

Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2005



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2005



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
I. Resumen	7
II. Entorno macroeconómico y financiero	15
III. Sector real	25
IV. Sector financiero no bancario	39
V. Sector bancario	49
VI. Sector externo	57
Recuadro	
La inversión de los fondos de pensiones en depósitos a plazo	47
Contraste de los criterios de clasificación de riesgo soberano de la economía chilena	64
Referencias bibliográficas	67
Artículos	
Provisiones bancarias y ciclo económico: el caso de Chile	69
Indicadores de deuda y carga financiera de los hogares en Chile: metodología y comparación internacional	77
Estructura de financiamiento de las empresas que utilizan fuentes de mercado en Chile	85
Índice de tablas y gráficos	95

^{1/} El cierre estadístico del *Informe* fue el 13 de junio de 2005.

Prefacio

De acuerdo a lo establecido en su Ley Orgánica Constitucional, el Banco Central de Chile tiene por objeto *velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos*. Estos objetivos no son completamente independientes. La estabilidad de la moneda es una de las condiciones básicas para el buen funcionamiento del sistema de pagos, aspecto que está también relacionado con los incentivos, las regulaciones y la infraestructura que soporta la operación del sistema financiero. Para cumplir con su objetivo en esta materia, el Banco efectúa permanentemente un seguimiento de los desarrollos que ocurren en los mercados internacionales de capitales y en el sector financiero doméstico, buscando identificar aquellos que puedan tener efectos relevantes, en el corto o mediano plazo, sobre la estabilidad financiera de la economía o el funcionamiento del sistema de pagos.

La estabilidad financiera se refiere a la preservación de las funciones primordiales de la intermediación de crédito y del ahorro en general, la provisión de servicios de pago y la asignación de riesgos, que llevan a cabo los mercados e instituciones financieras. En esta materia, el diseño e implementación de adecuadas políticas de regulación, supervisión y transparencia financiera, cumplen un importante rol en el fortalecimiento de la capacidad de la economía y de su sistema financiero para hacer frente a perturbaciones de distinto origen, tanto interno como externo.

El *Informe* comprende el análisis de aquellos desarrollos del entorno macroeconómico y financiero en Chile y el exterior que se destacan como relevantes para la estabilidad del sistema financiero; la evolución del endeudamiento y la capacidad de pago de los principales usuarios de crédito en la economía, incluyendo a los hogares, las empresas no financieras y el sector gobierno consolidado; el análisis de la situación de los intermediarios financieros no bancarios, incluyendo a los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos; y el impacto de estos desarrollos sobre el sistema bancario y la posición financiera internacional de la economía chilena.

El *Informe de Estabilidad Financiera* es una publicación semestral que se basa en información públicamente disponible, y que analiza la situación del sistema financiero en su conjunto, no la de entidades financieras individuales. Este trabajo es complementario al que realizan otros organismos supervisores respecto de esas entidades o de grupos de instituciones de características similares.

El Consejo espera que la publicación de este *Informe* contribuya al análisis y la discusión pública de materias relevantes para el desarrollo y a la estabilidad de la economía chilena.

El Consejo

I. Resumen

Las condiciones reales y financieras internacionales se mantienen favorables para la estabilidad financiera global. En un entorno de menor expansividad de la política monetaria en Estados Unidos y mayor precio del petróleo, se estima que la tasa de crecimiento económico mundial alcanzará a 4,1% en el 2005 y a 4,2% en el 2006 (tabla I.1). La mayor debilidad que ha mostrado Europa hace prever que las tasas de corto plazo en esta región se mantendrán estables durante este año, mientras que la Reserva Federal de Estados Unidos continuaría atenuando el impulso monetario en forma gradual. En este contexto, el dólar se ha fortalecido en los últimos seis meses, particularmente con respecto al euro; no obstante, su valor real aún es inferior en 17% a los niveles máximos que se observaron a principios del 2002.

Tabla I.1

Crecimiento de economías desarrolladas y proyecciones
(variación en doce meses, porcentaje)

	Promedio		2005 (f)		2006 (f)	
	1990-1999	2004 (e)	IEF previo	IEF actual	IEF previo	IEF actual
EE.UU.	3,1	4,4	3,5	3,6	3,2	3,3
Zona euro	2,1	1,7	1,9	1,2	1,8	1,9
Japón	1,7	2,7	1,9	1,5	1,8	1,8
Resto de Asia	7,9	8,2	6,8	7,1	7,0	7,2
A. Latina (exc. Chile)	2,8	5,7	3,8	4,1	3,7	3,4
Socios comerciales	3,1	4,5	3,5	3,4	3,5	3,5
Mundo	3,3	5,0	4,1	4,1	4,0	4,2

(e) Estimado.

