



IV. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS

Los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) cumplen un rol relevante en el sistema financiero, prestando servicios a hogares y empresas a través de alternativas de ahorro, inversión, crédito y cobertura de riesgos. Sin embargo, estos también pueden representar una fuente de vulnerabilidades, en tanto enfrentan riesgos similares a aquellos asociados a la banca y presentan interconexiones con el resto del sistema.

En Chile, el segmento de IFNB está conformado, en primera instancia por los fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos, que están en sectores sujetos a marcos regulatorios específicos. A esto se suman un conjunto diverso de oferentes de crédito no bancarios (OCNB), cuya regulación y supervisión es heterogénea. Los riesgos relacionados a IFNB en Chile se observan acotados, dado que los principales agentes no bancarios están sujetos a una regulación y supervisión robustas. Sin embargo, se advierten oportunidades de mejora que se discuten en este capítulo.

INTRODUCCIÓN

Los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) desarrollan un espectro amplio de actividades, especialmente en mercados más desarrollados. Estas entidades prestan diversos servicios financieros a hogares y empresas a través de alternativas de ahorro, inversión y crédito; a la vez que permiten canalizar recursos por medio de un conjunto más amplio de vehículos de inversión y aprovechar oportunidades de diversificación.

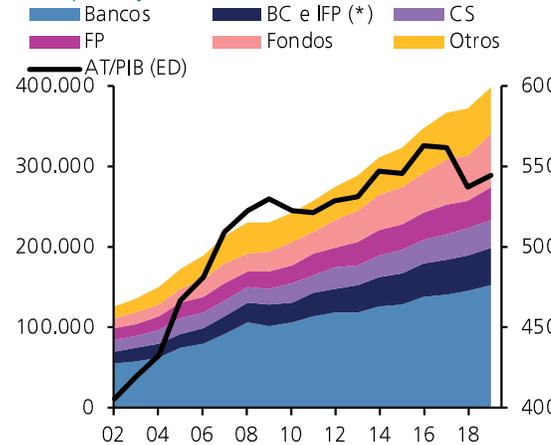
Este abanico de actividades está sujeto a estándares regulatorios heterogéneos en el cual pueden subyacer riesgos relevantes para la estabilidad financiera. En algunos casos los IFNB desarrollan actividades de intermediación financiera que no están sujetas a estándares de regulación aceptados globalmente, como las orientaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (actualmente, Basilea III), o las directivas de la Unión Europea para solvencia de las compañías de seguro (actualmente, Solvencia II). Un entorno regulatorio más débil implica que algunos riesgos no se encuentren apropiadamente contenidos, y se amplifican en relación al grado de interconexión de los IFNB entre ellos y con el sistema bancario. De hecho, previo a la Crisis Financiera Global de 2008 (CFG), los IFNB presentaron una significativa expansión relativa a la industria más regulada, como la banca, particularmente en economías avanzadas, lo que se ha considerado, como uno de los factores detrás de la CFG. Esto llevó a que las principales autoridades financieras a nivel internacional aumentaron su interés por fortalecer, estandarizar e implementar marcos regulatorios para IFNB.

En Chile, los riesgos de estas actividades son acotados dado que los principales IFNB son inversionistas institucionales tradicionales, con una participación menor de OCNB. Según se explicará en la primera sección de este capítulo, el sector IFNB en Chile corresponde fundamentalmente a Fondos de Pensiones (FP), Compañías de Seguro (CS) y Fondos Mutuos (FM). Estos sectores se encuentran dentro del perímetro de regulación y supervisión financiera, característica que, en principio, es un factor estructural que tiende a mitigar riesgos. En tanto, los oferentes de crédito no bancarios tienen una participación reducida en términos de activos, pero significativa en el segmento de crédito de consumo.

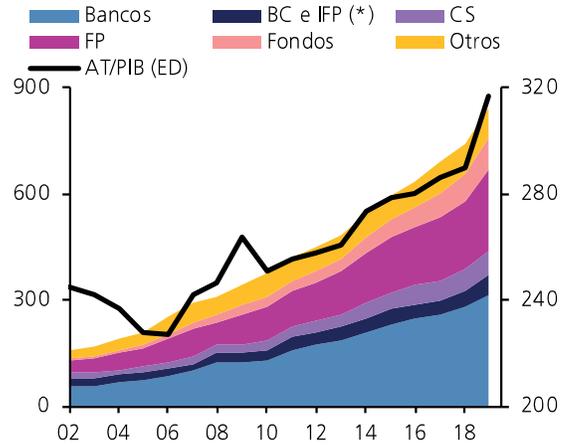


GRAFICO IV.1 ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES POR TIPO DE INTERMEDIARIO
(USD miles de millones, porcentaje)

a. Grupo 29 jurisdicciones (G29)



b. Chile



(*) BC e IFP: Bancos centrales e instituciones financieras públicas. Fondos: Incluye fondos mutuos, fondos de inversión y otros fondos. Otros: Incluye securitizadores, corredores, oferentes de crédito no bancarios y otros.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información FSB (2020).

Sin embargo, la elevada participación relativa de los IFNB en Chile en comparación al promedio internacional y su nivel de interconexiones, sugieren que los riesgos que subyacen en la gestión de estos puedan propagarse al resto del sistema financiero. En la sección siguiente, el análisis de estas características particulares de los IFNB en Chile y los efectos amplificadores de sus interconexiones, permitirá definir los principales riesgos y vulnerabilidades de este segmento del sistema financiero.

Finalmente, si bien el marco regulatorio aplicable es robusto y permite mitigar los riesgos asociados a los IFNB, presenta espacios de mejora que deben ser abordados. En la sección final de este capítulo se analizarán las principales consideraciones de política relevantes para el desarrollo de los IFNB. Se explican las fortalezas del marco regulatorio y de supervisión local que permiten mitigar parte de los riesgos analizados en este capítulo, y los desarrollos de política necesarios para fortalecerlo. Entre otros, la supervisión de compañías de seguros basada en riesgos, la supervisión consolidada de conglomerados financieros y el desarrollo de un sistema integrado de información de crédito cobran especial relevancia en Chile.

CARACTERIZACIÓN DE LOS PRINCIPALES IFNB

Esta sección describe los IFNB en Chile, en comparación con las jurisdicciones participantes del ejercicio de monitoreo global de IFNB realizado por el *Financial Stability Board* (FSB), en el cual Chile participa desde 2012. La información utilizada corresponde a aquella publicada al efecto por el FSB. En el caso de Chile, la información proviene principalmente de las Cuentas Nacionales por Sector Institucional (CNSI).

Los IFNB en Chile son relevantes en comparación internacional, destacando especialmente el gran tamaño relativo de los inversionistas institucionales.

Según la información disponible del último ejercicio de monitoreo IFNB del FSB, los activos financieros totales de las 29 jurisdicciones participantes han continuado aumentando. En particular, ellos se triplicaron en el período 2002-2019, alcanzando los US\$ 400.000 miles de millones a diciembre de 2019^{1/}. A nivel global, la participación del sector bancario

^{1/} Las 29 jurisdicciones participantes son: Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Islas Caymán, Chile, China, Francia, Alemania, Hong Kong, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Holanda, Rusia, Arabia Saudita, Singapur, Sudáfrica, Corea del Sur, España, Suiza, Turquía, Reino Unido, EEUU.



al cierre de 2019 alcanzó el 38% de los activos, en tanto los IFNB ascendieron al 50% de participación (gráficos IV.1a y IV.2). En tanto, la evolución de los activos IFNB como proporción del PIB muestra un pronunciado ascenso previo a la CFG y un crecimiento posterior más irregular.

En Chile, durante este mismo período los activos financieros totales se amplificaron en cinco veces, lo cual es esperable en un sistema en vías de desarrollo, como el doméstico. En cuanto a la estructura, en Chile la banca mantiene una participación relevante en el sistema financiero, alcanzando un 37% mientras que el sector IFNB llega al 56% del total de activos financieros (gráficos IV.1b y IV.2).

