

## 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.

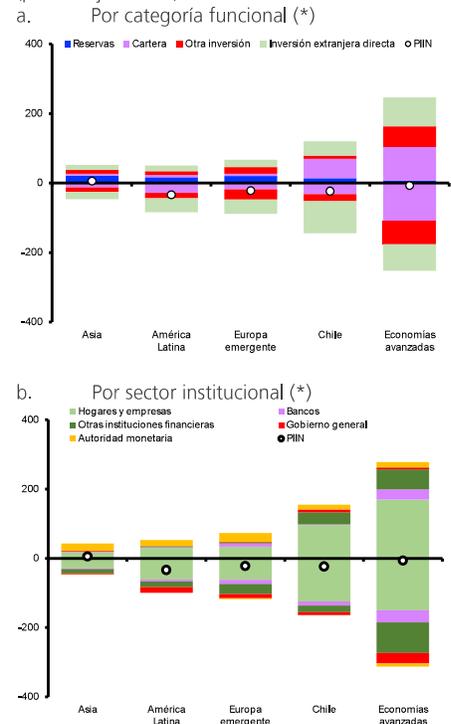
*Chile ha alcanzado un elevado nivel de desarrollo e integración financiera, el que ha sido sustentado en la implementación de un conjunto de reformas a lo largo de varias décadas*

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 BCCh 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.

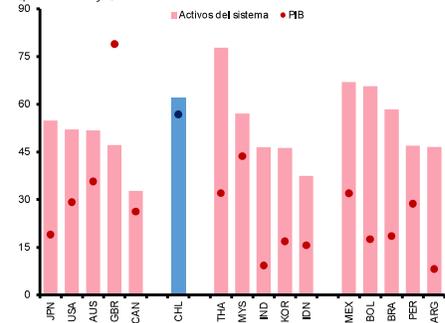
*El grado de integración financiera de Chile con el exterior destaca por el gran tamaño de activos y pasivos externos con respecto al PIB, por la alta participación de IED y por la importancia relativa de los agentes privados*

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).

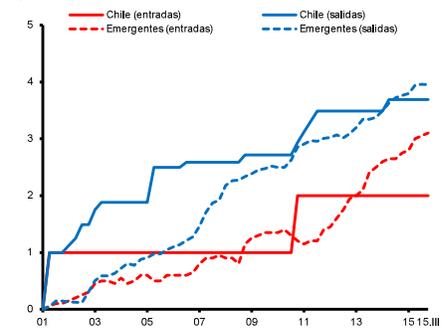
La evidencia anterior es consistente con el proceso de liberalización financiera de jure que ha experimentado la economía chilena durante las últimas décadas (Pasricha et al., 2018). Dicho proceso considera la flexibilización de restricciones tanto a las entradas como en las salidas de capitales (gráfico 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).

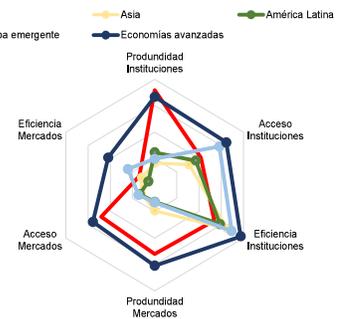
**El desarrollo financiero de Chile destaca por la profundidad de los mercados e instituciones financieras**

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 (Svirydzenka, 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 (Bernaes 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).

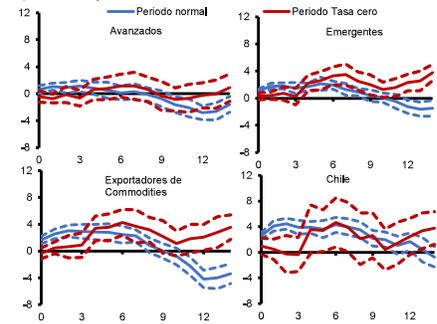
Por otra parte, un aumento del VIX de magnitud de una desviación estándar genera una caída instantánea en la bolsa local e incrementa la prima por riesgo soberano. Sin embargo, estos impactos son menores a los observados para otras economías emergentes (gráfico IV.6).

