas normas recibieron el informe previo favorable del Consejo del Banco Central, y recogen los principales elementos de los estándares de Basilea III y la práctica internacional, con adaptaciones que consideran las particularidades del mercado local.

Adicionalmente, la CMF ha publicado la versión final de otras normas que también buscan implementar los estándares de Basilea III, aunque no requieren informe previo del BCCh. Estas corresponden a la norma que fija las condiciones de supervisión de capital básico adicional de acuerdo a los artículos 66 bis y 66 ter de la LGB, que corresponden a los colchones de conservación y contracíclico, respectivamente; la evaluación de la suficiencia de patrimonio efectivo de los bancos (conocido como pilar 2) y los ajustes necesarios para adaptar lo necesario a la norma de clasificación de gestión y solvencia; la norma que establece deducciones y formas de contabilización de los diferentes componentes del patrimonio efectivo; además de la normativa que determina la relación entre capital básico y activos totales o de apalancamiento, de acuerdo a lo indicado por la LGB en el artículo 66.

En cuanto a la normativa de Pilar 2, publicada en septiembre, se distinguen dos procesos como parte de la revisión supervisora. En el primero, los bancos realizan una autoevaluación anual de su capital respecto a sus objetivos internos de patrimonio efectivo, estrategia y planificación del negocio. El segundo se refiere a la evaluación de la CMF sobre la suficiencia del patrimonio efectivo para respaldar el perfil de riesgo considerado. Si, como resultado de estos procesos, se observa que hay riesgos no suficientemente cubiertos con las exigencias generales (Pilar 1), la CMF puede establecer una resolución fundada para requerir mayor capital al mínimo legal exigible para los bancos en forma individual, la que no podrá superar el 4% de los APR netos de provisiones.

En el mes de octubre fue publicada para consulta la normativa que promueve la disciplina y transparencia de mercado a través de la

divulgación significativa y oportuna de información asociada al perfil del banco, conocida como "Pilar 3". Cuando entre en vigencia, los bancos tendrán un documento único que ofrece a sus partes relacionadas una lectura de parámetros prudenciales que mejora la comparabilidad entre instituciones bancarias nacionales e internacionales – que incluye composición de capital, coeficiente de apalancamiento, índices de liquidez, indicadores de riesgo, aspectos de gastos de apoyo, entre otros.

Cabe destacar que antes de diciembre del presente año deben publicarse las normas de emisión de instrumentos híbridos (acciones preferentes y bonos sin plazo fijo), además de las normas de cómputo de activos ponderados por riesgo de crédito y mercado.

Plan Estratégico de la CMF

En septiembre pasado la CMF presentó su plan estratégico 2021-2022, que busca materializar los beneficios de la integración de las agencias de supervisión financiera de valores, seguros y bancos en Chile. Para ello, este plan contempla diversas iniciativas estratégicas con el fin de fortalecer sus capacidades regulatorias y supervisoras para cautelar la solvencia de las entidades supervisadas, la adecuada conducta en el mercado y protección al cliente.

En el ámbito regulatorio de dicho plan, destacan los proyectos para el diseño y la implementación de un proceso regulatorio integrado, para una propuesta de ley de conglomerados, la implementación en curso de los estándares de Basilea III, una futura propuesta de ley de resolución para bancos, y el fortalecimiento del marco normativo para la supervisión basada en riesgos para compañías de seguros.

En cuanto a supervisión, el plan declara que se busca fortalecer y sistematizar estos procesos lo cual, entre otras cosas, implica la generación de un modelo integrado de supervisión, la implementación de un proceso de gestión de riesgos macroprudenciales y la generación de un modelo de supervisión de conglomerados.

Respecto de conducta de mercado y protección del cliente financiero, el plan contempla la creación de una política de supervisión de conducta de mercado respecto de la protección al cliente financiero y una política de supervisión para la transparencia e integridad en el mercado de valores. Esto iría acompañado de un fortalecimiento de las capacidades sancionatorias y de investigación que le permitan cumplir estos objetivos.

Iniciativas legales

Las iniciativas descritas en esta sección permitirán incorporar perfeccionamientos relevantes y estructurales para el sistema financiero, si bien algunas de ellas se priorizaron o aceleraron por la necesidad de responder a la crisis sanitaria y económica.

En julio se aprobó una reforma constitucional que faculta al BCCh a comprar y vender instrumentos de deuda emitidos por el Fisco. Cabe destacar que esta facultad sólo puede ser ejercida cuando lo requiere la preservación del normal funcionamiento de los pagos, y tiene que ser de carácter excepcional, transitorio, contar con



acuerdo de al menos 4 Consejeros, y las transacciones se deberán realizar a través del mercado secundario.

En octubre se promulgó la Ley 21.276, la que modifica distintas leyes (proyecto misceláneo) con el fin de cautelar el buen funcionamiento del mercado financiero. Este cambio legal introduce ajustes específicos en el DFL 251 sobre Compañías de Seguros, el D.L. 3.500 sobre fondos de pensiones y la Ley de Mercado de Valores (LMV).

En el caso del DFL 251, las modificaciones aprobadas condicionan las disminuciones de capital y reparto de dividendos al cumplimiento de requisitos de solvencia y faculta a la CMF para extender el límite máximo de endeudamiento que no genera reservas técnicas hasta 1,5 veces el patrimonio de las compañías. Adicionalmente, introduce disposiciones para facilitar que las compañías gestionen rebajas masivas de ratings de riesgo crediticio relacionados con los instrumentos de renta fija de su cartera de inversiones. A su vez, en el D.L. 3.500 se aumenta el rango dentro del cual el BCCh puede establecer el límite para la inversión de los Fondos de Pensiones en activos alternativos; dicho límite superior pasó de 15 a 20% del fondo.

La modificación de la LMV busca facilitar procedimientos administrativos para que empresas emitan bonos en el mercado local, acortando los plazos para la citación de juntas de accionistas o asambleas de socios de emisores de valores de oferta pública, y se permite que los emisores ya inscritos en el registro de valores de la CMF puedan optar por la inscripción automática de títulos de deuda.

Desde la publicación del último Informe entraron en vigor la Ley N°21.236 que regula la portabilidad financiera, y la Ley N° 21.334 que limita la responsabilidad de los titulares o usuarios de tarjetas de pago y transacciones electrónicas en caso de extravío, hurto, robo o fraude. Ambas iniciativas han sido analizadas en Informes anteriores.

Desarrollos internacionales

Los organismos internacionales y autoridades en otros países han continuado con el desarrollo de política financiera no relacionadas con la pandemia. El BCCh participa como miembro en algunas de estas instancias internacionales, como por ejemplo el grupo de trabajo Fintech del FSB, el Comité de Mercados Financieros de la OECD y el ejercicio anual del monitoreo de intermediación financiera global del FSB, actualmente en preparación y cuyos resultados actualizados para Chile se presentarán en el próximo informe^{3/}. En lo más reciente destacan iniciativas relacionadas con pagos transfronterizos, cambio climático y diversos temas Fintech, lo que se detalla a continuación. Cabe señalar que el BCCh participa directamente en algunas de estas instancias.

Pagos transfronterizos

^{3/} Ver Recuadro V.2 del IEF del primer semestre de 2019 para una revisión de la metodología y principales resultados para Chile de esa versión del ejercicio.

Una de las prioridades del G20 este año es mejorar los pagos transfronterizos, incluyendo las remesas. Por la relevancia del G20, esta puede ser la iniciativa con mayor apoyo político en esta materia, y su objetivo es lograr que los pagos transfronterizos sean más rápidos, baratos, transparentes e inclusivos.

Como parte de este proceso primeramente se realizó un diagnóstico sobre las principales fricciones que afectan a los pagos transfronterizos, y luego se identificaron 5 áreas prioritarias y 19 "*building blocks*" para avanzar en el objetivo señalado. En lo más reciente, se publicó un "*roadmap*" muy detallado para hacerlo.

En términos generales, una de las conclusiones es que avanzar en esta materia requiere de una multiplicidad de factores y de coordinación entre distintos agentes públicos y privados, así como entre países. Mientras más países avancen de manera coordinada en el mayor número posible de *building blocks*, más probable será cumplir con los objetivos buscados.

Cambio climático

Las Autoridades han continuado las acciones orientadas a comprender los riesgos y oportunidades financieras del cambio climático. Como fue reportado en el IEF anterior, la Superintendencia de Pensiones, la CMF y el BCCh, liderados por el Ministerio de Hacienda, han continuado con el trabajo en torno a la Mesa de Finanzas Verdes. Luego de haber realizado una declaración conjunta y haber suscrito el Acuerdo Verde el año 2019, en conjunto con asociaciones del mercado financiero, durante este año corresponde implementar y darle seguimiento a los compromisos de este Acuerdo, lo que se presentó como "Hoja de Ruta 2020+".

Esta Hoja de Ruta además tiene como objetivo generar capacidades para las autoridades e industria para la gestión de los riesgos y oportunidades del cambio climático, el desarrollo de las finanzas verdes y la promoción de la cooperación internacional en la materia. En particular, la Mesa de Finanzas Verdes se encuentra trabajando con el apoyo de la Climate Bond Index (CBI) para desarrollar un sistema de clasificación para actividades productivas sustentables, también conocido como taxonomía. Este instrumento define a las actividades productivas de acuerdo a su contribución al cambio climático, de acuerdo a criterios establecidos por la autoridad o de acuerdo a estándares internacionales, permitiendo mejorar la transparencia de los mercados financieros en materia de cambio climático, ayudando a una mejor asignación de recursos e identificando correctamente la exposición de la industria financieras a los riesgos financieros de cambio climático, entre otros beneficios.

Fintech

El FSB tiene un grupo de trabajo sobre temas Fintech, y el BCCH participa en él. En esta instancia se monitorean y evalúan las innovaciones financieras, fundamentalmente desde una perspectiva de estabilidad financiera. Recientemente se publicaron dos informes a los que se destinó parte importante de la discusión durante el año:



uno destaca el creciente uso de herramientas de regtech y suptech⁴, y el otro analiza las implicancias para la estabilidad financiera de la participación de las bigtech en finanzas en las economías emergentes y en desarrollo⁵.