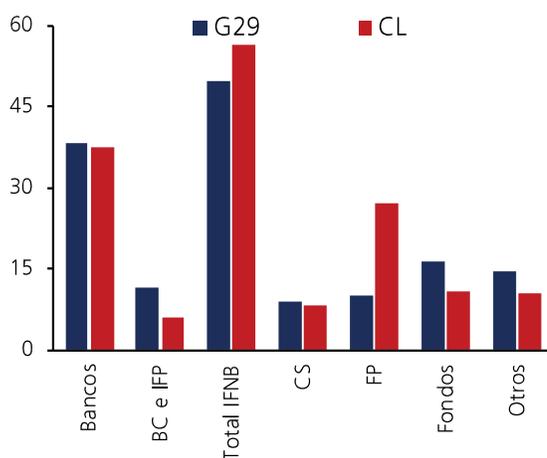
Dentro del sector IFNB en Chile, destaca la importancia de los inversionistas institucionales. En 2019, ellos alcanzaron el 46% de participación en los activos del sistema financiero, predominando los FP (gráfico IV.2). En este contexto, el crecimiento de los activos de IFNB sobre PIB en Chile, a diferencia de la tendencia internacional, exhibe un crecimiento sostenido posterior a la CFG, lo cual se podría interpretar como un acercamiento a niveles de desarrollo financiero de economías avanzadas.

A su vez, un espectro más acotado de actividades de los IFNB domésticos en comparación con el resto del mundo, se refleja en la menor participación de fondos de inversión (donde, por ejemplo, no existen fondos de cobertura, o hedge funds, como en otras jurisdicciones), y otras entidades.

Los IFNB en Chile han jugado un rol clave para el desarrollo del mercado financiero, facilitando el acceso de agentes locales a mercados de deuda de largo plazo.

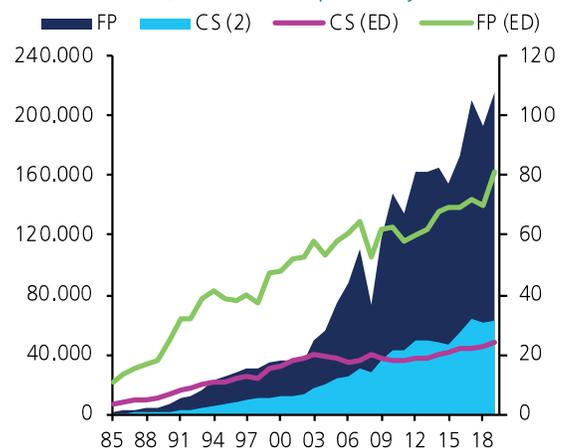
El tamaño de los principales inversionistas institucionales (gráfico IV.3), junto con el marco regulatorio vigente, han facilitado el desarrollo del mercado financiero nacional. En un estudio llevado a cabo por la CEPAL en 1994 (Arrau, 1994), ya se relacionaba el crecimiento de los montos transados en renta fija e intermediación financiera con el incremento de los volúmenes manejados por los inversionistas institucionales, especialmente por los fondos de pensiones.

GRAFICO IV.2 PARTICIPACIÓN POR TIPO DE IFNB
(porcentaje de los activos totales)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información FSB (2020).

GRAFICO IV.3 ACTIVOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y COMPAÑÍAS DE SEGUROS (1)
(USD millones, porcentaje del PIB)



(1) Cifras a diciembre de cada año.

(2) Los activos de las Compañías de Seguros se refieren a las inversiones.

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



En la misma línea, distintos estudios posteriores relacionan el aumento del ahorro producido por los fondos de pensiones y su alta demanda por activos financieros, con la expansión del volumen de transacciones y la profundización del mercado de capitales chileno. También se relaciona el crecimiento de los fondos de pensiones con el aumento en los niveles de valor, liquidez y rentabilidad del mercado de valores nacional (Walker y Lefort, 2000; Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003; Santillán-Salgado et al., 2010).

De esta manera, al conformar fuentes de ahorro doméstico con un fuerte sesgo a inversiones de mediano y largo plazo, el rol de los inversionistas institucionales ha favorecido el desarrollo de un mercado local de deuda y capitales relativamente profundo, que ha permitido financiar inversiones de largo plazo a bajas tasas de interés. Esto, a su vez, ha ampliado las oportunidades de acceso a financiamiento al gobierno, empresas y hogares, reduciendo la dependencia del ahorro externo.

Históricamente los inversionistas institucionales han actuado como un factor estabilizador en el mercado de deuda de largo plazo nacional.

Una característica estructural de los inversionistas institucionales, en particular de los FP, es que tienen un horizonte de inversión de largo plazo e históricamente han exhibido un comportamiento de *buy-and-hold* en la administración de sus inversiones, especialmente en el mercado de renta fija, con una relativa estabilidad en la composición de sus portafolios.

Según el análisis de Álvarez et al. (2019) en base a una muestra de 14 economías emergentes, se observa que dichas características de estos inversionistas inciden en una reducción de la volatilidad de las tasas de interés soberanas cuando la participación de estos inversionistas en el mercado de deuda local es más significativa. Para el caso de Chile, la baja volatilidad de la tasa del BCCh a diez años es coherente con una alta participación de inversionistas institucionales en el mercado de deuda soberana.

Adicionalmente, las CS y FP mantienen un sesgo hacia el mercado local en sus pasivos, condición estructural que induce un comportamiento contra cíclico ante shocks y una mayor percepción de riesgos externos. En relación a los activos, si bien los FP han expandido su inversión en el exterior, las CS mantienen un sesgo en moneda local e indexados a inflación. Sin embargo, pueden mostrar comportamiento procíclico frente a shocks adversos de origen local como se discute a continuación.

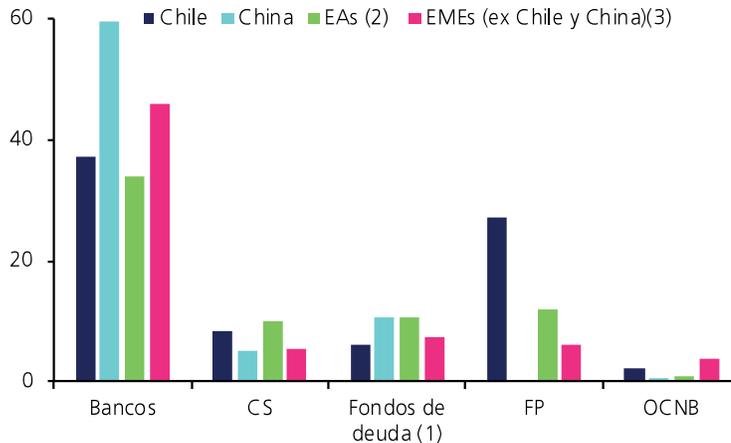
No obstante, desarrollos más recientes han tendido a diluir el rol estabilizador de los inversionistas institucionales.

Desarrollos durante la última década han afectado el rol estabilizador tradicionalmente atribuido a algunos inversionistas institucionales. Entre estos se encuentran los cambios más frecuentes entre tipos de fondos de pensiones y, más recientemente, la aprobación sucesiva de proyectos de ley que han permitido retiros anticipados de fondos previsionales. Estos factores han provocado cambios en el comportamiento histórico de los FP respecto a su reacción frente a shocks adversos de origen local.

En los últimos años, los fondos de pensiones comenzaron a enfrentar cambios masivos de afiliados entre fondos de distintos perfiles de riesgo. Si en el año 2014 sólo el 8,1% de las cuentas de capitalización individual de cotizaciones obligatorias presentaban traspasos de fondos, para el año 2019 el porcentaje alcanzaba el 25,6%, lo que significó cambios abruptos entre los portafolios por aproximadamente US\$ 62.800 millones. Más recientemente, en el contexto de la crisis sanitaria, los proyectos que han permitido el retiro anticipado de fondos de pensiones han forzado a liquidar en breves periodos de tiempo más de US\$ 36.000 millones en distintos activos financieros. La magnitud de estos eventos ha provocado tensiones en el sistema financiero y sus efectos más de fondo, tanto en el mercado de capitales como en la economía en general, aún son materia de estudio.