(f) Proyectado.

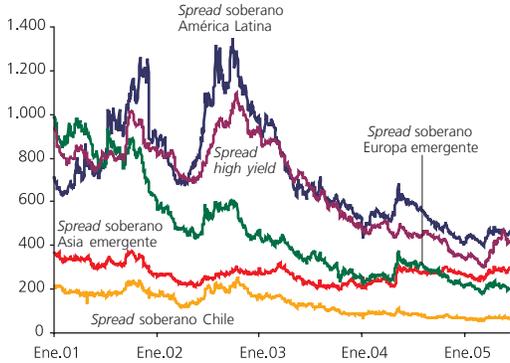
Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de interés de largo plazo se mantienen bajas, pese al ajuste de la política monetaria en Estados Unidos. En el periodo reciente, los rendimientos de largo plazo experimentaron una inusual reducción, considerando el aumento de las tasas de interés de corto plazo, y se han mantenido bajos, tanto respecto de sus niveles históricos como en relación con las perspectivas de crecimiento e inflación global. Se citan diversos factores para explicar esta evolución, entre ellos, la mayor credibilidad de los bancos centrales, el menor optimismo respecto del ciclo económico global, la acumulación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales asiáticos y cambios en las estrategias de cartera de los fondos de pensiones y otros inversionistas. No obstante, es incierto por cuánto tiempo podrán mantenerse las tasas de largo plazo en su nivel actual, por lo que resulta prudente esperar que se produzca una normalización (aumentos) de los rendimientos de largo plazo en los trimestres venideros.

Gráfico I.1

Condiciones de financiamiento para instrumentos de alto retorno

(puntos base)



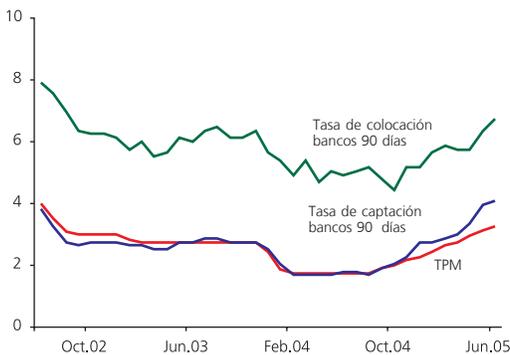
Fuentes:
Bloomberg.
JP Morgan Chase.

Los premios de crédito de las economías emergentes también se han mantenido comprimidos en relación con sus niveles históricos, especialmente en las economías de mayor riesgo (gráfico I.1). Esta evolución puede atribuirse a mejoras en los fundamentos de estas economías, que han ido acompañadas de una mejora generalizada de sus clasificaciones de riesgo soberano, pero también refleja el impacto de factores globales, como la abundancia de liquidez, las bajas tasas de interés y la menor volatilidad financiera del periodo reciente. También se observa mayor interés por invertir en los mercados locales de economías emergentes. Se espera que los premios de economías emergentes registren un aumento moderado en los próximos trimestres, conforme se vaya reduciendo el impulso monetario global, se normalicen las tasas de interés de largo plazo y madure el ciclo económico global. Sin embargo, este tipo de ajustes no debería crear trastornos en la disponibilidad de financiamiento internacional para las economías emergentes, excepto para aquellas relativamente más endeudadas.

Gráfico I.2

Tasas de interés corto plazo

(tasas nominales anualizadas, promedios mensuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Las perspectivas de crecimiento e inflación para la economía chilena son propicias para la mantención de un cuadro de estabilidad financiera.

Luego de que la actividad económica se expandiera a una tasa de 6,1% durante el 2004, se estima que esta lo hará entre 5¼ y 6¼% en el 2005, liderada por el empuje de la demanda interna. El empleo ha continuado creciendo a tasas significativas, con una respuesta muy elástica de la fuerza de trabajo. Los términos de intercambio se mantienen elevados y para el presente año se espera un superávit de la cuenta corriente de balanza de pagos del orden de 0,6% del PIB. Por su parte, la inflación converge hacia la meta de 3% anual y las expectativas inflacionarias de mediano plazo están alineadas con este valor. Las remuneraciones muestran un repunte mayor, pero su evolución, hasta ahora, está en línea con la evolución de la productividad, sin crear presiones inflacionarias adicionales.