TABLA V.4
Principales normas promulgadas durante el periodo IEF 2020.2

Fecha publicación	Organismo	Documento	Contenido
30/04/2020	CMF	Circular N°2252	Tratamiento de provisiones y exigencias de información para los créditos Covid-19.
05/05/2020	CMF	Circular N°2253	Ampliar a Cooperativas de Ahorro y Crédito supervisadas el tratamiento de provisiones y exigencias de información para los créditos Covid-19 del FOGAPE.
08/05/2020	CMF	NCG N°412	Modifica el alcance de la norma de acreditación de conocimientos para incorporar a los corredores de bolsa de productos como sujetos obligados a acreditarse. Adicionalmente se flexibilizan algunas disposiciones en el contexto de la pandemia Covid-19.
25/05/2020	CMF	Capítulo B-1 del Compendio de Normas Contables.	Permite a instituciones financieras utilizar los excedentes de garantías hipotecarias para la vivienda como resguardo para créditos comerciales destinados a pequeñas y medianas empresas.
26/05/2020	S.P.	NCG N°267	Incorporar nuevas alternativas de inversión para los fondos de pensiones, quienes podrán agregar a su portafolio inversiones en activos nacionales de pequeñas y medianas empresas y en títulos representativos de oro en el extranjero.
15/06/2020	CMF	NCG N°30	Modifica NCG N°30 con el fin de simplificar la inscripción de deuda y acciones en el contexto del Covid-19, facilitando el acceso a financiamiento de empresas que requieren levantar fondos durante la pandemia.
07/07/2020	CMF	Capítulo 20-10 RAN	Entregar a entidades bancarias y otras instituciones financieras los lineamientos y mejores prácticas en materia de seguridad de la información, ciberseguridad y así reducir brechas.
27/07/2020	S.P.	Régimen de Inversión	Flexibilizar en forma excepcional y transitoria normas de inversiones de los fondos de pensiones para facilitar el proceso de liquidación de activos financieros.
04/08/2020	B.CCh	Acuerdo 2326-01-200730	Reemplaza la normativa sobre Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional en el país, sustituyendo el Capítulo III.H.1 del CNF.
10/08/2020	B.CCh	Acuerdo 2331E-01-200807	Dispone flexibilización excepcional y transitoria a normativa Cámara de Compensación de Cheques, suspendiendo la aplicación de límite individual de \$50 millones de pesos para presentar a compensación en esta Cámara.
24/08/2020	CMF	Capítulo 12-1 RAN	Modificar el tratamiento de los montos garantizados por el Fisco, CORFO y FOGAPE, asignándolos a categoría 2 para efectos del cómputo de los APR.
28/08/2020	CMF	NCG N°209 y N°318	Cautelar la solvencia de las Compañías de Seguros de Vida y ajustar el marco regulatorio a las mejores prácticas internacionales.
01/09/2020	CMF	Capítulo 8-38 RAN Bancos y Circular N°36	Permite a bancos y sus filiales de factoraje descontar facturas cedidas por terceros distintos al originador de la misma.
03/09/2020	B.CCh	Acuerdo 2337-04-200903	Renueva medidas transitorias y excepcionales que modifican el capítulo III.B.2.1 en materia de gestión y medición de posición de liquidez de empresas bancarias.
07/09/2020	B.CCh	Acuerdo 2337-05-200903	Reconoce nuevo Convenio Marco de Contratación de Derivados para el mercado local, así como un nuevo anexo complementario. Reemplaza Anexo Capítulo III.D.2 del CNF.
07/09/2020	B.CCh	Acuerdo 2337-06-200903	Dispone flexibilización excepcional y transitoria a normativa Cámara de Compensación de Cheques, permitiendo que se realice el pago de saldos netos deudores en dólares a través de transferencias SWIFT interbancarias.
14/09/2020	CMF	Capítulo 1-13 RAN y nuevo Capítulo 21-13	Establecer un marco general para la evaluación de suficiencia de capital de los bancos y la posibilidad de determinar requerimientos patrimoniales adicionales, como resultado del proceso Pilar 2.
28/09/2020	CMF	Capítulo 21-12 RAN	Define procedimientos operativos para el cálculo, implementación y supervisión de los cargos adicionales de capital (colchones de capital) de acuerdo a lo establecido en la LGB y los estándares Basilea III.
05/10/2020	CMF	Capítulo 21-30 RAN	Determina el cálculo de la relación entre el capital básico y los activos totales (razón de apalancamiento).
09/10/2020	CMF	Capítulo 21-1 RAN	Establece directrices para el cálculo del patrimonio efectivo que deberán utilizar los bancos para cumplir con los límites legales establecidos en la LGB.

Fuente: Sitios web de cada institución.

⁴/ FSB (2020 a).

⁵/ FSB (2020 b).

TABLA V.5
Principales normas puestas en consulta durante el periodo IEF 2020.2.

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
12/05/2020	CMF	Simplifica el proceso de inscripción de títulos de deuda	Facilitar las opciones de financiamiento de empresas en el contexto de la pandemia COVID-19, flexibilizando el proceso de inscripción de títulos de deuda a largo plazo.
03/07/2020	BCCCh	Nuevas operaciones de cambios internacionales que se pueden realizar en moneda corriente nacional.	Autorizar nuevas operaciones de cambios internacionales que se pueden realizar en moneda nacional, sujeto a las exigencias de información que se establezcan.
24/07/2020	CMF	Metodología estandarizada para determinar los activos ponderados por riesgo de mercado en la banca	Mejorar la gestión interna de capital y la cobertura de riesgos en la industria bancaria, acorde con estándares internacionales y la reciente modificación a la LGB.
24/08/2020	SP	Regula gestión de las AFP y la AFC en materia de ciberseguridad	Solicitar a AFP y AFC que implementen un Sistema de Gestión de Seguridad y Ciberseguridad que permita optimizar procesos y velar por la confidencialidad, integridad y disponibilidad de su información.
05/10/2020	CMF	Exceptúa la obligación de inscripción a determinadas ofertas públicas de valores	Eximir de la obligación de inscripción a nuevos tipos de ofertas públicas, con el fin de facilitar el acceso a financiamiento de las empresas mediante títulos de valores.
05/10/2020	CMF	Promueve la disciplina y transparencia de mercado a través de la divulgación de información significativa y oportuna	Permitir al mercado y a los usuarios de la información conocer el perfil de riesgo de las instituciones bancarias locales, posición y estructura de capital en un formato único, permitiendo un mejor análisis y disminuyendo las asimetrías de información entre agentes.

Fuente: Sitios web de cada institución.

TABLA V.6
Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Regulación Prudencial	Supervisión	Transparencia y gobernanza	Fintech	Respuestas a Covid-19	Otros
1	<i>Principles for operational resilience</i>	BIS -BCBS	*		*			
		BIS -BCBS	*	*	*			
2	<i>Capital treatment of securitisations of non-performing loans</i>	BIS -BCBS	*					
		BIS -CPMI / G20			*	*		
3	<i>Towards monitoring financial innovation in central bank statistics</i>	BIS -FC			*	*		
		BIS -FC			*	*		
4	<i>Measures to reduce conflict of interests in debt capital raising</i>	IOSCO		*	*	*		
		FSB	*	*	*	*		
5	<i>Global transition roadmap for LIBOR</i>	FSB			*			*
		FSB			*			*
6	<i>Roadmap to enhance cross-border payments</i>	FSB			*		*	*
		FSB	*	*	*	*	*	*
7	<i>Report on the use of supervisory (SupTech) and regulatory (RegTech) technology by FSB members and regulated institutions.</i>	FSB			*			*
8	<i>Evaluation of too-big-to-fail reforms for systemically important banks (Public Consultation)</i>	FSB	*		*			*
		FSB	*		*			*
9	<i>Financial regulators modify Volcker rule</i>	Fed	*		*			
		BIS -FSI	*		*			
10	<i>Regulating fintech financing: digital banks and fintech platforms</i>	BIS -FSI	*		*	*		
		ISDA			*	*		
11	<i>ECB intensifies its work on a digital euro</i>	ECB				*		

Fuente: Sitios web de cada Institución



RECUADRO V.1

MENORES RESTRICCIONES AL USO DE PESOS CHILENOS EN OPERACIONES CAMBIARIAS

Como se ha informado en IEF anteriores, la planificación estratégica del Banco Central de Chile (BCCh) para los años 2018-2022 contempla un proceso de modernización y simplificación de sus normas cambiarias. La segunda etapa de este proceso es la ampliación de operaciones de flujos transfronterizos de capitales (por ejemplo, créditos, inversiones, derivados y otras) que pueden ser realizadas con pesos chilenos (CLP).

Esta flexibilización se incorporará al Capítulo I del Compendio de Normas Cambiarias Internacionales (CNCI) del BCCh, y se publicó para comentarios del público en julio. Este Recuadro describe las modificaciones propuestas y algunos de sus potenciales efectos.

Descripción de la propuesta de nueva regulación

El BCCh cuenta con atribuciones conferidas por su Ley Orgánica Constitucional (LOC) para determinar las operaciones de cambios internacionales (OCI) que deben ser realizadas a través del Mercado Cambiario Formal (MCF). En el uso de estas facultades el BCCh ha establecido que la mayoría de las OCI asociadas a activos o pasivos externos, así como las operaciones de derivados transfronterizos, deben ser realizadas exclusivamente a través del MCF.

Asimismo, la LOC establece que las OCI que deben ser canalizadas a través del MCF no podrán ser realizadas en moneda nacional o con bienes, a menos que el Consejo del BCCh así lo autorice. Hasta ahora, esta autorización había sido otorgada para algunas transacciones, pero se mantenía para la mayoría la restricción de no poder ser realizadas en CLP^{1/}. La reforma puesta en consulta en julio considera un cronograma de liberalización de estas restricciones para ser implementado en 2 etapas desde enero del próximo año.

Relación entre propuesta de regulación y facultades cambiarias del BCCh

Las restricciones vigentes hasta ahora impiden a los residentes invertir directamente CLP en el exterior, y a

los no residentes invertir directamente con CLP en Chile. En otras palabras, la regulación obliga a que los flujos de capital se efectúen con divisas.

El sentido de su aplicación, al igual como sugiere la experiencia de otros países que aplican este tipo de medidas, es facilitar la eventual implementación de restricciones a flujos de capitales, las cuales eran aplicadas por el BCCh activamente hasta la década de los noventa. En la medida que avanza el desarrollo financiero de los países, se tienden a dejar atrás este tipo de restricciones, al mismo tiempo que aplican menos intensivamente restricciones a los flujos de capitales/.

En este mismo sentido, el BCCh durante los últimos 20 años ha avanzado hacia un régimen de libre movilidad de capitales. Esto, permite acceder al ahorro externo y diversificar los riesgos propios de la economía chilena (Documento de Política Monetaria BCCh - 2020). Más aún, la literatura encuentra evidencia sólo parcial de la eficiencia de este tipo de controles cuando fueron aplicados en Chile (Cowan y De Gregorio 2007; Carrière y García 2013).

Siguiendo esta lógica, las atribuciones cambiarias del BCCh han sido resguardadas en todos los tratados de libre comercio suscritos por Chile, para ser aplicadas exclusivamente en situaciones excepcionales, por un periodo acotado, y de ser necesario para el cumplimiento del mandato legal del Banco.

Es importante destacar que las modificaciones propuestas no inhiben en absoluto las facultades del BCCh de aplicar sus atribuciones cambiarias, de acuerdo a los lineamientos actuales de sus orientaciones de política y en el contexto de los compromisos internacionales asumidos.

Por último, cabe mencionar que esta medida incide únicamente en la normativa cambiaria emitida por el BCCh. Así, los distintos agentes económicos necesariamente deberán seguir cumpliendo con otros requerimientos legales y normativos asociados a estas materias, como las normas de la CMF, UAF y el SII. Adicionalmente, el hecho de permitir que ciertas OCI

^{1/} El Consejo del Banco Central ha autorizado la emisión de bonos pagaderos en pesos por parte de no residentes y la inversión en pesos de residentes en valores extranjeros inscritos en el registro de valores extranjeros de la CMF.

^{2/} Dentro de la OCDE, además de Chile dos países reportan este tipo de restricciones al FMI.

sean realizadas en CLP, no exime a los intervinientes de éstas de entregar información al BCCh cuando corresponda.