GRAFICO IV.4 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES, 2019 (porcentaje)



(1) Fondos de deuda corresponde a fondos mutuos y de inversión enfocados en la intermediación de instrumentos de deuda. Incluye FM monetarios, y FM y de inversión con alta participación de instrumentos de deuda en sus carteras según la definición de la "función económica 1" (EF1) de FSB (2020). Considera fondos enfocados en inversión en instrumentos de deuda. (2) Economías avanzadas: BEL, FRA, DEU, IRL, ITA, LUX, NLD, ESP, AUS, CAN, CYM, HKG, JPN, KOR, SGP, CHE, GBR, USA. (3) Economías emergentes: ARG, BRA, CHL, CHN, IND, IDN, MEX, RUS, SAU, ZAF, TUR.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de FSB (2020).

Por su parte, las CS, especialmente aquellas focalizadas en proveer rentas vitalicias, enfrentan desde hace años tasas de interés de largo plazo decrecientes, lo que ha dificultado su desarrollo y crecimiento, en relación al resto del sistema financiero. Ello se refleja en la estabilización de la participación de los activos sobre PIB que registran las CS en la última década (gráfico IV.3).

En tanto, el sector de Oferentes de Crédito no Bancario (OCNB) es pequeño en términos de activos, pero es relevante en el segmento de créditos de consumo.

El segmento OCNB en Chile está compuesto por Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC), empresas de *factoring*, *leasing* y crédito automotriz, Cajas de Compensación y Asignación Familiar (CCAF) y emisores no bancarios de tarjetas de crédito, representando el 2% de los activos financieros totales (gráfico IV.4).

Sin embargo, los OCNB son relevantes en el segmento de crédito de consumo, alcanzando un 23% de participación (Capítulo III). Entre ellas, las empresas de *factoring* crecieron fuertemente durante los últimos años, según lo reportado en varios IEF, mientras los principales emisores de tarjetas de crédito de casas comerciales transfirieron sus carteras de crédito al sector bancario, en sociedades de apoyo al giro, como se muestra más adelante.

INTERCONEXIONES ENTRE IFNB EN EL SISTEMA FINANCIERO

Las interconexiones del sistema financiero son una consecuencia natural de la diversificación y especialización de inversiones de los IFNB, pero pueden facilitar la propagación de riesgos en escenarios de estrés.

Las interconexiones entre entidades financieras, específicamente mediante contratos o instrumentos financieros que generan obligaciones de pago cruzadas entre diferentes segmentos del sistema, es una característica inherente de un sistema financiero abierto e integrado. Dichas interconexiones son funcionales a la diversificación



y transferencia de riesgos a través de los diferentes segmentos del sistema financiero, y dan espacio a la especialización en diferentes actividades de intermediación financiera como la provisión de crédito y la oferta de instrumentos de inversión, o coberturas de riesgo. Sin embargo, también pueden facilitar la propagación de riesgos durante períodos de estrés, toda vez que problemas en un sector o agente pueden tener efectos sobre sus contrapartes.

En general, las instituciones financieras son consideradas como inversionistas altamente calificados y sofisticados, con la capacidad de procesar gran cantidad de información para tomar sus decisiones de inversión y estructuración de portafolios. En particular, pueden ser más sensibles a las condiciones de mercado y características de cada contraparte, incluyendo bancos, lo que facilita una reacción rápida en términos de inversiones a nueva información disponible. De esta manera, ante señales de mercado que indiquen, por ejemplo, un deterioro significativo en la situación financiera de un banco o bien cambios en la configuración de riesgos financieros a nivel más general, entidades IFNB como FP, FM y CS pueden reducir, restringir, o no renovar abruptamente su provisión de financiamiento bancario como una manera de ajustar sus portafolios de inversión y exposición de riesgos.

Lo anterior, puede tener un impacto significativo en la banca, e indirectamente, en el resto del sistema, dependiendo del grado de relevancia del fondeo provisto y su plazo (depósitos o bonos). En el caso de fuentes de financiamiento de corto plazo, como depósitos, la materialización del riesgo de no renovación tiene un efecto más directo, tanto en flujo de fondos en el mercado primario como en el costo de financiamiento, que se reflejaría en un mayor nivel de volatilidad en las tasas de descuento en el mercado secundario. En el caso de inversionistas que representan una fuente de financiamiento vía bonos, el efecto es más indirecto y ocurre a través del mercado secundario con bajas abruptas en los precios de activos, volatilidad y alzas de los spreads asociados a bancos que puedan atravesar problemas financieros. En ambos casos, se pueden generar señales hacia el mercado que podrían, por ejemplo, amplificar los problemas del banco emisor.

En consecuencia, la interconexión entre entidades financieras es un aspecto internacionalmente monitoreado, especialmente la provisión de fondos a los bancos por parte de IFNB.

En Chile, el acceso de la banca a financiamiento provisto por IFNB es mayor respecto a otras jurisdicciones, especialmente por parte de FP y FM.

Según FSB (2020), el fondeo bancario provisto por intermediarios financieros a nivel global es relativamente limitado. En efecto, la provisión de fondos por parte de CS y FP ha disminuido desde 3,6% de los activos bancarios en 2013 a 2,8% en 2019. En tanto, el fondeo bancario proveniente de otros IFNB ha permanecido cercano a 5,7% de los activos desde 2016.

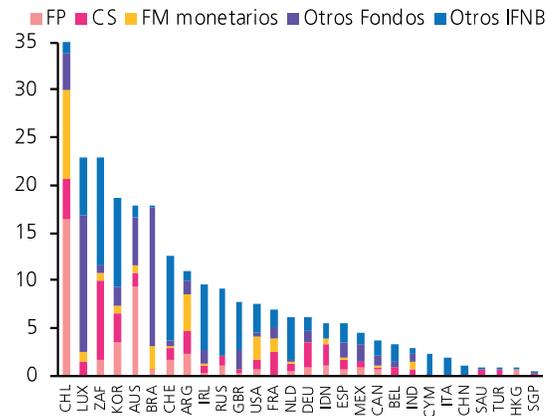
En el caso particular de Chile, los IFNB son comparativamente más relevantes en el financiamiento a los bancos (35% de los activos). Esto se relaciona, en gran medida, con el mayor desarrollo de los FP y FM monetarios, respecto a otras economías. Casos algo más cercanos a Chile podrían corresponder a Luxemburgo y Sudáfrica que muestran niveles de fondeo bancario provisto por IFNB superiores al 20% de los activos de los bancos.

Específicamente, los FP y FM financian el 16% y 9% de los activos de la banca respectivamente. En el caso de los primeros, el financiamiento es mayoritariamente a través de bonos. Es decir, es una fuente de financiamiento de largo plazo y, por lo tanto, representa un menor riesgo desde la perspectiva del banco emisor. En tanto, el fondeo provisto por FM es principalmente de corto y mediano plazo, suministrado a través de la inversión en certificados de depósito (gráfico IV.5.a).

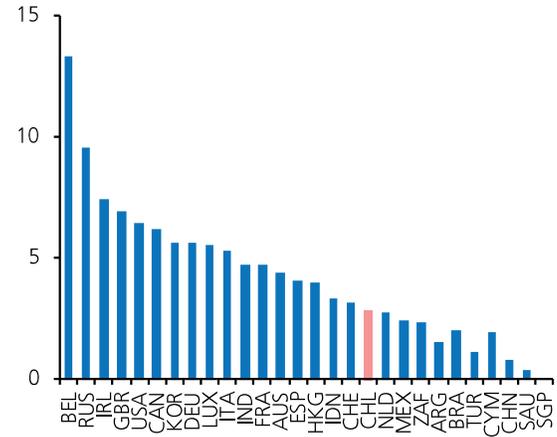


GRAFICO IV.5 ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES POR TIPO DE IFNB (*) (porcentaje de los activos de los bancos)

a. Fondo bancario provisto por IFNB



b. Riesgo de crédito de IFNB



Fuente: Banco Central de Chile en base a información FSB (2020).

Por otro lado, el rol del sector bancario como proveedor de fondeo a IFNB es acotado en relación al tamaño del balance de los bancos.

Según FSB (2020), sólo una de las jurisdicciones participantes (Bélgica) muestra una exposición de la banca a los IFNB de más del 10% de los activos. En Chile, ésta alcanza sólo el 2,8% de los activos de los bancos a diciembre de 2019, situándose entre los países de la muestra con menor nivel de exposición relativa (gráfico IV.5.b). Por otro lado, si bien dicha exposición tiene un peso menor en los activos de la banca, equivale al 22% del patrimonio efectivo del sistema bancario y puede ser relevante como fuente de financiamiento para un IFNB en particular.