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)



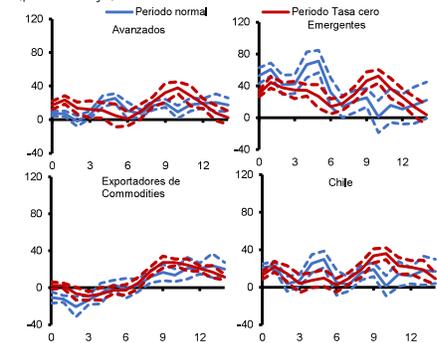
(\*) Incluye 13 economías avanzadas (Alemania, Rep. de Corea, España, Francia, Hong Kong, Israel, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido, Rep. Checa, Suecia y Suiza), 21 economías emergentes (Argentina, Brasil, China, Colombia, Ecuador, Honduras, India, Indonesia, Jordania, México, Malasia, Perú, Filipinas, 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**

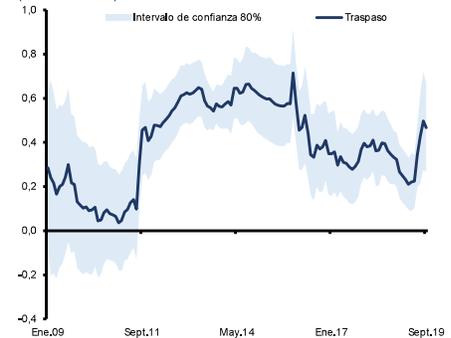
Los mitigadores pueden clasificarse en dos grupos, en primer lugar, mecanismos automáticos (por ejemplo, la flexibilidad cambiaria, la política fiscal y la monetaria contra-cíclica) o que corresponde a aspectos estructurales del sistema financiero (por ejemplo, el cumplimiento de estándares regulatorios). 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**

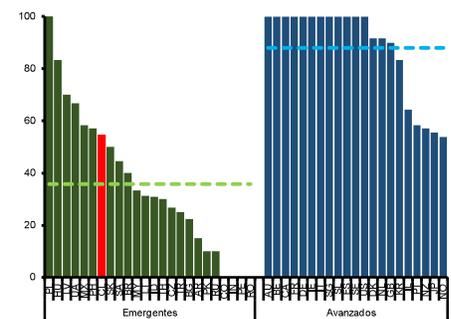
Coefficiente de traspaso de tasas nominales de pagarés del tesoro de EE.UU. a las de bonos del Banco Central de Chile a 10 años plazo (\*) (coeficiente)



(\*) 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).

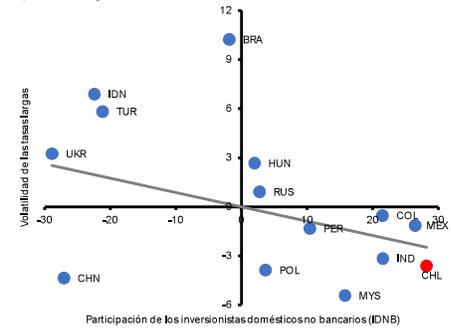
Por otro lado, sistemas bancarios con menores niveles de riesgo—derivado de un apropiado marco de supervisión y regulación financiera— conllevan menores premios por riesgo soberano (gráfico IV.10). Es importante mencionar que diversas economías han introducido políticas tendientes a reducir la exposición 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**

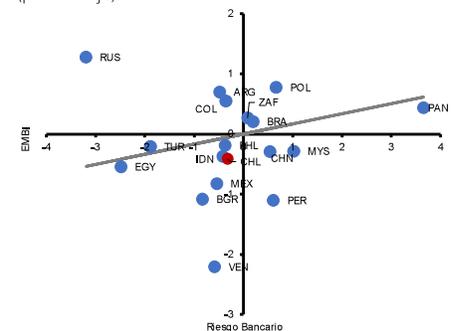
Participación de inversionistas domésticos no bancarios y volatilidad de las tasas largas (\*) (porcentaje)



(\*) 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 BCCh 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).

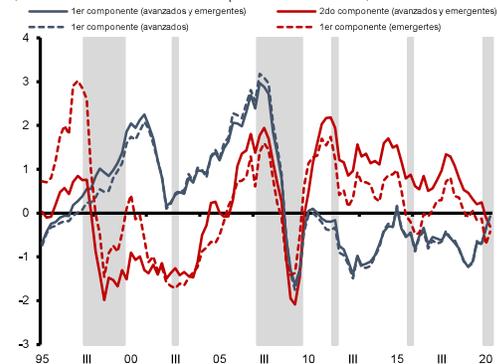
Más aún, en las últimas décadas se ha reportado un aumento de la sincronización de los precios de activos riesgosos que afectan el grado de apalancamiento de los bancos globales, la dinámica de los flujos de capitales y la expansión del crédito. Esta mayor sincronización, ha planteado la existencia de 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.

^/ 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).

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