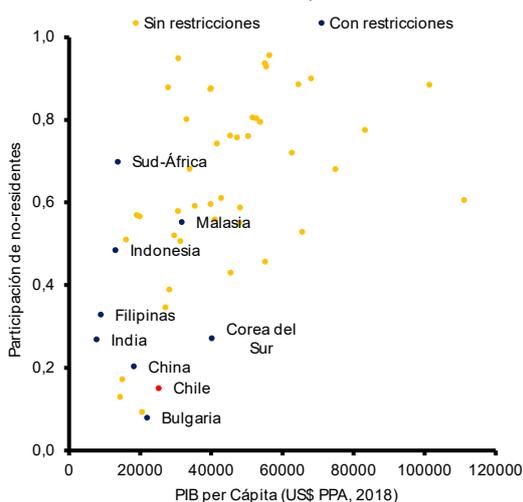
Efectos potenciales sobre los mercados locales

En términos generales, las transacciones de compra/venta de moneda extranjera pueden ser domésticas (entre residentes), transfronterizas (entre residentes y no residentes), o entre no residentes.

Los datos recopilados por el BIS sobre transacciones de moneda extranjera spot, muestran que los países que reportan restricciones al uso doméstico de moneda local en transacciones de capital^{3/} tienden a tener mercados spot locales con una alta dominancia de transacciones domésticas (gráfico V.1).

GRÁFICO V.1

Participación de no residentes en mercados de moneda extranjera locales según PIB per Cápita y restricciones al uso de moneda local en transacciones de capital



Fuente: Banco Central de Chile en base a BIS, FMI y Banco Mundial.

En el caso particular de Chile, la restricción vigente dificulta que bancos no residentes mantengan cuentas de corresponsalía o líneas de crédito pagaderas en CLP con bancos residentes. Esto, a su vez, impide que aquellos bancos no residentes accedan a fondeo en pesos fuera de Chile, lo que finalmente inhibe la transacción de fondos pagaderos en CLP fuera de Chile (o un mercado offshore de CLP).

En esta línea, datos sobre transacciones spot realizadas por bancos residentes en Norteamérica muestran que, dentro de las monedas reportadas, el CLP es la segunda moneda que menos se transa en el mercado offshore basado en Norteamérica, esto es, entre bancos residentes en Norteamérica (gráfico V.2).

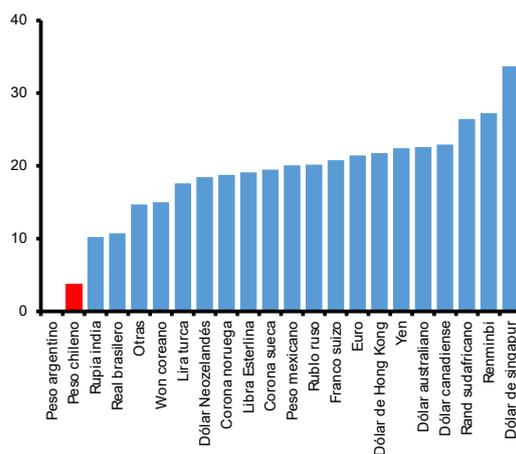
Por otro lado, la restricción vigente obliga a que las

^{3/} Esta información es recopilada desde la información cualitativa del Reporte Anual de Restricciones y Arreglos Cambiarios del FMI (AREAER, por su sigla en inglés).

entidades que celebran derivados cambiarios sobre el CLP, donde al menos una de las contrapartes sea un no residente, los celebren en modalidad “no entregable” (NDF, por sus siglas en inglés).

GRÁFICO V.2

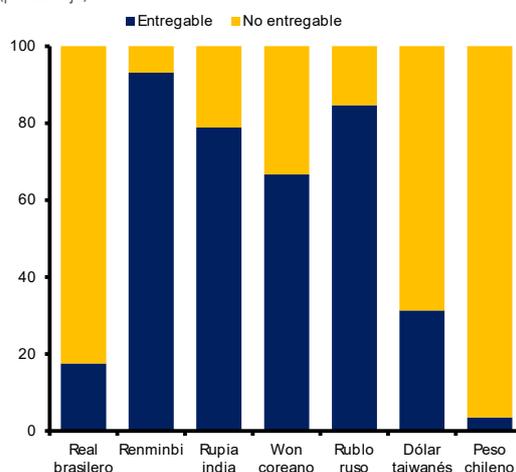
Transacciones spot entre bancos de Norteamérica sobre el total de transacciones spot realizadas por bancos de Norteamérica (porcentaje, abril 2020, paridades entre el dólar americano y cada moneda)



Fuente: Banco Central de Chile en base a FX Volume Survey April 2020 – FED.

GRÁFICO V.3

Volumen promedio de forwards según modalidad de entrega (*) (porcentaje)



(*) Para el CLP se utiliza el promedio de suscripciones diarias de octubre de 2019, para el resto de las monedas se utiliza el promedio de suscripciones diarias de abril de 2019. Las suscripciones contabilizadas para el CLP son solo los derivados celebrados con el MCF.

Fuente: Banco Central de Chile en base a BIS y datos del Banco Central.

Estas características del mercado local podrían cambiar en el futuro, como consecuencia de este proceso de flexibilización.

En este sentido, la posibilidad que abre la nueva regulación de permitir la transacción fuera de Chile de CLP facilita a que bancos no residentes puedan constituirse como contrapartes de operaciones spot para otras entidades no residentes o que entidades residentes que no sean parte del MCF puedan comprar y vender CLP fuera de Chile.

Lo anterior puede expandir el rango de contrapartes que tendrán disponibles los agentes para transar el CLP, lo que tiene el potencial de mejorar los precios asociados a esas operaciones, mejorar los niveles de liquidez y alinear el funcionamiento del mercado de moneda extranjera local con las prácticas internacionales, permitiendo así disminuir los costos en que incurren no residentes al invertir o solicitar financiamiento en CLP.

Por su parte, al permitir que no residentes celebren derivados con entrega física sobre el CLP, se habilita una forma para que los actores gestionen su riesgo cambiario, tal como ocurre con otras monedas (gráfico V.3).

Adicionalmente, los no residentes podrían acceder a nuevos productos pagaderos en pesos que faciliten la realización de OCI, tales como líneas de crédito o cuentas corrientes. Este tipo de productos permitirán, por ejemplo, que las liquidaciones de portafolios de inversión que no residentes realicen en Chile no necesariamente deban ser convertidos a divisas y repatriados a su país de origen, pudiendo quedar los saldos liquidados en CLP en Chile o en el extranjero.

La modificación normativa también permitirá que emisores de deuda, residentes y no residentes, puedan solicitar financiamiento pagadero en pesos en mercados internacionales^{4/}. Esto es especialmente importante para que empresas residentes puedan acceder a acreedores no residentes, sin necesidad de incurrir en riesgo cambiario.

El efecto neto de esta medida dependerá de si, a nivel agregado, la mayor facilidad para el uso internacional del CLP atraerá participación de no residentes como acreedores netos o como deudores netos en posiciones en CLP, es decir si constituirán pasivos o activos externos desde el punto de vista de los residentes.

En la medida que el CLP sea utilizado como una moneda de inversión, es esperable que su mayor uso internacional provoque aumentos en los pasivos externos de residentes, lo que podría estar asociado a apreciaciones del tipo de cambio y disminuciones en las tasas de interés denominadas en CLP.

Por otro lado, mayores pasivos externos asociados a

flujos de portafolio pueden aumentar la exposición de Chile a reversiones de flujos o la trasmisión de shocks externos, lo que finalmente podría aumentar la volatilidad en los precios de los activos financieros. Sin embargo, la posición macroeconómica de Chile se mantiene sólida para enfrentar dichos flujos (Ver recuadro I.1 del IEF Primer Semestre 2020).

Reflexiones finales

Esta medida puede ser muy importante para estimular una mayor competitividad y eficiencia de los mercados financieros locales, al remover trabas para que no residentes interactúen con actores del mercado local.

La reducción de restricciones al uso de CLP en transacciones transfronterizas debiera ser importante para el funcionamiento del mercado cambiario local y apunta a lograr un mercado financiero que funcione con los estándares y prácticas de común aceptación en mercados financieros desarrollados.

Sin embargo, es importante notar que la medida tomada es una condición necesaria pero no suficiente para promover estos objetivos, puesto que, en última instancia, existen varios factores que están fuera del alcance del BCCh tales como la demanda de no residentes por posiciones en CLP, así como de cambios legales o regulatorios que dependen de otras autoridades.

^{4/} Actualmente, entidades residentes y no residentes pueden emitir bonos denominados en moneda local pero pagaderos en moneda extranjera.



RECUADRO V.2 MEDIDAS PARA ENFRENTAR CRISIS SANITARIA Y ROL DEL SISTEMA FINANCIERO

La emergencia sanitaria ha generado una brusca caída en la actividad y la consiguiente disminución de ingresos de empresas y hogares. Para amortiguar el impacto, las autoridades en distintos países han adoptado inéditas medidas de política, varias de las cuales están radicadas en el sistema financiero. Con estas medidas no sólo se busca evitar problemas inmediatos para los agentes a nivel individual, sino también los efectos de largo plazo y en cadena que podrían amplificar el shock original. De esta manera, el objetivo es prevenir una recesión prolongada, con un alto costo social y con repercusiones sobre el propio sistema financiero.

Reaccionar con decisión frente a una coyuntura como la actual es fundamental, como también lo es calibrar adecuadamente las medidas implementadas. Además de asegurar su eficacia, es importante evitar que estas tengan efectos secundarios indeseados que terminen por comprometer la solvencia de los actores involucrados. Estos criterios han sido centrales en la opinión entregada por el BCCh respecto de proyectos en discusión legislativa, cuando ha sido invitado a aportar en estas instancias.

En este Recuadro se exponen las particularidades que caracterizan al sector financiero y que influyen en el impacto final de una medida aplicada sobre él. Se argumenta que, al ser este sector crucial para el funcionamiento del resto de la economía y caracterizado por una compleja estructura, es proclive a la aparición de efectos multiplicadores y de retroalimentación. Estas características precisan de una cuidadosa evaluación al momento de diseñar medidas que involucran al sector.

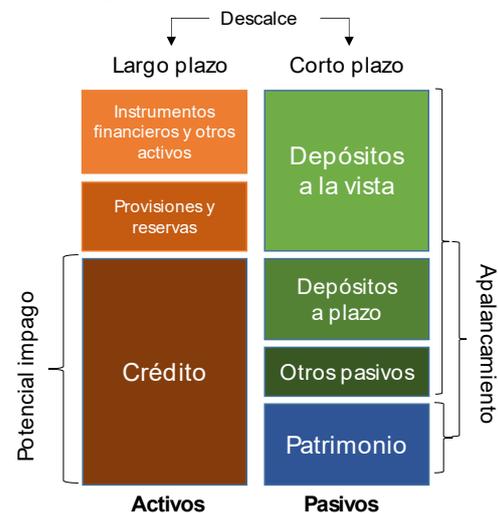
Particularidades del Sistema Financiero

El sistema financiero se distingue de otros sectores económicos al cumplir funciones centrales de intermediación de pagos en la economía; convertir el ahorro de unos en el financiamiento de otros; y diversificar riesgos (Berstein y Marcel, 2019). Dados los distintos modelos de negocio que conviven al interior del sistema financiero, las instituciones que lo integran están fuertemente interrelacionadas.