En suma, el sector IFNB en Chile está fuertemente dominado por inversionistas institucionales tradicionales como FP, CS y FM, tanto respecto a su tamaño relativo como a las interconexiones con el sistema bancario, y con una participación menor de OCNB.

En esta sección se han descrito las principales interconexiones que se observan entre las diferentes partes del sistema financiero chileno. En el Recuadro IV.1 de este Capítulo se analizan las interconexiones de una forma alternativa para una mejor comprensión de los distintos canales de interrelaciones, visualizando al sistema financiero y sus participantes en su conjunto. El análisis se realiza en base a una metodología de redes que utiliza información de inversiones entre IFNB y bancos a través de activos de mercado. El recuadro confirma el rol central de los bancos en el sistema financiero doméstico, especialmente por la relevancia de sus emisiones en los balances de otros intermediarios financieros.

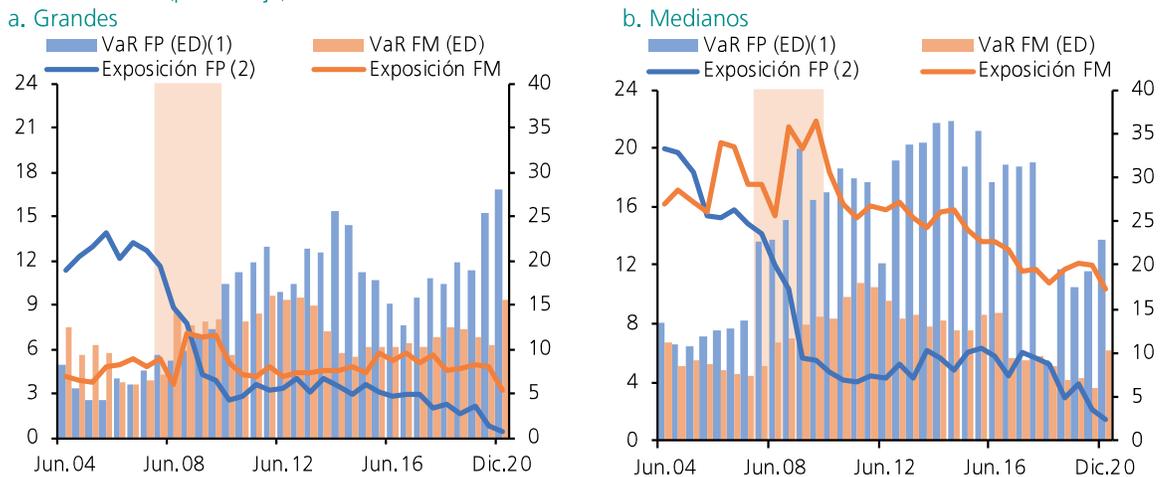
PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA EL SISTEMA FINANCIERO ASOCIADOS A IFNB

Los IFNB han sido importantes para la estabilidad y desarrollo del sistema financiero. Sin embargo, la conjunción de IFNB relativamente más relevantes en Chile, y un nivel de interconexiones elevado puede constituirse como una vulnerabilidad que requiere ser acotada.

El alto grado de financiamiento bancario provisto por inversionistas institucionales en tiempos normales actúa como un factor estabilizador en el mercado. Sin embargo, como se discutió en la sección anterior, puede llegar a ser una vulnerabilidad ante la posibilidad de una reducción o no renovación abrupta del fondeo bancario



GRAFICO IV.6 RIESGO DE FONDEO DE LA BANCA (porcentaje)



(1) Áreas naranjas destacan período de fragilidad definido en Martínez, Matus y Oda (2018). (2) VaR mensual al 99% calculado en una ventana móvil de 36 meses.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y metodología según Recuadro IV.1, IEF Primer Semestre 2015.

provisto en algunos escenarios de estrés. En el pasado reciente los FM, y en cierta medida también los FP, han demostrado ser sensibles a señales de mercado lo que se ha visto reflejado en las condiciones de fondeo de algunos bancos.

Una medida aproximada de los riesgos de financiamiento de la banca local puede visualizarse mediante un análisis de VaR sobre cada una de las fuentes de fondeo (para mayores antecedentes ver recuadro IV.1 IEF primer semestre 2015). Esta medida de riesgo indica que el fondeo institucional —específicamente de FM y FP— presenta un mayor riesgo de financiamiento para los bancos de menor tamaño, que aún mantienen una alta dependencia de financiamiento provisto por FM, no obstante ésta ha disminuido en los últimos años (gráfico IV.6). Por otro lado, bancos grandes o pequeños que asuman riesgos reputacionales, o que el mercado perciba como más vulnerables por una eventual toma excesiva de riesgos, podrían enfrentar alzas en sus costos de fondeo, lo que representaría un riesgo para la estabilidad financiera y es una justificación relevante para los cargos adicionales de capital que contempla la nueva Ley de Bancos.

Sin embargo, como se explica en la sección final de este capítulo, la regulación del BCCh sobre gestión de liquidez de la banca constituye un mitigador importante para este riesgo de fondeo.

Si bien los inversionistas institucionales han sido un factor estabilizador en el sistema financiero, el riesgo de una liquidación de activos intensiva está presente en situaciones de estrés.

En condiciones normales, los inversionistas institucionales pueden ser un agente estabilizador o amortiguador de shocks en el sistema financiero al facilitar la diversificación y dispersión de riesgos entre un grupo de inversionistas con diferentes apetitos por riesgo. Sin embargo, en situaciones de estrés estos inversionistas pueden verse obligados a liquidar activos abruptamente si enfrentan altos niveles de retiros en el corto plazo.

En los inicios de la CFG, algunos fondos mutuos monetarios en economías avanzadas enfrentaron esta situación y, a pesar de no haber estado relacionados con el origen de la crisis, exhibieron el potencial para amplificar o propagar sus efectos. Si bien, uno de los factores que hace atractiva la inversión en FM monetarios es la estabilidad en su valorización a tasa de compra, esa característica también incentiva a los inversionistas a retirar sus fondos de este tipo de vehículo en situaciones de estrés al generar una ventaja a los primeros en activar sus retiros.



Aunque este riesgo no se ha materializado en Chile, ha habido eventos de revalorización de cuotas de fondos mutuos monetarios que podrían haber introducido volatilidad en el mercado y en el costo de fondos de corto plazo. Hasta 2010, la revalorización de cuotas se efectuaba a criterio de la administradora, con el objetivo de alinear los precios con el valor de mercado de los activos. La regulación vigente desde 2011, que se detalla en la sección final, se implementó para reducir esta discrecionalidad y apuntar a una menor desviación entre el valor cuota y el precio de mercado, mitigando los efectos de volatilidad.

Por otro lado, en los fondos de pensiones existe un riesgo similar por la naturaleza del sistema de multifondos. En este esquema, como una manera de conciliar el perfil de riesgo-retorno del fondo vis à vis del afiliado, estos pueden cambiar libremente de tipo de fondo según sus preferencias. Sin embargo, los cambios masivos de fondos obligan a las administradoras a modificar abruptamente los portafolios causando distorsiones y efectos adversos en el mercado local. La reciente aprobación de la Ley de agentes de mercado contribuye a acotar este fenómeno (Capítulo V).

Las CS enfrentan un desafío importante para cumplir con las obligaciones con sus asegurados en un escenario de bajas tasas de interés.

Las CS han enfrentado un extenso período de bajas tasas de interés. Esta situación ha sido un desafío para las compañías de seguros, especialmente para aquellas más intensivas en la venta de rentas vitalicias que se han vuelto menos atractivas respecto del retiro programado ofrecido por las AFP. Esta situación ha reducido una fuente de liquidez para ese segmento de CS, lo cual ha puesto presión a su situación financiera mediante una reducción de la rentabilidad con un posible impacto en su solvencia. En lo más reciente, en el contexto de medidas para enfrentar los efectos de la crisis sanitaria, mediante la Ley 21.330 se introdujo además la posibilidad para que pensionados o beneficiarios por renta vitalicia pudieran adelantar parcialmente el pago de sus rentas vitalicias, lo anterior sería un desafío de liquidez adicional para las CS.