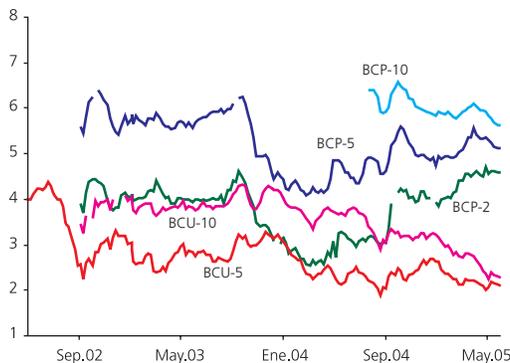
Las tasas de interés de corto plazo en el mercado doméstico aumentan, mientras que los rendimientos de largo plazo se mantienen estables (gráfico I.2).

El Banco Central ha continuado disminuyendo el impulso de su política monetaria, fijando su tasa de política en 3,25% anual. El mercado espera que este proceso continúe desarrollándose en forma gradual en los trimestres venideros. Por su parte, las tasas de interés bancarias muestran un aumento más significativo, explicado por el rápido crecimiento de sus colocaciones y los ajustes en su estructura de financiamiento, mientras que los rendimientos de largo plazo presentan una trayectoria más estable en el caso de las tasas en pesos y de disminución en el caso de las tasas indizadas. Esta trayectoria refleja, en lo principal, la evolución de las tasas internacionales y está sujeta a sus mismos factores de incertidumbre. Además, incide la normalización de las expectativas inflacionarias. Otros factores del mercado interno —la menor colocación de deuda pública, mayores refinanciamientos de créditos hipotecarios y la situación de límites de inversión de los fondos de pensiones y de calces de las compañías de seguros de vida— también pueden haber influido, pero la evidencia indica que su relevancia es menor. Por su parte, los premios de crédito de bonos de empresas y letras hipotecarias también se han mantenido estables (gráfico I.3). En este contexto, resulta atractivo para las empresas y los consumidores continuar refinanciando créditos y bonos, aprovechando las actuales tasas de mercado.

Gráfico I.3

Tasas de interés del Banco Central de Chile

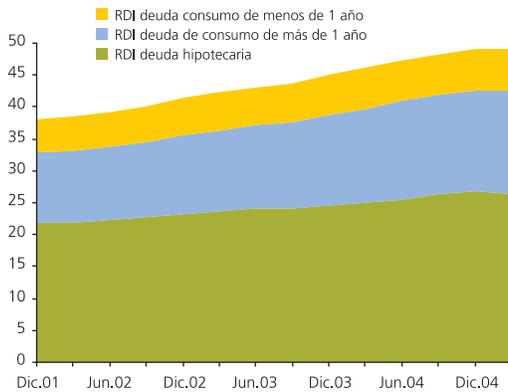
(promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico I.5

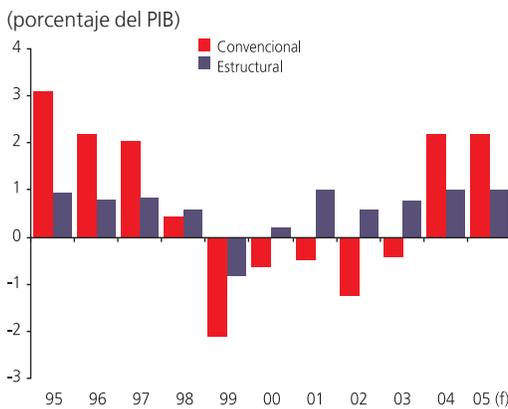
Razón deuda sobre ingreso (RDI)
(porcentaje)



Fuentes:
SBIF.
SVS.
SuSeSo.
Banco Central de Chile.

Gráfico I.6

Balance convencional y estructural del Gobierno Central total

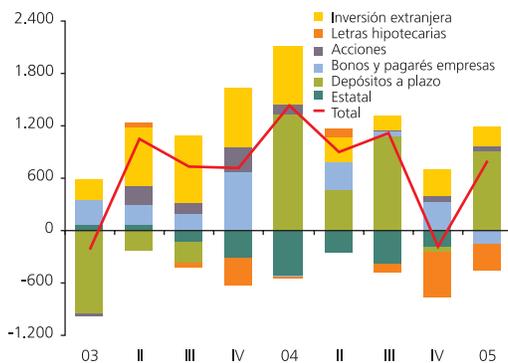


(f) Proyección.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Gráfico I.7

Variación de cartera neta de rentabilidad de las IFNB
(flujo trimestral, miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración a partir de información de la SVS y SAFF.

créditos de consumo, así como una reducción del costo medio de los créditos para la vivienda, producto de mayores operaciones de refinanciamiento con préstamos a tasa variable. Los indicadores de riesgo de crédito de los consumidores se han estabilizado durante el primer semestre, luego de una sostenida mejora en los dos años anteriores.