Dichas interrelaciones se manifiestan en el balance de las instituciones que lo integran. Los bancos, por ejemplo, tienen en sus activos, los créditos que otorgan a sus clientes a plazos relativamente largos y en el pasivo los depósitos que toman del público a plazos usualmente más cortos. Este descalce de plazos cumple un rol importante en la economía, pues

permite financiar inversiones de prolongada ejecución con ahorros de corto plazo, pero también representa un riesgo potencial para las contrapartes en esta transformación de madurez en caso de insolvencia. Las regulaciones se encargan de conciliar estas dos dimensiones, estableciendo límites al apalancamiento bancario, requerimientos de liquidez, constitución de provisiones y reservas, y exigiendo una continua gestión de riesgos (figura V.1).

FIGURA V.1
Balance y riesgos del sector bancario (*)



(*) Colores más oscuros dan cuenta de mayores plazos dentro cada partida del balance (i.e. activos y pasivos).
Fuente: Banco Central de Chile.

Las instituciones financieras están relacionadas entre sí no sólo por las operaciones que realizan directamente entre ellas, sino también por los mercados en los que participan. Es así como la estructura de financiamiento se entrelaza entre agentes, por ejemplo, las AFP mantienen un 46% de los bonos bancarios y las compañías de seguros de vida (CSV) son tenedoras de más del 40% de los bonos emitidos por las empresas que reportan a la CMF. Mientras, tanto AFP como CSV, administran los ahorros de millones de cotizantes individuales (tabla V.2).

Por ejemplo, inversionistas institucionales, Fondos Mutuos y AFP, que son mandatados por hogares y empresas para resguardar sus ahorros e inversiones, son muy sensibles a los límites de la regulación por lo cual es necesario que mantengan ratios saludables de liquidez y solvencia. Cuando se producen mandatos muy frecuentes o se retiran montos relevantes de su portafolio, se estresan esos límites y necesitan realizar rebalances abruptos de su portafolio que, en un

mercado pequeño como el nuestro, terminan afectando los precios de distintos activos esenciales, como la moneda y los instrumentos de financiamiento de largo plazo. Junto con lo anterior, se expone a quienes se financian con estos fondos, lo que tiene consecuencias para la estabilidad de nuestra economía. Ello requiere de acciones correctivas, que apuntan a suavizar esos movimientos, y que son costosas, especialmente en períodos donde hay mayor tensión. Adicionalmente, el retiro de fondos de ahorro provoca que se reduzcan las posibilidades de inclusión de sistema financiero, afectando a las empresas y las familias. Finalmente, en términos agregados, termina exponiendo más a la economía local a los mercados financieros externos, debilitando la capacidad de reaccionar ante eventos disruptivos a nivel mundial.

TABLA V.2

Stocks por tipo de instrumento, emisor y tenedor
(MMUSD, 03 de noviembre 2020)

Instrumento	Emisores	Tenedores				
		Bancos	Fondos mutuos	AFP	CSV	Otros
Bonos soberanos LP	Gobierno BCCh	17.967	3.861	31.350	1.050	9.872
		587	237	95	96	374
PDBC	BCCh	9.745	14.366	6.221	29	1.490
Bonos bancarios	Bancos	13.273	8.804	26.553	6.446	2.772
Depósitos a plazo		4.078	21.715	6.427	1.535	9.075
Bonos corporativos	Empresas reportantes	1.019	5.424	14.181	16.338	2.815
Acciones (*)	Empresas reportantes	-	510	10.047	484	-

(*) Cifras de acciones corresponden a septiembre del 2020 para el caso de AFP y CSV, y octubre para Fondos Mutuos.

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

Exigencias legales y rol de los reguladores

La complejidad del sistema financiero hace necesario que los diversos límites en los balances de las instituciones operen preventivamente (antes de que se produzca un incidente) y que sean administrados y supervisados por entidades especializadas, dotadas de competencias y facultades específicas, que permiten una toma de decisión coordinada.

Al tratar de resolver la situación de determinados sectores afectados por una emergencia a través de intervenciones sobre el sistema financiero, es necesario tener una visión integral de su efecto sobre el balance de las instituciones directamente afectadas y sobre el resto del sistema. De lo contrario, es probable que se omitan efectos secundarios no deseados, que van desde interrumpir el flujo normal de crédito, y/o acceso a servicios financieros, afectar directamente la liquidez y solvencia de las instituciones, hasta incluso producir efectos opuestos a los planeados.

Por ejemplo, en el caso de la banca, una de las medidas actualmente en discusión se refiere a la suspensión de remates y embargos ante impagos. Este tipo de iniciativa, junto con aquellas que involucran reprogramaciones universales de créditos^{1/}, buscan

disminuir la tensión financiera de los deudores en el corto plazo, pero involucran elevados costos directos e indirectos sobre todo el sistema. En particular, los oferentes de crédito al no poder liquidar colaterales libremente deben aumentar sus provisiones, lo que limita su capacidad para entregar crédito a quienes lo necesiten.

De manera similar, las reprogramaciones universales y obligatorias reducen el flujo de entrada de liquidez de los bancos y limitan su gestión de riesgos. Ello, además de obstaculizar su rol de provisión de fondos, restringe su capacidad para honrar sus obligaciones con los depositantes. Medidas de esta naturaleza además dificultan que la banca pueda acumular capital para cumplir con los requerimientos de solvencia que le exige la regulación vigente y que precisan para funcionar adecuadamente. Esto es particularmente complejo estando *ad portas* de la implementación de los nuevos estándares bancarios contenidos en Basilea III, por lo que aumentos de exigencias podrían ser cumplidos mediante recortes en el crédito. Sin perjuicio de lo anterior, existen y se han implementado medidas alternativas para cumplir con los objetivos que se persigue con la suspensión de cuotas, pero que evitan los efectos no deseados. Entre ellas se cuentan las reprogramaciones voluntarias, negociadas libremente entre las partes, así como suspensiones de pagos más focalizadas y apoyadas por garantías estatales.

Finalmente, otra medida en discusión se relaciona con eliminar información de impagos en el registro de crédito al cual acceden los oferentes de crédito. Esta iniciativa busca dar acceso a quienes se encuentran excluidos por incumplimientos previos. Sin embargo, tiene como efecto secundario limitar la información de la cual disponen los acreedores para evaluar el nivel de riesgo de sus clientes. En estos casos sin información confiable, los oferentes de crédito optan por asumir que los clientes se comportarán como el promedio, lo cual termina traduciéndose en mayores tasas de interés para todos los participantes y restricciones de crédito. Ello genera costos sociales, mayores a los beneficios puntuales.

Reflexiones finales

Las medidas macroeconómicas, financieras y fiscales que se han desplegado durante la emergencia sanitaria han sido inéditas, no sólo en Chile, sino también en el resto del mundo. Las políticas adoptadas se han evaluado considerando sus balances de costos y beneficios tanto a corto como a largo plazo, para el sistema financiero en su conjunto. Evaluaciones integrales y coordinadas de este tipo son necesarias cuando se pretende intervenir un sistema de la relevancia y complejidad que tiene el financiero.

^{1/} Para más detalle ver la presentación ante la Comisión de Hacienda de la H. Cámara de Diputados del 14 de julio del 2020.

Esto no significa que lo deseable para el sector financiero sea no regularlo o dejarlo operar sin límites. Por el contrario, dada su naturaleza, es uno de los sectores de la economía que más regulaciones requiere. Tampoco implica que no se le deban hacer exigencias a pesar que reduzcan sus ganancias (por ejemplo, requerimientos de capital de Basilea III). Lo que se necesita es que las medidas que se pretendan adoptar, sean debidamente formuladas y calibradas, para no incurrir en costos o consecuencias no deseadas. El diálogo y la cooperación entre los distintos actores que intervienen en las acciones de política — Ejecutivo, reguladores, Congreso Nacional y Banco Central— es fundamental para asegurar este propósito.

VI. SISTEMAS DE PAGO

En este capítulo se presentan las principales estadísticas de los sistemas de pago, y los desarrollos relacionados con las infraestructuras financieras a nivel local e internacional.

SISTEMAS DE PAGO DE ALTO VALOR

En Chile, los sistemas de pago de alto valor (SPAV) están conformados por el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), administrado por el BCCh, y una Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (CCAV), operada por ComBanc. En el primero la liquidación de los pagos se realiza de forma inmediata y en base bruta, en las cuentas de cada banco una vez recibidas las instrucciones de pago, mientras que en ComBanc se realiza una única compensación diaria al cierre de su ciclo de negocios, liquidando posteriormente los saldos netos de cada banco a través del Sistema LBTR.

GESTIÓN DE RIESGO Y LIQUIDEZ DEL SISTEMA LBTR

Desde el segundo trimestre del año 2020 se evidencia un aumento importante en la liquidación del Sistema LBTR, explicando gran parte del dinamismo de los SPAV en este período.

En el tercer trimestre de 2020, el promedio diario de pagos liquidados directamente a través del Sistema LBTR más que se duplicó respecto del mismo período del año anterior (+227% anual), explicando gran parte del dinamismo de los SPAV, que en su conjunto (CCAV y LBTR) suman pagos promedio diarios liquidados y procesados por más de \$55 billones (+166% anual) (tabla VI.1).

Al distinguir entre los distintos tipos de pagos liquidados a través del Sistema LBTR, los mayores aumentos corresponden a pagos de operaciones en las cuales el BCCh actúa como contraparte (+546% anual) y, en menor medida, a pagos de operaciones realizadas por los bancos en representación de sus clientes (Emisor/Receptor No Bancario) y a pagos correspondientes a transacciones en los mercados de valores *Over the Counter* (OTC) en modalidad entrega contra pago^{1/} (tabla VI.1, gráfico VI.1)

^{1/} Esta modalidad es coordinada por el servicio Switch ofrecido por ComBanc, donde el traspaso de instrumentos en el DCV coincide con el pago del efectivo, el que puede realizarse directamente en el Sistema LBTR o a través de ComBanc.

TABLA VI.1

Montos liquidados y procesados a través de sistemas de pago de alto valor (*)
(miles de millones de pesos)

	Tercer Trimestre	
	2019	2020
Pagos liquidados en LBTR	15.613	51.096
Interbancario	2.523	2.006
Emisor/Receptor no bancario	2.880	4.946
Mercado de Valores	4.044	5.826
CCLV	626	806
ComDer	29	43
Mercado de Valores OTC DvP	3.389	4.978
Cámaras de compensación (neto)	282	286
Cheques	46	31
Cajeros automáticos	29	43
ComBanc	207	213
Banco Central de Chile	5.885	38.031
Pagos procesados en ComBanc	5.029	3.887
Interbancario	1.213	866
Emisor/Receptor no bancario	2.094	1.964
Mercado de Valores OTC DvP	1.722	1.057
Total Liquidado SPAV	20.642	54.983

(*) Promedios diarios para cada trimestre.

Fuente: Banco Central de Chile, ComBanc y ComDer.



En el caso de los pagos interbancarios, tanto de aquellos procesados por ComBanc como de los liquidados directamente por el Sistema LBTR, se produce una reducción respecto al tercer trimestre del año anterior, que resulta consistente con la menor actividad económica de los últimos meses (tabla VI.1).

El aumento de pagos en los cuales el BCCh actúa directamente como contraparte se relaciona con el conjunto de medidas excepcionales adoptadas para enfrentar la Pandemia durante 2020.