En este contexto, tal como se explica en la sección final de este Capítulo, la ausencia de un marco legal apropiado para establecer requerimientos de capital basado en riesgo a estas compañías es un avance relevante y necesario.

La estructura compleja de conglomerados financieros puede incubar vulnerabilidades para la estabilidad del sistema financiero.

El sistema financiero chileno ha evolucionado en profundidad, complejidad, interconexiones e internacionalización. En él participan grupos empresariales nacionales y extranjeros, con presencia en dos o más industrias financieras reguladas, como por ejemplo bancos, compañías de seguros, valores y AFP ^{2/}. La presencia de conglomerados en la industria financiera es una realidad internacional y su existencia generalmente se explica por la presencia de economías de escala y sinergias. Asimismo, la posibilidad de diversificar las fuentes riesgo y retorno del grupo al crear una amplia cartera de productos y servicios han fomentado la formación de conglomerados financieros.

Sin embargo, la presencia de conglomerados genera espacios para vulnerabilidades y riesgos con potencial efecto sistémico. Entre ellos, posibles problemas de transparencia, riesgos de contagio entre las componentes del grupo, posibles conflictos de interés a nivel de directorios o alta administración, espacios para arbitraje regulatorio, y riesgo moral. Todas estas vulnerabilidades representan un riesgo a la estabilidad financiera, especialmente cuando ellas puedan afectar a los bancos ^{3/}. Una de las principales dificultades para enfrentar estos riesgos es que usualmente las entidades “aguas arriba” en la estructura societaria están fuera del perímetro regulatorio.

^{2/} A nivel internacional, se define un conglomerado financiero como cualquier grupo de compañías bajo control o influencia dominante común, incluyendo cualquier holding financiero, que mantenga actividad financiera material en al menos dos de los sectores financieros regulados de banca, seguros o valores. En el caso de Chile, se incorporan también las AFP en el espectro de actividades reguladas que pueden caer en el ámbito de un conglomerado financiero.

^{3/} Para una discusión más detallada de los diversos aspectos relativos a vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad del sistema financiero en relación a la presencia de conglomerados financieros, ver Recuadro V.I, IEF Segundo Semestre de 2013.



TABLA IV.1 PRINCIPALES CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN CHILE EN 2019

Conglomerados	Sectores	Banco	AFP (1)	Seguros	Otros Fin.	Total (MMUSD) (2)
I	B, S, FP	6	78	12	4	76
II	FP, S	0	83	15	1	64
III	FP, S	0	88	12	0	43
IV	FP, S	0	97	3	0	42
V	B, S	62	0	33	5	20
VI	B, S	44	0	56	0	19
VII	B, S	69	0	22	9	17
VIII	B, S	80	0	20	0	3

(1) Participación AFP en base a activos administrados.

(2) Incluye carteras administradas por la AFP.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de memorias y otra información pública.

Actualmente, en Chile se observan conglomerados financieros con participación relevante en los tres principales sectores regulados del sistema financiero: banca, seguros, y AFP. Uno de ellos mantiene participación en los tres segmentos, mientras que cuatro se concentran en banca y seguros, y otros cuatro en seguros y AFP (tabla IV.1); dando cuenta de que los conglomerados financieros tienen una presencia relevante en el país y, potencialmente, incidencia sobre la estabilidad del sistema. Cabe notar que la regulación de FP prohíbe estrictamente las transacciones con empresas relacionadas, lo que contribuye a mitigar los riesgos mencionados.

Por su parte, los OCNB implican algunos riesgos acotados en su condición de sujetos de crédito de la banca.

El financiamiento otorgado por bancos a OCNB (tales como, emisores de tarjetas, empresas de crédito automotriz, CAC y CCAF) es utilizado por estas entidades para proveer créditos de consumo. En este sentido, la cartera comercial de la banca contiene, indirectamente, elementos adicionales de riesgo de crédito de los hogares, lo cual es un aspecto que requiere atención desde una perspectiva de seguimiento de riesgos para el sistema bancario. Sin embargo, estos créditos bancarios provistos a OCNB son clasificados como parte de la cartera comercial del banco acreedor, y sujetos a los requerimientos de capital y de provisiones correspondientes.

La evaluación de riesgo de los OCNB, realizada bajo los criterios de la cartera comercial, considera sus riesgos subyacentes para lograr que la cartera de los bancos sea adecuadamente provisionada según los lineamientos de la regulación de provisiones de la CMF. Lo anterior cobra relevancia, debido a la menor diversificación de la cartera de los OCNB, la cual es generalmente de mayor riesgo que aquella de los préstamos de consumo bancarios.

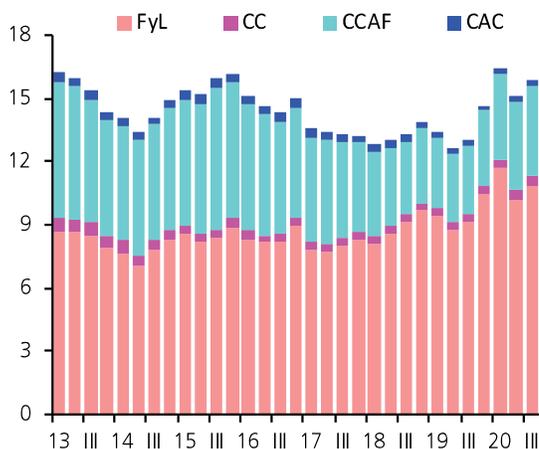
Al igual que los préstamos de consumo, las colocaciones comerciales a los OCNB se han contraído en lo más reciente, reduciendo de este modo la exposición total (directa e indirecta) de la banca al segmento de consumo (gráfico III.16). Así, al primer trimestre del 2020, los créditos comerciales a OCNB corresponden aproximadamente al 15% de la cartera de consumo bancaria (gráfico IV.7).

El sector asociado al retail ha tendido a ser absorbido por la banca en los últimos años.

Los emisores no bancarios de tarjetas de crédito asociados a las grandes cadenas del retail lograron posicionarse como OCNB muy relevantes hacia fines de los 2000. Sin embargo, durante los últimos años se generó un proceso de reconfiguración de la industria, la cual fue absorbida por el sector bancario y los emisores se transformaron en filiales de bancos comerciales (gráfico IV.8 y Recuadro III.1, IEF Primer Semestre 2019). De esta manera, la gestión de riesgos se consolida en el sector bancario, además de quedar estos emisores dentro del perímetro de regulación y supervisión bancaria.

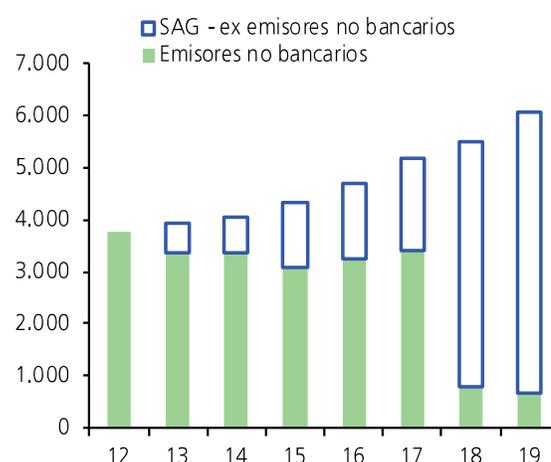


GRAFICO IV.7 CRÉDITO BANCARIO A OCNB
(porcentaje de la cartera de consumo bancario)



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

GRAFICO IV.8 COLOCACIONES EMISORES NO BANCARIOS DE TARJETAS DE CRÉDITO (*)
(USD millones, cartera al día)



(*) En diciembre de 2013, Banco Ripley adquirió una participación mayoritaria en la propiedad de CAR S.A. En mayo de 2015 Scotiabank adquirió el 51% de CAT Administradora de Tarjetas S.A., asociada a Cencosud. En Diciembre 2018, Promotora CMR y Presto S.A. se convierten en Sociedades de Apoyo al Giro de Banco Falabella y Banco BCI respectivamente.

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

CONSIDERACIONES DE POLÍTICA

En esta sección se analizan las fortalezas del marco de regulación y supervisión en Chile que actúan como mitigadores de los riesgos descritos en este Capítulo. Asimismo, se describen aquellos desafíos de política que permanecen pendientes y sobre los cuales sería prioritario avanzar.