La mayor deuda de los hogares podría llevar a incrementar la exposición de los bancos y de los propios consumidores al ciclo económico. Los préstamos a los consumidores probablemente continuarán creciendo más rápido que el resto de las colocaciones bancarias, tendiendo hacia la estructura del crédito bancario que se observa en economías más desarrolladas. Los márgenes de estos créditos resultan muy atractivos para los intermediarios financieros, pero la experiencia histórica también indica que su riesgo puede ser mayor. Ante escenarios menos favorables que el actual, con menor crecimiento económico, mayor desempleo y mayores tasas de interés, podría observarse un aumento más pronunciado del riesgo de la cartera de créditos de consumo, tal como ha sucedido en ciclos anteriores. Los consumidores y los intermediarios financieros deben cautelar estos riesgos; en el caso de los bancos, mediante resguardos adecuados en los márgenes de intermediación, provisiones y patrimonio que evalúen los riesgos probables a lo largo del ciclo económico completo. Asimismo, también es importante que cuenten con información oportuna e íntegra respecto de la situación financiera de los deudores y su comportamiento de pagos. En todo caso, la exposición global del sistema financiero a los créditos a hogares aún es un porcentaje menor de sus activos.

Las finanzas públicas muestran una sólida posición, como consecuencia de la aplicación de la regla de superávit estructural y del elevado precio del cobre. Durante el 2004, el Tesoro Público generó un superávit de 2,2% del PIB, anticipándose un resultado equivalente para el presente año (gráfico I.6). Asimismo, la deuda pública bruta consolidada, que incluye al Gobierno Central y al Banco Central, mostró una leve reducción, que se acentuará durante el presente año, desde el 30% hasta el 23% del producto. Esta evolución es la consecuencia del superávit fiscal acumulado y de la amortización de los bonos en dólares del Banco Central. Esta fortaleza de las finanzas públicas ha sido determinante en las recientes mejoras de la clasificación de riesgo de la economía chilena, así como también en la favorable evolución de su premio de crédito en los mercados internacionales. Se estima que, en tanto la política fiscal se mantenga enmarcada en una regla transparente y sustentable como el superávit estructural, es improbable que se produzca un deterioro de la clasificación del riesgo país o del premio soberano más allá de las variaciones de *spread* que experimenten sus pares de clasificación. La solidez fiscal aminora los riesgos para la estabilidad financiera de la economía chilena. En particular, la reducción de la deuda pública podría facilitar el acceso de las empresas, bancos y otros intermediarios a fondos de largo plazo en moneda nacional, reduciendo su exposición a los riesgos de moneda y de disponibilidad de liquidez internacional.

Los inversionistas institucionales aumentan sus tenencias de depósitos bancarios y acciones en Chile y en el exterior, mientras que reducen la proporción invertida en bonos estatales y letras hipotecarias, ajustándose a la menor oferta de estos instrumentos (gráfico I.7). En marzo último, la cartera de los fondos de pensiones, compañías de seguros de vida y fondos mutuos creció a una tasa de 17% anual en términos reales. Los fondos de pensiones prácticamente han copado su límite de inversión en el extranjero,

así como los límites para la inversión en acciones (renta variable) en algunos tipos de fondos, por lo que a futuro solo podrían mantener o incrementar la proporción de sus inversiones destinadas a renta fija (nacional), pero no disminuirla. Del mismo modo, la demanda de las compañías de seguros de vida por instrumentos de renta fija de largo plazo también podría aumentar como resultado de los rescates y pagos anticipados de letras y mutuos hipotecarios, y de otros instrumentos de largo plazo. En un contexto de deuda pública decreciente, esta demanda por renta fija debe orientarse principalmente a instrumentos emitidos por bancos o empresas nacionales.