Como fue señalado en el Capítulo V del IEF anterior, desde abril pasado el BCCh ha implementado nuevas medidas, e intensificado otras, con el objetivo de proveer liquidez al mercado financiero como respuesta a la emergencia sanitaria. Estas intervenciones, como las operaciones de mercado abierto de instrumentos del BCCh, la compra de bonos bancarios, o bien las Facilidades FCIC o LCL, se canalizan a través de la banca por medio del Sistema LBTR.

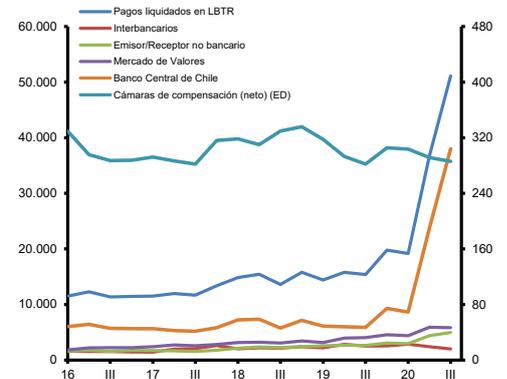
En particular, se registra una mayor actividad en la utilización que efectúan los bancos de la Facilidades de Liquidez Intradía (FLI) y de la Facilidad Permanente de Depósito (FPD). En segundo lugar, se observa un aumento de pagos relacionados a la venta de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a partir de abril, los cuales absorbieron parte de la mayor liquidez disponible a raíz de la implementación de las medidas mencionadas (gráfico VI.2).

Normalmente, los aumentos de la FPD son inversamente proporcionales al movimiento del circulante, a la constitución del encaje y al cumplimiento de exigencias de reserva técnica (gráfico IV.3, barra izquierda). Sin embargo, durante 2020 el aumento de liquidez provista por el BCCh al sistema bancario, es gestionado por entidades a través de depósitos overnight en el propio BCCh, antes de canalizar tales recursos, por ejemplo, hacia nuevos créditos. Además, inciden en una mayor utilización de la FPD un aumento probablemente transitorio de la reserva técnica y una intensificación de las operaciones de mercado abierto (gráfico VI.3, barra derecha).

En particular, el aumento de los pagos por operaciones para constituir reserva técnica desde agosto (gráfico VI.2), se relaciona principalmente con los efectos de la implementación de los cambios legales que permitieron a las personas retirar el 10% de sus ahorros previsionales, lo cual implicó un aumento de los depósitos vista bancarios^{2/}.

Se observan aumentos de los pagos por cuenta de clientes a la vez que se incorporan nuevos participantes no bancarios.

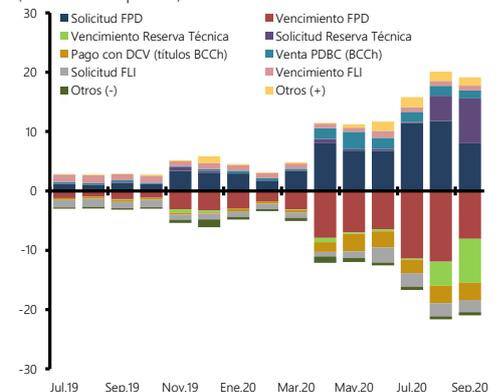
GRÁFICO VI.1
Montos liquidados a través del Sistema LBTR (*)
(miles de millones de pesos)



(*) Promedios diarios para cada trimestre.

Fuente: Banco Central de Chile, ComBanc y ComDer.

GRÁFICO VI.2
Evolución de pagos BCCh liquidados en Sistema LBTR, por tipo de pago (*)
(billones de pesos)



(*) Promedios diarios mensuales.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{2/} La regulación obliga a las instituciones bancarias a mantener por concepto de Reserva Técnica el equivalente al valor de los depósitos a vista por sobre 2,5 veces el capital pagado.

En el caso de los pagos por cuenta de clientes (Emisor/Receptor No Bancario), el aumento se relaciona con una mayor actividad en las operaciones del BCCh con los participantes no bancarios del Sistema de Operaciones de Mercado Abierto (SOMA), tanto para la provisión de liquidez tradicional y de programas especiales, como para la venta de títulos en el mercado primario^{3/}.

Adicionalmente, esta mayor actividad obedece a la incorporación a partir de marzo de este año de nuevos participantes no bancarios al mercado primario de instrumentos de deuda de títulos del BCCh, como es el caso de las administradoras generales de fondos, con el objetivo de disponer una mayor liquidez al mercado financiero en tiempos de estrés.

GESTIÓN DE RIESGO OPERACIONAL DEL SISTEMA LBTR

Asegurar la continuidad operacional de los SPAV es una preocupación de primer orden para el BCCh, directamente relacionada con su objeto constitucional de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos y, desde una perspectiva más amplia, por la estabilidad del sistema financiero.

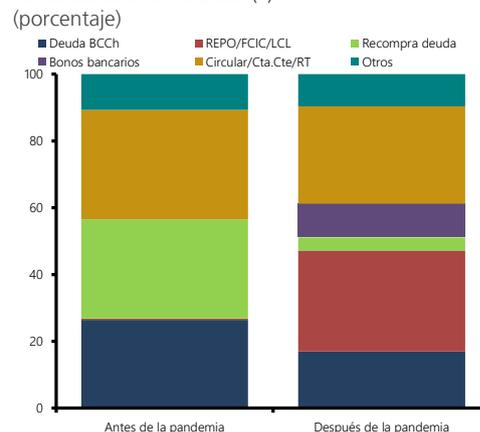
Los objetivos específicos de disponibilidad operacional establecidos por el BCCh se continúan cumpliendo de manera satisfactoria, no obstante, la complejidad de gestionar operaciones durante la pandemia.

El BCCh ha establecido objetivos de seguridad operativa consistentes con las mejores prácticas internacionales en este ámbito. De esta forma, se ha establecido para el Sistema LBTR contar con una continuidad operacional de al menos 99,8%, y una capacidad de reanudar sus operaciones, como máximo, luego de dos horas de verificado un incidente de interrupción en el servicio. Durante el 2020, la disponibilidad operacional del Sistema LBTR ha sido de 99,99%, debido a un incidente específico el tercer trimestre que interrumpió su normal operación pero que fue satisfactoriamente recuperado en 10 minutos, permitiendo cumplir con los objetivos de disponibilidad operativa propuestos (gráfico VI.4).

En cuanto a requerimientos de extensiones horarias para la liquidación de operaciones interbancarias en el Sistema LBTR, se observa que fueron activados por el BCCh con mayor frecuencia durante los dos primeros trimestres de este año (gráfico VI.5). Lo anterior se explica principalmente debido al importante aumento en las operaciones realizadas por las entidades financieras con el BCCh durante dicho período, las cuales han causado algunas interrupciones puntuales en los procedimientos operacionales y/o plataformas asociadas a la gestión de dichas operaciones, situaciones que fueron subsanadas de manera inmediata.

GRÁFICO VI.3

Facilidad Permanente de Depósito en función de componentes del balance del BCCh (*)

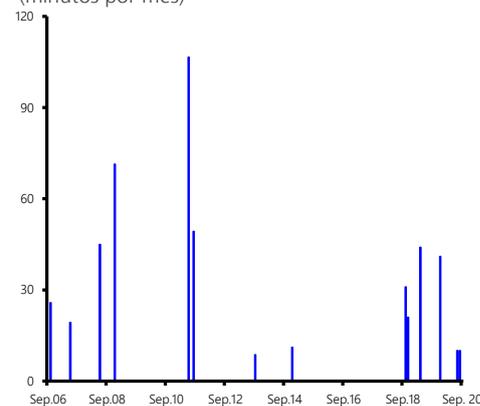


(*) Antes de la pandemia considera variación agregada desde Nov.19 a Feb.20 inclusive. Después de la pandemia desde Mar.20 a Sep.20.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO VI.4

Interrupción de disponibilidad del Sistema LBTR (minutos por mes)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{3/} Todas las compras de deuda del BCCh en el mercado primario por instituciones financieras no bancarias (tales como corredores de bolsa, agentes de valores, administradoras de fondos de pensiones, entre otros) se registran como pagos por cuenta de clientes en el Sistema LBTR.



Respecto al incidente de ciberseguridad que afectó a una entidad bancaria durante el tercer trimestre de este año, fueron utilizadas apropiadamente las herramientas de contingencia propias del Sistema LBTR

El incidente operacional que afectó a una entidad bancaria en septiembre del 2020, requirió al BCCh la utilización de las herramientas de contingencia propias de su Sistema LBTR. Específicamente, se resolvió en dos oportunidades extender el horario de liquidación de operaciones interbancarias del sistema por un período de 45 minutos y 120 minutos cada una (gráfico VI.5). Adicionalmente, fueron facilitadas plataformas operacionales transitorias para la operación directa de la entidad afectada en las instalaciones del BCCh, para lo cual se activaron espacios físicos especialmente contemplados para este tipo de situaciones de acuerdo a los protocolos de contingencia dispuestos por el BCCh (habilitación de Sala de Contingencia del Sistema LBTR).

DESARROLLOS RECIENTES EN INFRAESTRUCTURAS Y SISTEMAS DE PAGO

Durante el 2020 se registrarán importantes avances en el marco regulatorio y de supervisión de los Sistemas de Pago con el fin de robustecer los procesos de compensación y liquidación de operaciones en moneda extranjera, en base a la aplicación de estándares internacionales (Recuadro VI.1).

El BCCh implementa Sistema LBTR en Dólares

Como fue mencionado en el IEF del semestre anterior, en diciembre de 2019 fue publicada 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 a partir de marzo de este año (nuevos Caps. III.H.4, III.H.4.1, III.H.4.2 y respectivos Reglamentos Operativos). Actualmente, dicho Sistema canaliza pagos interbancarios que alcanzaron un valor promedio diario de 24 millones de dólares para el tercer trimestre, sin embargo, la mayoría de las transferencias de fondos en dólares corresponden a pagos derivados de operaciones realizadas por el BCCh (tabla VI.2)

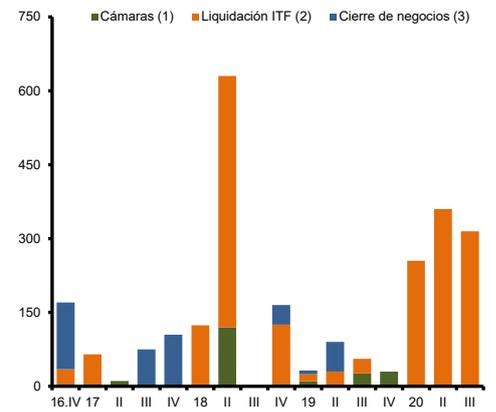
Perfeccionamientos a regulación sobre Cámara de Compensación de Cheques y otros Documentos

A inicios de agosto fue reemplazada la normativa sobre Cámara de Compensación de Cheques en Moneda Nacional, sustituyendo para ello el Capítulo III.H.1 del CNF. Los perfeccionamientos permitirán consolidar el canje, cobro y compensación de cheques y otros documentos en dólares, habilitando la liquidación de los saldos deudores netos en dicha moneda a través del Sistema LBTR en dólares. Adicionalmente, fue incorporado un protocolo especial para implementar acciones en situaciones de contingencia operacional (Capítulo V).