Fortalezas del marco de regulación y supervisión en Chile

Los principales IFNB en Chile son FP, FM y CS, los cuales están sujetos a un marco regulatorio y de supervisión robustos.

En el caso de FP, el marco legal del D.L. 3.500 y la supervisión de la Superintendencia de Pensiones (SP) configuran un mitigador de riesgo sustancial, en tanto las inversiones con recursos de los FP están detalladamente reguladas, incluso con límites de inversión por instrumento y emisor que acotan la exposición de los fondos a entidades individuales. En el caso de los FM, se trata de activos al amparo de la supervisión de la CMF y sujetos a la regulación de la Ley Única de Fondos (Ley 20.712), la cual corresponde a un marco legal que uniformó y unificó las normas que regían para fondos mutuos y de inversión, y establece diversos resguardos respecto a sus inversiones (ver Capítulo V, IEF Segundo Semestre 2014).

En el caso de las CS, los mitigadores se relacionan principalmente con los requerimientos de solvencia y administración de riesgos establecidos en el DFL 251, que fueron recientemente fortalecidos, y la supervisión de la CMF. Adicionalmente, la implementación gradual de IFRS17 impulsada por la CMF reflejará de mejor forma la situación económica real del sector, favoreciendo una mejor gestión de riesgos.



Además, la regulación del BCCh sobre gestión de riesgos de liquidez de la banca constituye un mitigador importante para el riesgo de fondeo.

Históricamente, la regulación del BCCh sobre riesgo de liquidez ha establecido requerimientos sobre los descargos de plazos de los bancos en ventanas de 30 y 90 días, que fueron perfeccionados en 2015. En esa ocasión, se elevaron además los estándares para las políticas de gestión del riesgo de liquidez en la banca, y se aumentó la cantidad y calidad de información disponible para el supervisor. Además, se incorporaron medidas cuantitativas de Basilea III para el corto plazo (LCR, por sus siglas en inglés), y para el largo plazo (NSFR, por sus siglas en inglés). Así, la industria vio fortalecido el marco regulatorio sobre gestión de riesgo de liquidez. En particular, ello ocurrió a través de límites normativos para el LCR, según los cuales se requiere un alto nivel de activos líquidos para enfrentar adecuadamente escenarios de estrés que incluyen en su modelación la posibilidad de retiros abruptos de financiamiento de inversionistas institucionales descritos en este capítulo.

En Chile se sigue la práctica internacional sobre regulación para estabilizar la valorización de los fondos mutuos monetarios destinada a mitigar los riesgos de una liquidación intensiva de activos.

A nivel global domina la valorización estable y a tasa de compra de fondos mutuos monetarios. Según FSB (2020), ella asciende a aproximadamente un 80% de los FM monetarios globales no valorizados a mercado. Una posible causa para no adoptar la valorización a mercado de FM monetarios puede tener relación con que la estabilidad que otorga la valoración a tasa de compra sea una característica atractiva para los inversionistas.

En Chile, desde 2010 la regulación de la CMF sobre la valorización de FM tipo 1 mantiene la valoración de las cuotas a tasa de compra como una característica fundamental de los FM monetarios e incluye mecanismos para reducir su desviación respecto al valor de mercado (ver Recuadro III.2, IEF Segundo Semestre 2010).

Desarrollos de política financiera pendientes

Implementación de un marco legal que permita aplicar un modelo de Supervisión Basada en Riesgos (SBR) para CS.

Desde 2012, la CMF ha avanzado a un modelo de SBR para aseguradoras. Este consiste, fundamentalmente, en un marco de regulación y supervisión orientado hacia la evaluación, medición y gestión de riesgos en la industria de seguros, similar a las bases de los Acuerdos de Basilea para supervisión bancaria.

Con este modelo, la CMF evalúa la solvencia y gestión de riesgos en forma individual para cada aseguradora, lo que le ha permitido tener una supervisión activa y focalizar sus esfuerzos de fiscalización en las entidades que identifica mayores riesgos.

Sin embargo, la incorporación de requerimientos de capital regulatorio basado en riesgos, similar al aplicado a la banca, requeriría de un cambio del marco legal aplicable (DFL N°251). Con este fin, en 2011 se ingresó un proyecto de ley al Congreso. En 2013, el Consejo de Estabilidad Financiera se pronunció respecto de la importancia de este proyecto, calificando dicho avance como de alta prioridad desde un punto de vista sistémico, tomando en cuenta la relevancia e interconexión entre las CS y el sistema financiero local e internacional, su importante participación en conglomerados financieros, y la contingencia fiscal asociada a las obligaciones por rentas vitalicias, y seguro de invalidez y sobrevivencia que mantienen las compañías de seguros de vida⁴.

⁴ / La CMF publicó en 2013 una primera versión de metodología para determinar el requerimiento de capital basado en riesgo, a partir del cual ha interactuado con la industria para perfeccionar la metodología y adecuarla a la realidad local. Para ello se han realizado cinco ejercicios que han permitido al supervisor perfeccionar el modelo y generar experiencia en las aseguradoras para aplicar la metodología.



Avanzar hacia un marco de supervisión de conglomerados financieros permitiría consolidar requerimientos y límites a intermediarios financieros, de acuerdo con las exposiciones cruzadas y vínculos de propiedad.

En 2019 se fusionaron la SBIF y SVS en la actual CMF, consolidando en el perímetro del nuevo supervisor el grueso de la actividad financiera. Al encontrarse las distintas sociedades de un conglomerado financiero bajo la autoridad de un único organismo supervisor -en comparación con el modelo de supervisión sectorial que se desarrollaba históricamente en Chile-, se facilitaría su monitoreo, la evaluación de riesgos y la toma de decisiones coordinadas que afecten a distintas partes del conglomerado.

Sin embargo, el establecimiento de un supervisor integrado no es sinónimo de supervisión consolidada. Para ello, el marco legal debiera incluir al menos una definición formal de conglomerado financiero, las facultades del supervisor, y los requerimientos mínimos que se deberán considerar a nivel de grupo, en términos de capital, liquidez, gobierno corporativo y requisitos de organización societaria que faciliten una regulación y supervisión efectivas.

En este contexto, la CMF ha establecido dentro de sus objetivos estratégicos avanzar en una metodología de seguimiento de conglomerados y, durante este año, trabajar en una propuesta legal de supervisión consolidada que le otorgue las atribuciones necesarias para la efectiva supervisión de conglomerados financieros.

Un registro consolidado de información de crédito facilitaría la medición de riesgos directos e indirectos implícitos en carteras de consumo y la gestión de riesgo de crédito en general.

En Chile existe el registro de crédito de la CMF para el sistema bancario, cuya función es de supervisión. Este registro cuenta con información positiva de la deuda bancaria, como montos de deuda; y negativa, como situaciones de impago. No obstante, el registro no cuenta con información de actividad crediticia fuera del sistema bancario. Por otro lado, los burós de crédito privados acceden a información crediticia del sector no bancario, pero sólo compilan y procesan información negativa.

La transición de tarjetas de crédito del retail hacia el registro de crédito bancario durante los últimos años ha contribuido a consolidar información crediticia^{5/}. Sin embargo, persisten brechas relevantes respecto a la consolidación de información y en relación con el crédito provisto por otros OCNB, como por ejemplo en el crédito de consumo del sector, automotriz, factoring y leasing que ha mostrado altas tasas de crecimiento.

En consecuencia, como ha argumentado el BCCh anteriormente, el desarrollo de un registro consolidado de información de crédito, sin comprometer la capacidad actual de recopilar información de alta calidad de la deuda bancaria, permitiría reducir las distorsiones y mitigar riesgos correspondientes para la estabilidad financiera. En este sentido, la consulta pública iniciada por la CMF para mejorar la información de deudores complementaría el desarrollo de un registro de información crediticia consolidado (ver Capítulo V).

Conseguir mayor convergencia del marco regulatorio y supervisión aplicable a los OCNB.