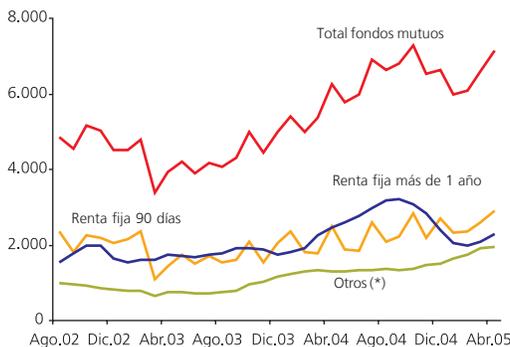
La reciente revisión de tablas de mortalidad y otros cambios en la regulación prudencial podrían llevar a las compañías de seguros de vida a aumentar su patrimonio de manera gradual en los próximos años. Las nuevas tablas de mortalidad constatan el aumento de la esperanza de vida de la población, por lo que elevan la estimación de las obligaciones (reservas) de las compañías y, en consecuencia, de sus requisitos de capital. Sin embargo, parte de este requerimiento adicional de capital se compensa con otros ajustes normativos relativos a la tasa de descuento de las obligaciones y al límite de endeudamiento de dichas entidades. Del mismo modo, es importante continuar avanzando en perfeccionamientos de la regulación prudencial de las compañías, que contribuyan a una mejor identificación, medición y gestión de los riesgos financieros y de crédito en el balance de las mismas, considerando que la mayor parte de sus pasivos está constituido por pagos futuros de pensiones de rentas vitalicias, las cuales cuentan además con garantías estatales explícitas. Así, por ejemplo, cabe destacar el riesgo de reinversión, que ha quedado de manifiesto en el periodo reciente, y la exposición al riesgo de crédito de las empresas como consecuencia de sus inversiones en bonos privados.

Los inversionistas en fondos mutuos acortan la duración de sus carteras y reducen su exposición a un eventual aumento de las tasas de interés de largo plazo. El patrimonio administrado por los fondos mutuos disminuyó 3% entre septiembre del 2004 y marzo último (gráfico I.8). La caída fue mayor en aquellos fondos orientados a renta fija de mediano y largo plazo. Estos últimos redujeron su patrimonio en US\$2.000 millones, esto es, en cerca de un tercio de su valor inicial. Esta reducción de las inversiones en fondos mutuos comenzó a observarse a partir de septiembre último, coincidiendo con el aumento de las tasas de interés de corto plazo. Los bancos pudieron adaptarse a esta disminución del patrimonio de los fondos mutuos aumentando sus captaciones desde otras fuentes, como fondos de pensiones, empresas y público en general, así como haciendo mayor uso de financiamiento del exterior. Esta situación produjo una redistribución de fondos al interior del sistema bancario, pero sin crear mayores tensiones sobre su liquidez, aunque sí una reducción en el plazo de sus pasivos.

El crédito bancario continúa aumentando en los primeros meses del 2005, especialmente los préstamos destinados a hogares, mientras que los indicadores de riesgo de crédito se estabilizan. Las colocaciones bancarias aumentaron cerca de 13% real anual en abril último, duplicando el crecimiento de la actividad económica en el mismo periodo. Esta elástica respuesta de la oferta de crédito obedeció a tasas de colocación que se mantienen atractivas en comparación con el costo del financiamiento y a la mejora sostenida de los indicadores de riesgo de crédito de los deudores

Gráfico I.8

Patrimonio neto por tipo de fondo
(miles de millones de pesos)

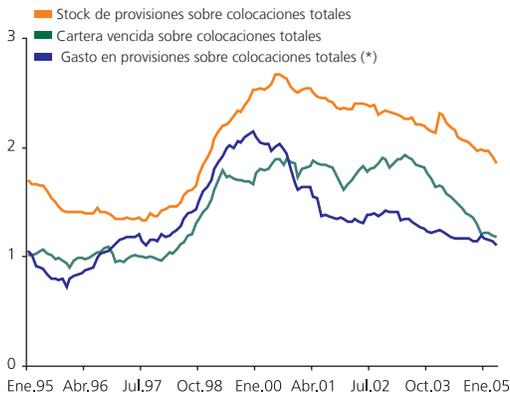


(*) Incluye fondos r. fija 90-365 días, capitalización, mixtos, estructurados, institucionales y libres.

Fuente: SVS.