Consulta Pública de Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor para Transacciones Spot Peso-Dólar

GRÁFICO VI.5

Retrasos y extensiones Sistema LBTR (minutos por trimestre)



(1) Retrasos en Cámaras de cheques, de cajeros automáticos y de Compensación de Pagos de Alto Valor.

(2) Extensiones de horario de liquidación operaciones interbancarias (Instrucciones de Transferencias de Fondos - ITF), desde las 17:30 hrs.

(3) Extensiones de horario operaciones BCCh (CAS-LBTR), desde las 18:15 hrs.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA VI.2

Montos liquidados a través del Sistema LBTR USD (*) (miles de dólares)

	2020	
	II	III
Pagos liquidados en LBTR USD	1.952.551	863.912
Interbancarios	11.307	23.870
Propio	10.557	23.510
Por cuenta de clientes	750	361
Banco Central	1.941.244	840.042

(*) Promedios diarios para cada trimestre.

Fuente: Banco Central de Chile.

Continuando con el desarrollo de los sistemas de pago para el correcto funcionamiento de la economía y en concordancia con su mandato legal de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, el BCCh perfeccionará y actualizará el marco de regulación aplicable a su Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor, con el fin de permitir la compensación de pagos interbancarios de transacciones spot peso-dólar, siguiendo las mejores prácticas internacionales y procurando velar por su seguridad y eficiencia (Recuadro VI.1).

Inicio de funcionamiento del Sistema Integrado de Información sobre Transacciones de Instrumentos Derivados (SIID-TR)

Durante el último trimestre de 2020 iniciará su operación el primer repositorio de transacciones de derivados diseñado de acuerdo a estándares internacionales. La implementación de este sistema, permite ampliar el marco de infraestructuras de mercado financiero actualmente operativas en Chile.

Como ha sido mencionado en IEF anteriores, el BCCh publicó en julio de 2019 las normas definitivas^{4/} para el funcionamiento de un Sistema Integrado de Información de Transacciones de Instrumentos Derivados (SIID-TR), con el fin de superar las brechas existentes en la implementación de infraestructuras conocidas como repositorios de transacciones (TR por su sigla en inglés). Esta iniciativa busca ampliar la cantidad y calidad de información disponible sobre las transacciones de derivados, siguiendo orientaciones internacionales aplicables a infraestructuras de los mercados financieros.

A partir de dicha publicación, el BCCh ha estado trabajando en el desarrollo de los aspectos tecnológicos y de gestión necesarios para su adecuado funcionamiento. Estos aspectos incluyen posibilitar el acceso a información granular para la Comisión para los Mercados Financieros (CMF), en su calidad de fiscalizador.

El SIID-TR inició sus operaciones el 3 de noviembre de este año, oportunidad a contar de la cual los participantes que correspondan a empresas bancarias deberán realizar el envío de información de acuerdo a los estándares señalados en la normativa^{5/}.

El próximo hito de esta iniciativa correspondería al reporte de participantes distintos de empresas bancarias, planificado para mayo de 2021.

GRÁFICO VI.6

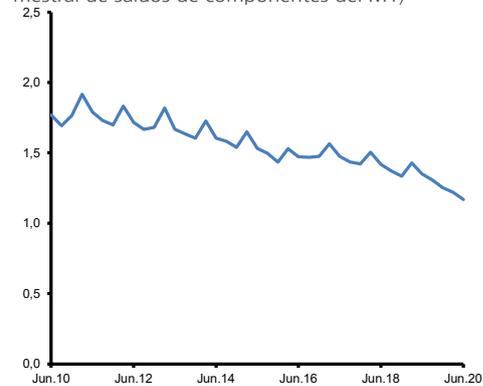
Tasa de crecimiento en 12 meses de circulante y saldos a la vista (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO VI.7

Velocidad de circulación del dinero M1 (Ratio entre el PIB nominal trimestral y promedio trimestral de saldos de componentes del M1)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{4/} Nuevo Capítulo III.D.3 del Compendio de Normas Financieras del BCCh y su correspondiente reglamento operativo (III.D.3.1).

^{5/} Cabe mencionar que partir del inicio de operaciones del SIID se dispone de un período de marcha blanca de 6 meses, para que los participantes realicen reportes de prueba y el BCCh pueda verificar la adecuada conexión y comunicación, así como la seguridad e integridad de la información recepcionada.



SISTEMAS DE PAGO DE BAJO VALOR

La incertidumbre asociada a la pandemia del COVID-19 y las políticas para enfrentar sus efectos han provocado cambios importantes en el uso de medios de pago en lo que va del año.

Durante este semestre, destaca un crecimiento a niveles récord en las tenencias del público de saldos a la vista y dinero en efectivo. Esta tendencia se profundiza luego de implementada la política del retiro del 10% de los ahorros previsionales (gráfico VI.6).

Esta dinámica ocurre en medio de disminuciones importantes en el producto y el consumo de la economía, lo que ha implicado que la velocidad de circulación del dinero en la economía disminuya. Esto sugiere que una parte relevante de esos saldos mantenidos en circulante o en depósitos a la vista correspondería a ahorro de los agentes, asociados a una demanda de dinero por motivos de precaución. (gráfico VI.7).

Las restricciones a la circulación implementadas como respuesta a la pandemia se reflejan en una menor frecuencia de giros en cajeros automáticos, al tiempo que el monto promedio del giro aumenta de manera importante (gráfico VI.8).

El importante crecimiento de la demanda de efectivo ha significado un desafío importante en términos de distribución y logística para mantener la continuidad operacional del circuito del efectivo. Esto ha sido posible a través de un trabajo conjunto con los bancos y transportadoras de valores, para garantizar el normal funcionamiento de la cadena de pagos a lo largo de todo el país.

Por otro lado, destaca una disminución importante en el uso de medios de pago distintos del efectivo, con excepción de las transferencias y pago por internet que están asociados a la modalidad no presencial (gráfico VI.9).

De manera similar, el gasto total en tarjetas como porcentaje del consumo de los hogares rompe la tendencia alcista que llevaba durante los años anteriores y disminuye de manera relevante durante el segundo trimestre de este año (gráfico VI.10).

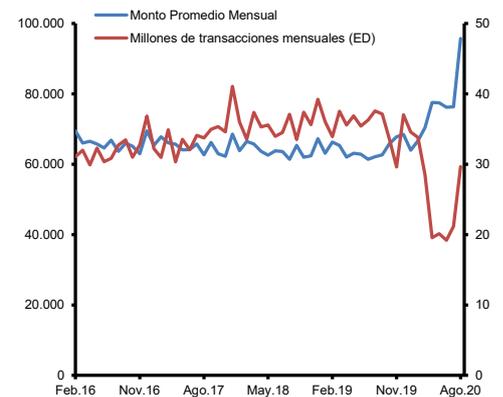
Con todo, cabe destacar que con posterioridad la implementación de la política del retiro de una fracción de los ahorros previsionales, la tendencia a la baja en los medios de pago se revierte significativamente, especialmente para operaciones de débito (gráfico VI.11).

La implementación del Modelo de Cuatro Partes (M4P) en el mercado de tarjetas ha estado sujeta a diferentes contingencias jurídicas.

La implementación de un M4P en el mercado de tarjetas es un objetivo que ha sido promovido tanto por el BCCh como por otras autoridades públicas (Recuadro VI.2, IEF del segundo semestre del 2018). Este modelo implica que los adquirentes y los

GRÁFICO VI.8

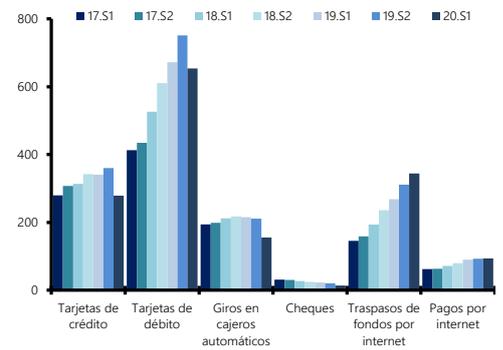
Retiros de efectivo de cajeros automáticos (Monto promedio mensual y número de transacciones al mes)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO VI.9

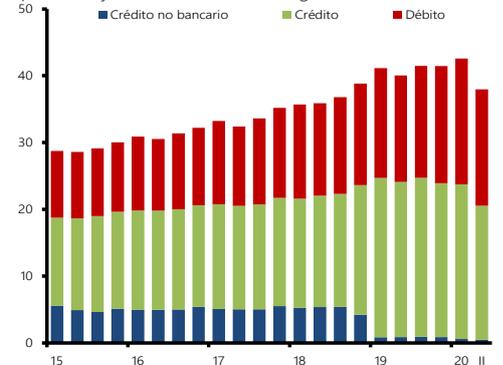
Uso de medios de pago diferentes al efectivo (millones de transacciones)



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

GRÁFICO VI.10

Gasto total en tarjetas (*) (porcentaje del consumo de hogares)



(*) Ratio construido utilizando gasto total en tarjeta en cada trimestre sin incluir retiros de efectivo sobre el Consumo final efectivo de los hogares e instituciones sin fines de lucro, referencia 2013.

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

emisores operen mediante relaciones contractuales con las marcas internacionales, y no mediante contratos firmados de manera bilateral entre adquirentes y emisores.

En marzo de este año, Transbank realizó los cambios contractuales que permitieron implementar un M4P para las transacciones con tarjetas locales, terminando así con el modelo histórico de operación para tarjetas locales en el cual los emisores de tarjetas delegaban la adquirencia en Transbank. La implementación de este modelo, entre otras cosas, significa que Transbank debió comenzar a pagar tarifas de intercambio (TI) a los emisores.

En este contexto, en abril de este año, Transbank sometió a la aprobación del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) un plan tarifario que dé cuenta de la nueva realidad de operación asociada al M4P. Dicho procedimiento se encuentra aún en curso y, mientras no concluya, la interacción entre las tarifas de intercambio fijadas por las marcas y las tarifas cobradas a los comercios en algunos rubros afectan negativamente los resultados de Transbank. Por lo anterior, si bien hay avances importantes para modernizar la estructura del mercado de medios de pago, persisten fricciones entre los distintos actores, lo que probablemente requerirá de nuevas acciones de las autoridades.

En lo más reciente, el TDLC abrió un nuevo procedimiento judicial con el objetivo de dictar instrucciones de aplicación general sobre las condiciones de competencia en los mercados de tarjetas y, en especial, sobre la interoperabilidad y la revisión de ciertas prácticas comerciales y de los incentivos que tienen los actores.

GRÁFICO VI.11

Tasa de crecimiento en 12 meses de uso de tarjetas en compras a través de Transbank (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información proporcionada por Transbank.



RECUADRO VI.1 NUEVAS INFRAESTRUCTURAS PARA PAGOS EN MONEDA EXTRANJERA

Durante los últimos meses, el Banco Central de Chile (BCCh) ha realizado desarrollos normativos con el objetivo de fortalecer la regulación aplicable a las infraestructuras de los mercados financieros (IMF), robusteciendo los procesos de compensación y liquidación de pagos interbancarios en moneda extranjera (ME) de manera consistente a los estándares internacionales.