Los marcos de regulación para estas entidades permanecen fragmentados, lo cual implica complejidades adicionales en relación a la propagación de riesgos hacia la industria bancaria descritos en este Capítulo. En este sentido, las CAC mantienen un esquema de supervisión dual (CMF y Ministerio de Economía). En tanto, las Cajas de Compensación y Asignación Familiar (CCAF) se encuentran supervisadas por SUSESO, siguiendo un marco legal que más bien busca proteger la integridad de las prestaciones de seguridad social. Por otra parte, empresas de factoring no se encuentran sujetos a esquemas de supervisión diferentes dependiendo de su desarrollo a través de filiales bancarias u otros modelos societarios.

^{5/}Adicionalmente, la regulación de la CMF sobre requisitos de información contable y financiera de las carteras de crédito consolidada en su Circular N°1 de 2017 y actualizada en 2018 y 2020 ha elevado la calidad de la información públicamente disponible.



CONCLUSIONES

El segmento IFNB en el sistema financiero chileno presenta características distintivas revisadas en este Capítulo, entre ellas un rol históricamente estabilizador de los inversionistas institucionales que han favorecido el desarrollo de mercado. Por otro lado, se observa el desarrollo de inversionistas institucionales con una elevada participación relativa, operando a través de una amplia red de interconexiones que puede revestir ciertos riesgos sistémicos.

Un mitigador importante de tales riesgos es la disponibilidad de un marco de regulación robusto al cual están sujetas la mayoría de estas entidades. Sin embargo, existen espacios de mejora relevantes que deben abordarse como son la implementación de un marco legal que permita aplicar cabalmente un modelo de supervisión basada en riesgos para CS, que facilitaría una mejor gestión de riesgos en la industria, y el desarrollo de un marco de supervisión consolidada de conglomerados financieros, lo que permitiría establecer requerimientos y límites apropiados según las exposiciones cruzadas y vínculos de propiedad.

Finalmente, si bien el segmento de OCNB tiene un peso relativo menor, son relevantes en el segmento de crédito de consumo. Así, el establecimiento de un registro consolidado de información de crédito, acompañado de un mayor grado de convergencia del marco regulatorio y supervisión aplicable, facilitarían la gestión de riesgo de crédito y el monitoreo del sector en general.



RECUADRO IV.1:

Red de interconexión IFNB-Bancos a través de activos de mercado

El desarrollo de los mercados financieros permite una mejor asignación de recursos entre los agentes y genera, a la vez, distintos tipos de interacciones entre las instituciones financieras que lo componen. En este contexto, la forma y tamaño de dichas interrelaciones son relevantes para la transmisión de shocks.

Este recuadro analiza las relaciones que se dan entre Instituciones Financieras No Bancarias (IFNB) y bancos a través de sus inversiones cruzadas en activos de mercado (Cobas, 2021). La red de interconexiones que así surge como resultado, adquiere relevancia en tanto sus cambios no solo determinan la posición de balance de las instituciones, sino que además afectan los precios de mercado y, con ello, la valoración de los portafolios de todos los integrantes. Cabe señalar que hay otras posibilidades de interconexiones que no son cubiertas en este análisis, por ejemplo, a través de créditos bancarios (Capítulo IV).

Esta red experimentó un aumento importante en la última década, proporcionando una fuente de financiamiento alternativo relevante para los bancos. Ello, no obstante, provoca una mayor exposición de éstos al riesgo de refinanciamiento, el que podría surgir tanto desde los fondos mutuos, por el plazo reducido de sus inversiones, como desde los fondos de pensiones, por el tamaño de los flujos que éstos vuelcan al sistema. Por otra parte, siendo los bancos actores centrales en esta red, agregan riesgos potenciales para las otras entidades que mantienen una alta concentración en títulos bancarios en sus carteras.

Metodología

El análisis utiliza estadística de redes para caracterizar la dirección, naturaleza y volumen de flujos de inversiones en activos de mercado emitidos por IFNB o bancos. La identificación del mapa de interconexiones permite, por un lado, clasificar las instituciones de acuerdo con el rol que juegan en la red, y por otro, conocer la velocidad y dirección en que se dispersan los shocks idiosincráticos o agregados en los precios de mercado de los títulos emitidos. Observando la evolución en el tiempo, se puede evaluar si una red se hizo más o menos riesgosa en términos de facilidad para propagar o absorber shocks idiosincráticos y agregados.

El análisis consideró 641 portafolios pertenecientes a bancos e IFNB locales tales como fondos de pensiones (FP), Fondos Mutuos (FM), Compañías de Seguros (CS) y otros (securitizadoras, cajas de compensación, y empresas de *factoring*), contabilizando inversiones en instrumentos de mercado emitidos por esas mismas instituciones^{1/}.

En este contexto, una conexión se determina a nivel de inversor/emisor cuando una institución posee activos emitidos por otra. El grado de "centralidad" de una institución o grupo en la red se refiere al número de conexiones que mantiene con otras instituciones del sistema, ya sea por el número de inversores que compran sus activos, o por el número emisores que integra en su portafolio. Esta medida permite comprender la importancia relativa de una institución dentro de la red en términos de su participación en los flujos totales.

^{1/} Los datos desagregados de FM, FP y CS son a diciembre 2020 y provienen de la Comisión para el Mercado Financiero y Superintendencia de Pensiones, mientras que los datos agregados de todas las instituciones son de inicios de octubre 2008 y 2020, y se obtuvieron de la base de DCV.

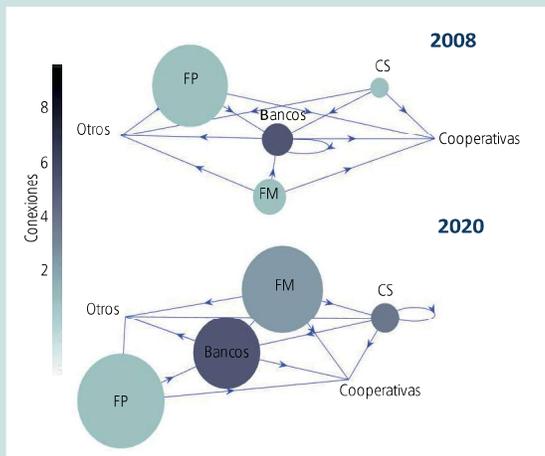


Instituciones agregadas

A nivel agregado, considerando grupos de instituciones, se puede observar un crecimiento significativo en volumen y conectividad de la red desde 2008 cuyo volumen alcanzó los US\$ 102 mil millones en 2020 (figura IV.1). En particular, los portafolios (en activos de mercado de la red) de FM, bancos y CS aumentaron 151%, 118% y 57% durante el periodo de análisis. Esta tendencia se enmarca en un crecimiento de los activos totales bajo manejo en estas instituciones (Capítulo IV). Los FP por su parte, no presentan mayores cambios en cuanto a conectividad, y su crecimiento en inversiones al interior del sistema (16%) es menor en este período.

A continuación, se considera el plazo ponderado de los instrumentos bancarios en los portafolios como una medida de riesgo de refinanciamiento que pueden encontrar las instituciones más conectadas del sistema (tabla IV.2). En 2020, las CS y los FM se situaron en los extremos de mayor y menor plazo, respectivamente. La menor madurez en activos se concentra en las inversiones de FM con 1,1 años que, por su parte, alcanzan a casi 10% de los pasivos totales en bancos. Por el contrario, las inversiones de CS promedian la mayor madurez con 13,9 años, aunque con un peso relativamente menor en los pasivos de los bancos. El principal peso en pasivos se observa en FP (10,3%) cuyas inversiones, a su vez, maduran en casi seis años.

FIGURA IV.1 BANCOS E IFNB: FLUJOS Y CONECTIVIDAD EN MONTOS Y PLAZOS (*)



(*) Los colores y la posición representan el grado de conectividad de la institución. Las flechas indican el flujo de las inversiones (de origen de los fondos a destino). El tamaño de las esferas representa el volumen de los fondos invertidos en activos en el subsistema. Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV.

TABLA IV.2 PLAZO DE INVERSIONES EN ACTIVOS DE BANCOS (*) (años, porcentaje)

Instrumento	Bancos	FP	FM	CS
Bonos Banco	5,8	5,6	2,9	10,0
Bonos Hipotecarios	8,0	9,3	7,7	7,7
Bonos Subordinados	18,2	15,5	8,5	17,0
Depósitos a PF	0,5	0,6	0,3	11,0
Letras Hipotecarias	9,9	6,8	7,2	11,0
Promedio ponderado	5,7	5,9	1,1	13,9
% Pasivo Bancos	6,5	10,3	9,9	0,2

(*) Promedio ponderado en años y peso relativo en pasivos de bancos en porcentaje.

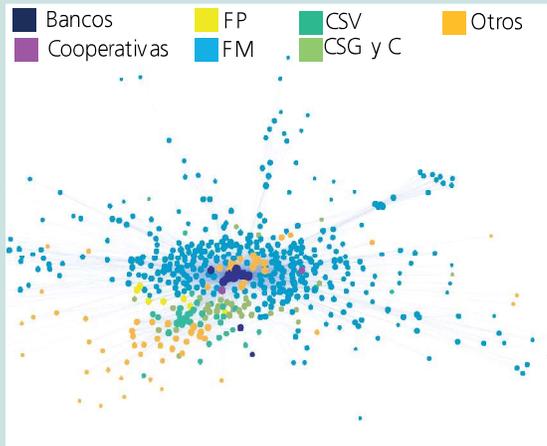
Fuente: Banco Central en base a información del DCV.

Instituciones a nivel individual

A nivel individual, es posible observar que la red se despliega en un formato de estrella en la que gran parte de los bancos se encuentran al centro (figura IV.2). Esta formación es de suma importancia porque implica que un shock a una de estas entidades centrales se propaga de manera directa a buena parte del sistema. Los bancos actúan como principales emisores del subsistema, y sus títulos se dispersan a través de 145 portafolios en promedio (gráfico IV.10) y en el caso de instituciones más conectadas alcanzan hasta 280 portafolios del sistema (gráfico IV.11).

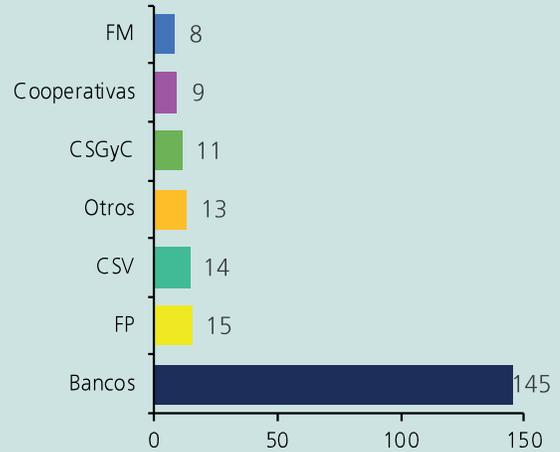


FIGURA IV.2 INSTITUCIONES E INTERCONECTIVIDAD (*)



(*) El tamaño y la posición de los nodos se determina de acuerdo con su nivel de centralidad en la red (número de interconexiones). Otros incluye securitizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SP y CMF.

GRAFICO IV.9 CONEXIONES PROMEDIO POR FIRMA(*)
(número de conexiones)



(*) Otros incluye securitizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SP y CMF.

Varias instituciones del grupo FM y otros se suman a las instituciones con mayor grado de centralidad, actuando como receptores de inversiones. Sin embargo, el elevado número de FM y su heterogeneidad en términos del número de conexiones con el sistema (entre 0 y 38) resultan en el reducido valor observado al calcular el promedio del grupo (gráfico IV.9).

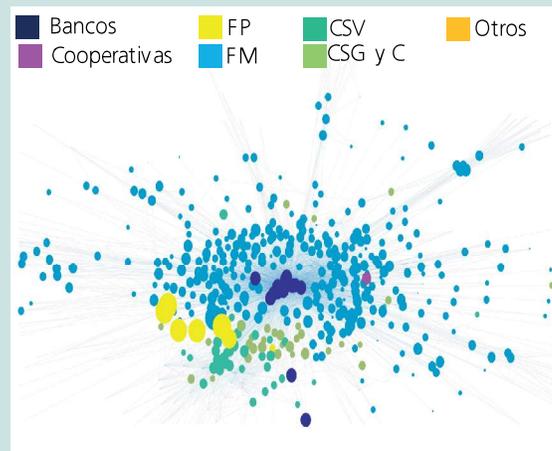
Tomando en cuenta únicamente el grado de conectividad, los FP pasan a tener una relevancia intermedia en el sistema, manteniéndose debajo de las 30 conexiones promedio, y en ningún caso dentro de las instituciones más conectadas (gráfico IV.10). Sin embargo, sí muestran una concentración relevante en activos bancarios, dado que cada FP se conecta con diez bancos en promedio.

GRAFICO IV.10 30 INSTITUCIONES MÁS CONECTADAS(*)
(número de conexiones)



(*) Otros incluye securitizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SP y CMF.

FIGURA IV.3 INSTITUCIONES, INTERCONECTIVIDAD Y VOLUMEN DE INVERSIONES(*)



(*) Otros incluye securitizadoras, CCAF, y empresas de *factoring*. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SP y CMF.



Las CS, tanto de vida como de crédito y generales, conforman un conjunto concentrado en la parte inferior del mapa. Este comportamiento resulta de portafolios de inversión relativamente parecidos entre ambos grupos, que generan una conectividad similar y, por ello, una menor distancia mutua a la vez de una mayor distancia respecto de otras instituciones del subsistema.

En términos de tamaño, los FP pasan a ser participantes críticos, aportando 32% del volumen total invertido dentro del subsistema (figura IV.3). Mientras, algunos FM alcanzan montos relevantes, comparables con los de las CSV y CSGC (Seguros de Vida y Generales y de Crédito)^{2/}.

Finalmente, el ranking de las 30 instituciones más conectadas identifica a 11 bancos –entre éstos, ocho “superconectados” que tienen hasta 283 conexiones–, 11 instituciones del grupo otros, una cooperativa, y varios casos de FM, CSV y CSGC con cerca de 50 conexiones.

Consideraciones Finales

El crecimiento observado en la red de activos financieros emitidos por IFNB y bancos confirma su relevancia para estas instituciones como una vía de diversificación tanto de los portafolios de inversiones como de las fuentes de financiamiento. En esa dimensión, en primer lugar, la red se podría beneficiar de contar con un mayor número de emisores para mitigar potenciales riesgos idiosincráticos originados por ejemplo en cambios en la percepción de riesgo o en la necesidad de liquidar activos bancarios. Estos shocks podrían generar presión sobre el precio de esos activos, activar liquidaciones de activos, y de esta forma afectar el fondeo de la banca estresando sus niveles de liquidez y con ello al conjunto del sistema. Lo anterior se exagera en el caso de los bancos que poseen más conexiones, cuyos activos se encuentran en portafolios que involucran a la mitad de la red. En segundo lugar, es necesario notar que por tratarse de inversores profesionales, estas instituciones ante nueva información, ajustan sus portafolios de forma más rápida que inversores privados, pudiendo contraer o revertir sus posiciones de forma más abrupta en momentos de tensión. En efecto, los fondos de pensiones son los principales inversores, aportan un tercio de los fondos a la red y presentan alta concentración en activos bancarios. De esta forma, retiros masivos de fondos, o movimientos clave entre portafolios pueden introducir una importante tensión al sistema a través de liquidaciones de activos con sus consecuentes ajustes de precios de mercado. Desde otro punto de vista, en cuanto a la relación con los bancos, si bien las inversiones de FP dentro de la red se concentran en activos de éstos, se trata de títulos que promedian 6 años de plazo. Ello, aunado al comportamiento *buy & hold* de estas instituciones (Capítulo IV), determina que el riesgo de refinanciamiento se mantenga acotado.

Este recuadro entrega una visión complementaria al análisis del Capítulo IV, que analiza las interconexiones entre IFNB y bancos desde el punto de vista del financiamiento. Al concentrarnos en activos de mercado, se encuentra que el rol preponderante de los FP, en cuanto a volumen invertido, fue dando paso a participaciones compartidas con FM y bancos más recientemente. Por el contrario, al observar la conectividad, los bancos se destacan entre el resto de las instituciones por su alto grado de centralidad en el sistema y conexiones inmediatas con la mayoría de las instituciones que lo conforman.

^{2/} La consideración de los volúmenes de inversión reduce la importancia relativa de otras instituciones al desconocerse los portafolios de inversión de estas instituciones.