En primer lugar, finalizando el año 2019 se publicó la regulación que permite la liquidación interbancaria de dólares estadounidenses a través del Sistema LBTR del BCCh, al incorporar el nuevo Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real en Dólares (Sistema LBTR USD)^{1/}. De esta manera, actualmente se encuentra disponible un sistema de liquidación para pagos en dólares entre las entidades bancarias locales, que tiene un menor riesgo operacional, de crédito y de liquidez en comparación con la liquidación tradicional a través de bancos corresponsales.

Esta infraestructura inició sus operaciones en marzo de este año, canalizando gradualmente pagos interbancarios en dólares a medida que sus participantes se han ido habilitando para operar en el Sistema, además de liquidar la totalidad de los pagos provenientes de operaciones en dólares entre la banca y el BCCh (Capítulo VI).

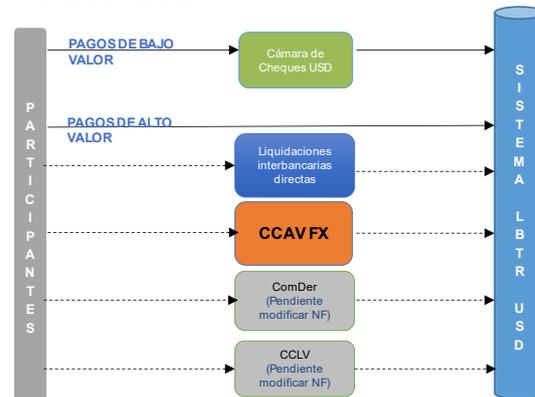
Además de los beneficios en materia de riesgo y su contribución al desarrollo del mercado financiero, la implementación del Sistema LBTR USD ha posibilitado el desarrollo de cámaras de compensación de pagos y de otras IMF que involucran como etapa final la liquidación en dólares en dicho Sistema, por lo que se espera que los volúmenes procesados aumenten en el futuro próximo (figura VI.1). En este sentido, en agosto de 2020 fue publicada la normativa aplicable a la Cámara de Compensación de Cheques y otros Documentos en Moneda Nacional y Extranjera, que determina que los saldos netos en dólares resultantes de dicha Cámara sean liquidados en el Sistema LBTR USD^{2/}.

Por otra parte, las Entidades de Contraparte Central locales (i.e. ComDer y CCLV) podrían eventualmente incorporar en sus procedimientos la liquidación en dólares de algunos de sus productos a través de una cuenta en el Sistema LBTR USD, permitiendo incrementar su competitividad a nivel internacional.

^{1/} Capítulos III.H.4.2 y III.H.4.2.1 (Reglamento Operativo) del Compendio de Normas Financieras.
^{2/} Capítulo III.H.1 Compendio de Normas Financieras.

Por último, la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera (CCAV FX), cuya regulación se emitirá para consulta pública durante el último trimestre de este año, requiere la liquidación en el Sistema LBTR USD de los saldos netos en dólares resultantes del proceso de compensación de las transacciones *spot* peso-dólar, aceptadas por dicha Cámara.

FIGURA VI.1
Compensación y Liquidación de Infraestructuras del Mercado Financiero en dólares



Fuente: Banco Central de Chile.

Nueva Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Extranjera

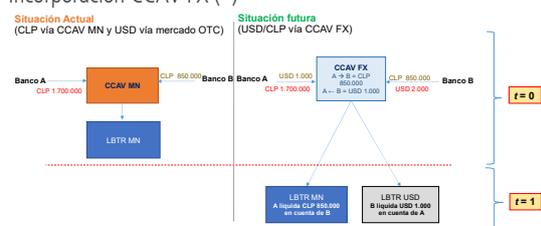
En la actualidad, la compensación de pagos derivados de transacciones *spot* peso-dólar entre bancos locales es realizada solo para el tramo peso de dichas operaciones, a través de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional (CCAV MN) operada por ComBanc S.A., donde los saldos obtenidos finalmente son liquidados a través del Sistema LBTR. Por otra parte, el tramo dólar de dichas operaciones no es actualmente compensado en una infraestructura, siendo tradicionalmente liquidado directamente de manera bilateral y a través de los corresponsales de cada banco^{3/}. Lo anterior, implica que la compensación y liquidación de este tipo de transacciones no se realiza según el estándar

^{3/} Adicionalmente, debido a la reciente entrada en funcionamiento del Sistema LBTR USD, se podría producir la liquidación de los pagos correspondientes al tramo dólar a través de dicho Sistema.

internacional de Pago contra Pago^{4/} (*payment versus payment* o PVP), es decir, los pagos correspondientes tanto al tramo peso como dólar de cada operación no se producen de manera simultánea, lo que involucra un riesgo de liquidación.

La implementación de una CCAV FX permitirá realizar la compensación de las transacciones *spot* peso-dólar interbancarias siguiendo el estándar PVP, sincronizando la compensación de ambos tramos de cada transacción, además de contar con un diseño que permita realizar la liquidación en el respectivo Sistema LBTR al día hábil siguiente bajo este mismo estándar. Para lograr esto último, la CCAV FX verificará la correspondiente disponibilidad de fondos para ambas monedas en las cuentas de los participantes en el Sistema LBTR, previo a la liquidación de las posiciones, con el fin de garantizar que la liquidación sea simultánea (figura VI.2).

FIGURA VI.2
Incorporación CCAV FX (*)



(*) En el ejemplo, se producen dos transacciones una compra de USD1.000 del Banco B al Banco A; y una compra de USD2.000 del Banco A al Banco B. Tipo de cambio 1USD=850 CLP. Los valores son sólo para fines ilustrativos. Fuente: Banco Central de Chile.

Cabe mencionar que el nuevo marco normativo que sustenta a la CCAV FX incluirá además perfeccionamientos en materia de cumplimiento de estándares y de gestión de riesgos aplicables a la CCAV MN, permitiendo así robustecer de manera integral los procesos de compensación de pagos de alto valor tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

Infraestructuras para un mercado financiero global

El proceso de modernización de la regulación cambiaría del BCCh contempla entre otros aspectos modificaciones al Compendio de Normas de Cambios Internacionales orientadas a una mayor integración financiera global, reduciendo barreras a las operaciones financieras transfronterizas y permitiendo el uso internacional del peso (Recuadro V.1). Esta mayor integración internacional del mercado financiero chileno tiene el potencial de incrementar el tipo y valor de las transacciones en moneda extranjera, y con ello también los riesgos asociados a estas actividades, como el riesgo de crédito, el riesgo de liquidación, y las pérdidas esperadas.

El establecimiento del Sistema LBTR USD, así como la futura incorporación de la CCAV FX a partir del año 2021 al ecosistema de IMF en Chile, finalizaría una importante etapa en el proceso iniciado por el BCCh de desarrollo de infraestructuras para la compensación y liquidación de moneda extranjera, con el fin de complementar la integración internacional del mercado financiero chileno. A estos desarrollos se suma el proceso de incorporación del Peso como moneda elegible del Sistema CLS, lo que permitiría la compensación de pagos de transacciones spot y derivados, entre el peso y otras 18 monedas, en un ambiente de altos estándares operacionales y libre de riesgo de liquidación^{5/}.

Todas estas nuevas infraestructuras permitirán que los pagos en moneda extranjera sean realizados dentro de un marco equivalente al establecido para los pagos en moneda nacional, considerando estándares internacionales para el manejo de los riesgos y asegurando su adecuada firmeza e irrevocabilidad.

^{4/} Uno de los estándares recomendados internacionalmente para la mitigación del riesgo de liquidación presente en las operaciones de moneda extranjera corresponde al denominado "Pago contra Pago" (*payment versus payment* o PVP), que garantiza que la transferencia

definitiva del pago en una divisa ocurra únicamente si se efectúa el pago definitivo en otra divisa.

^{5/} Ver Recuadro VI.1 del IEF Segundo Semestre 2019.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agénor, P. y L. Pereira da Silva. 2019. "Integrated Inflation Targeting: Another Perspective from the Developing World." Bank for International Settlements.
- Ahumada L., N. Álvarez, D. Saravia. 2011. "Valorización de Fondos Mutuos Monetarios y su Impacto sobre Estabilidad Financiera". Documento de Trabajo N° 622, Banco Central de Chile.
- Aizenman, J., M. Binici y M. M. Hutchison. 2014. "The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets." NBER Working Paper 19980.
- Albagli, E. y J. Lorca. 2020. "Capital Flows and Emerging Markets Fluctuations." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Altig, D., S. Baker, J. M. Barrero, N. Bloom, P. Bunn, S. Chen, S. J. Davis, J. Leather, B. Meyer, E. Mihaylov, P. Minzen, N. Parker, T. Renault, P. Smietanka y G. Thwaites. 2020. "Economic Uncertainty Before and During the Covid-19 Pandemic". Documento de Trabajo N° 876, Banco de Inglaterra.
- Álvarez, N., A. Fernandois y A. Sagner. 2019. "Rol de Inversionistas Institucionales Domésticos sobre la Volatilidad de Tasas Soberanas de Economías Emergentes." Revista de Economía Chilena 22 (1): 82–101.
- Amstad, M., G. Cornelli, L. Gambacorta y D. Xia. 2020. "Investors' Risk Attitudes in the Pandemic and the Stock Market: New Evidence Based on Internet Searches". BIS Bulletin N° 25, Banco de Pagos Internacionales.
- Baker, S. R., N. Bloom y S. J. Davis. 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty". The Quarterly Journal of Economics, 131(4): 1593-1636.
- Banco Central de Chile. 2020. "Política Financiera del Banco Central de Chile". Febrero.
- Barth, J. R., G. Caprio y R. Levine. 2013. "Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011." Journal of Financial Economic Policy 5 (2): 111–219.
- Becerra, J. S. y A. Sagner. 2020. "Twitter-Based Economic Policy Uncertainty Index for Chile". Documento de Trabajo N° 883, Banco Central de Chile.
- Beckmann, E. 2017. "How does Foreign Currency Debt Relief affect Households' Loan Demand? Evidence from the OeNB Euro Survey in CESEE." Focus on European Economic Integration 1: 8-32, Österreichische Nationalbank.
- Bennett, H., N. Loayza, y K. Schmidt-Hebbel. 2000. "Un Estudio del Ahorro Agregado por Agentes Económicos en Chile." Documento de Trabajo N° 85, Banco Central de Chile.
- Bergant K. y T. Røckerols. (2020), "Forbearance Patterns in the Post-Crisis Period." International Monetary Fund.
- Bernales, A., P. Margaretic y D. Moreno. 2020. "Disentangling Empirically the Informational Channel of Economic Interdependence between Countries." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Berstein, S. y M. Marcel. 2019. "Sistema Financiero en Chile: Lecciones de la Historia Reciente." Documento de Política Económica N° 67, Banco Central de Chile.
- Bruno, V., y H. S. Shin. 2015. "Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy." Journal of Monetary Economics, 71: 119-132.
- Burger, J. D., Warnock, F. E., y Warnock, V. C. 2012. "Emerging Local Currency Bond Markets." Financial Analysts Journal, 68 (4): 73–93.
- Caballero, R. 2003. "On the International Financial Architecture: Insuring Emerging Markets." Journal of Financial Transformation, Capco Institute, 7: 8-12.
- Carriere-Swallow, Y. y P. Garcia-Silva. 2013. "Capital Account Policies in Chile Macro-financial Considerations along the Path to Liberalization". IMF Working Papers 13/107, International Monetary Fund.
- Cashin, P., L. F. Céspedes, y R. Sahay. 2004. "Commodity Currencies and the Real Exchange Rate." Journal of Development Economics, 75 (1): 239–68.
- Castro, J.A., E. Cerletti, J. Fernández y F. Vásquez. 2019. "Modelos Predictivos de Impago y Recuperación de Préstamos a Empresas". Mimeo, Banco Central de Chile.

- Cetorelli, N. y L. S. Goldberg. 2012. "Banking Globalization and Monetary Transmission." *The Journal of Finance*, 67 (5): 1811–43.
- Chang, R., A. Fernández y A. Gulan. 2017. "Bond Finance, Bank Credit, and Aggregate Fluctuations in an Open Economy." *Journal of Monetary Economics*, 85: 90-109.
- Chari, A., F. Garcés, J. F. Martínez y P. Valenzuela. 2020. "Sovereign Credit Risk, Financial Fragility, and Global Factors." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Chen, Q., A. Filardo, D. He y F. Zhu. 2016. "Financial Crisis, US Unconventional Monetary Policy and International Spillovers." *Journal of International Money and Finance*, 67: 62–81.
- Cifuentes, R. y A. Jara. 2016. "Facing Volatile Capital Flows: The Role of Exchange Rate Flexibility and Foreign Assets." *Macroprudential Regulation of International Finance*. Edward Elgar Publishing.
- CMF. 2020. "Análisis Iniciativa Parlamentaria". Junio.
- Coelho, R. y Z. Raihan. 2020. "Payment Holidays in the Age of Covid: Implications for Loan Valuations, Market Trust and Financial Stability". BIS. Mayo.
- Contessi, S., P. De Pace y J. L. Francis. 2013. "The Cyclical Properties of Disaggregated Capital Flows." *Journal of International Money and Finance* 32, (C): 528–555
- Contreras, G. y F. Pinto. 2015. "Vulnerabilidad a Cambios en el Financiamiento Externo Generados por Factores Globales." *Economía Chilena* 18(2): 120-137.
- Córdova, F. y C. Toledo. 2020. "Reprogramaciones de Créditos y sus Implicancias sobre Estabilidad Financiera". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Córdova, F. y M. Valencia. 2020. "Impago y Destrucción de Empleo: Una Investigación Empírica en Base a Relaciones Laborales". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Cowan, K. y J. De Gregorio. 2007. "International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile." In *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, editado por S. Edwards. Chicago, IL, EE.UU.: University of Chicago Press.
- CPSS-IOSCO. 2012. "Principles for financial market infrastructures".
- Driscoll, J. C., y A. C. Kraay. 1998. "Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data". *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560.
- Edwards, S. 2001. "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?" Working Paper N°8076, National Bureau of Economic Research.
- Espinosa C., J. Fernández y F. Vásquez. 2017. "Ejercicio de Tensión de Empresas: Una Aplicación al Sector Corporativo no Financiero Chileno". *Notas de Investigación Journal Economía Chilena (The Chilean Economy)*, Banco Central de Chile, 20(2): 28-149, Agosto.
- Fernández, J., y F. Vásquez. 2019. "Un Nuevo Indicador de Endeudamiento de Empresas Chilenas Utilizando Registros Administrativos de Deuda y Actividad". *Estudios Económicos Estadísticos* N° 130, Banco Central de Chile.
- Fernández, J., y F. Vásquez. 2020. "Efectos del Crédito Fogape-Covid en las Empresas Durante la Pandemia: Evolución del Endeudamiento, Márgenes y Riesgos Asociados." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Fernández, J., F. Pino y F. Vásquez. 2020. "Corporate-Sector Functional Currency: An International Comparison". Documento de Trabajo N° 882, Banco Central de Chile.
- Financial Stability Board. 2020. "The Use of Supervisory and Regulatory Technology by Authorities and Regulated Institutions". Octubre.
- Financial Stability Board. 2020. "BigTech Firms in Finance in Emerging Market and Developing Economies". Octubre.
- FMI, 2015. "Corporate Leverage in Emerging Markets—a concern?" Chapter 3, Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges, Risks Rotating to Emerging Markets, Global Financial Stability Report.
- FMI. 2016. "Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations."
- FMI, 2019. "Global Corporate Vulnerabilities: Riskier Business." Chapter 2, Lower for Longer, Global Financial Stability Report.
- FMI, 2020. "Emerging and Frontier Markets." Chapter 2, Bridge to Recovery, Global Financial Stability Report.
- FMI, 2020. "Policy responses tracker to Covid-19".
- Forbes, K. J., y F. E. Warnock. 2012. "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment". *Journal of International Economics*, 88(2): 235-251.
- Fornero, J., M. Kirchner y A. Yany, 2016. "Terms of Trade Shocks and Investment in Commodity-Exporting Economies." Documento de Trabajo N° 773, Banco Central de Chile.
- Gopinath, G., E. Boz, C. Casas, F. J. Díez, P.O. Gourinchas y M. Plagborg-Møller. 2020. "Dominant currency paradigm". *American Economic Review*, 110 (3): 677–719.
- Hardy, B. 2020. "Banks through Covid-19". BIS Quarterly Review. Septiembre.

- Hollo, D., M. Kremer y M. Lo Luca. 2012. "CISS – A Composite Indicator of Systemic Stress in the Financial System". Documento de Trabajo N° 1426, Banco Central Europeo.
- Jara, A. y S. Ramírez. 2020. "International Financial Spillovers on Domestic Financial Conditions: Buffers and Amplifiers in a Local Projection Approach." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Koepke, R. 2019. "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of Empirical Literature." *Journal of Economic Surveys*, 33 (2): 516–40.
- Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff, Y. S. J. Wei. 2009. "Financial Globalization: A Reappraisal." *IMF Staff papers*, 56(1): 8-62.
- Kulish, M. y D. Rees. 2011. "The Yield Curve in a Small Open Economy." *Journal of International Economics*, 85(2): 268-279.
- Lian, W., A. Presbitero y U. Wiriadinata. 2020. "Public Debt and $r - g$ at Risk". Working Paper N° 20/137, International Monetary Fund.
- 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.
- Massad, C. 2001. "Integración Financiera con el Exterior y Desarrollo del Mercado de Capitales." Exposición en Seminario "Reforma al Mercado de Capitales: Más Crecimiento e Inversión para Chile". Noviembre.
- Miranda-Agrippino, S. y H. Rey. 2015. "World Asset Markets and the Global Financial Cycle." CEPR Discussion Paper N° DP10936.
- Obstfeld, M. 2020. "Harry Johnson's 'Case for Flexible Exchange Rates'—50 Years Later." Working Paper N° 26874, National Bureau of Economics Research.
- Quinn, D. P., y A.M Toyoda. 2008. "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?." *The Review of Financial Studies*, 21(3): 1403-1449.
- Pasricha, G. K.; M. Falagiarda, M. Bijsterbosch y J. Aizenman. 2018. "Domestic and Multilateral Effects of Capital Controls in Emerging Markets." *Journal of International Economics*, Elsevier, 115(C): 48-58.
- Saavedra, C y A. Sagner. 2020. "Long-Term Sovereign Interest Rate Pass-Through in Emerging Markets." Mimeo, Banco Central de Chile.
- Svirydzenka, K. 2016. "Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development." International Monetary Fund.
- Villena, J. M. y A. Hynes. 2020. "Mercado Cambiario Chileno, una Comparación Internacional: 1998 a 2019." Documento de Trabajo N° 132, Banco Central de Chile.

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.

Activos corrientes: corresponden a los recursos que posee la empresa y que pueden liquidarse en un período menor a un año.

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.

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.

Cobertura de intereses: Razón entre utilidad antes de impuestos y gastos financieros.

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.

Empresas reportantes CMF: corresponde a las empresas que emiten acciones y títulos de deuda, y deben reportar a la CMF sus estados financieros bajo la modalidad de las Normas Internacionales de Información Financiera, IFRS.

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 portfolio 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.

Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de Colocaciones (FCIC): Línea financiera especial para las empresas bancarias, con recursos e incentivos para que éstas continúen financiando y refinanciando créditos a hogares y empresas, especialmente aquellos que no tienen acceso al mercado de capitales

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.

Low for Long: Escenario en el cual las tasas de interés se mantienen en niveles bajos para su promedio histórico, por un tiempo prolongado.

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.

Paridades de referencia: corresponde a una muestra de tipos de cambio para Latinoamérica.

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 corresponsalía bancaria.

Tarjetas de prepago o Tarjeta de Pago con Provisión de Fondos: Es aquél dispositivo físico, electrónico o informático, que cuente 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

ABN: Aviso de abono en corresponsales en el exterior
Achef: Asociación Chilena de Empresas de Factoring.
ADR: American Depository Receipts.
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.
AREAER: Reporte Anual de Restricciones y Arreglos Cambiarios.
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.
BoJ: Bank of Japan.
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..
CBI: Climate Bond Index.
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.
CCVP: Compra con Venta a plazo.
CEF: Consejo de Estabilidad Financiera.
CEIC:
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.
CP: Corto Plazo.
CPMI: Committee on Payments and Market Infrastructures.
CSV: Compañías de Seguros de Vida.
DAX: Deutscher Aktienindex.
DCV: Depósito Central de Valores.
DEPUC: Índice Diario de Incertidumbre Económica.
DeR: Deuda en Riesgo
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.
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.
FPD: Facilidad Permanente de Depósito.
FPL: Facilidad Permanente de Liquidez.
FSB: Financial Stability Board.
FTSE 100: Financial Times Stock Exchange 100.
FSI: Financial Soundness Indicators.
FX: Foreign Exchange.
FyL: Factoring y Leasing
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.
ISDA: International Swaps and Derivatives Association
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.
LMV: Ley de Mercado de Valores.
LOC: Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.
LP: Largo Plazo.

LPE: Ley de Protección al Empleo.
LSI: Índice de Estrés Local.
LTV: Loan To Value.
M4P: Modelo de Cuatro Partes.
MA: Margen para el Adquiriente.
MANBFI: Medida acotada de NBFI.
MC: Markets Committee.
MCF: Mercado Cambiario Formal.
MD: Merchant Discount.
MH: Mutuos Hipotecarios.
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.
NDF: Derivado No-Entregable.
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.
OCI: Operaciones de Cambios Internacionales.
OCND: Oferentes de crédito no bancario.
OeNB: Oesterreichische Nationalbank.
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.
PDBC: Pagarés descontables del Banco Central de Chile.
pp: puntos porcentuales.
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.
PII: Posición de Inversión Internacional.
PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta.
pp: Puntos Porcentuales.
PRC: Prudential Regulation Committee.
PVP: Payment versus Payment.
PyME: Pequeñas y Medianas Empresas.
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.
Repo: Contratos de Retrocompra.
RF: Renta Fija.
RM: Región Metropolitana.
RO: Riesgo operacional.
ROA: Return On Assets.
ROE: Return On Equity.
RPF: Reuniones de Política Financiera.
RT: Repositorios de Transacciones.
RUT: Rol Único Tributario.
RV: Renta Variable.
SAG: Sociedad de Apoyo al Giro.
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.
Superir: Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento.
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.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de División de Asuntos Institucionales

NOVIEMBRE 2020

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º17.336 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.



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Segundo Semestre 2020