Gráfico I.9

Indicadores de riesgo de crédito
(porcentaje de las colocaciones)

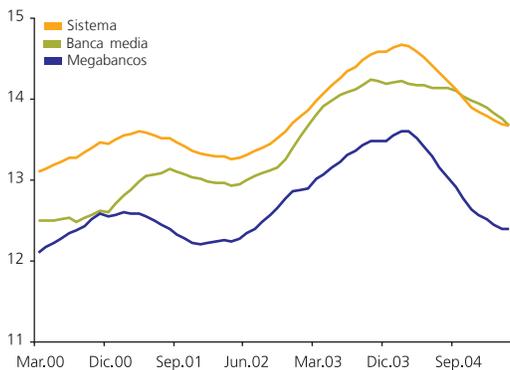


(*) Anualizado a partir de la suma móvil del flujo mensual en 12 meses.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico I.10

Evolución del índice de adecuación de capital (*)
(porcentaje; promedio móvil 12 meses)



(*) Cuociente entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

en los años 2003 y 2004. En efecto, la rentabilidad del sistema bancario alcanzó a 19% anualizada durante el primer cuatrimestre del año, destacando la elevada rentabilidad de las entidades orientadas a la banca de consumo. La rentabilidad aumentó por menores gastos de administración y menores provisiones por riesgo de crédito. Estos últimos registraron su nivel más bajo de los últimos nueve años (0,6% de los activos en abril). Otros indicadores de riesgo de crédito de las colocaciones bancarias, como la cartera vencida y las provisiones acumuladas, se estabilizaron en los primeros meses del año, luego de dos años de haber registrado mejoras sostenidas (gráfico I.9). Sin embargo, este tipo de indicadores están correlacionados con el ciclo económico, por lo que en los próximos trimestres podría producirse un cierto deterioro de los mismos, conforme madure la expansión de la economía y aumenten las tasas de interés. Por su parte, el respaldo de provisiones acumuladas por los bancos se mantiene estable como proporción de la cartera vencida de los bancos.

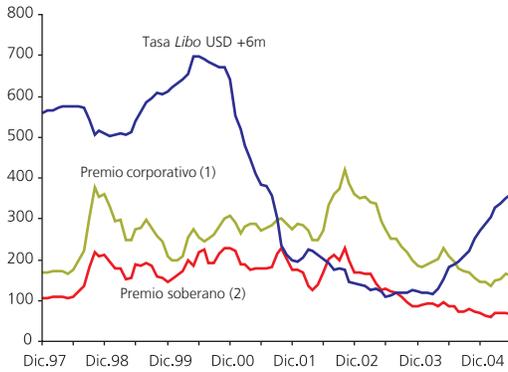
Las instituciones financieras buscan incrementar la madurez y el plazo de su financiamiento mediante tasas de captación más atractivas y la colocación de bonos de largo plazo. Durante el 2004 se observó una disminución en el plazo y en la duración de los pasivos bancarios respecto a los activos, lo que incidió en un (leve) aumento de su exposición a las tasas de interés, así como en menores holguras de liquidez. Este desarrollo permitió a la banca ampliar su margen de captación, aprovechando el diferencial entre las tasas de corto y largo plazo, pero al costo de aumentar su exposición a los riesgos de tasa de interés y de liquidez. Esta situación fue exacerbada por la recomposición de las inversiones en los fondos mutuos desde instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo a instrumentos de corto plazo y acciones. Desde septiembre último, los bancos comenzaron a reorientar sus pasivos hacia financiamiento de mayor plazo y duración. Este ajuste se ha manifestado en un aumento de las tasas de captación por encima del aumento de la tasa de política monetaria y en la emisión de bonos ordinarios, y ha permitido ir reduciendo los (leves) descalces acumulados en el periodo anterior. Por su parte, la sensibilidad de los bancos al riesgo cambiario se mantiene muy reducida con respecto a su patrimonio.

Durante el último año, el índice de adecuación de capital de los bancos promedió 13,7% y el de ninguna institución se ubicó bajo 10%. Los índices de adecuación de capital, esto es, la relación entre patrimonio y activos ponderados por riesgo de crédito, mostraron una leve tendencia descendente desde mediados del año pasado (promedio de doce meses), como consecuencia del mayor ritmo de crecimiento de los créditos y la recompra de acciones por parte de uno de los bancos de mayor tamaño del sistema (gráfico I.10). Con el fin de mantener la evolución de su patrimonio alineada con el crecimiento de los activos ponderados por riesgo, las instituciones financieras han reinvertido parte de sus utilidades recientes y algunas, aprovechando las favorables condiciones de mercado, también han emitido bonos subordinados y acciones de pago.

Los bancos mantienen niveles acotados de exposición a los riesgos de mercado y de crédito, según se desprende de los ejercicios de tensión que se describen en este Informe. No se espera un aumento adicional de la rentabilidad de la industria bancaria, ya que los indicadores de riesgo

Gráfico I.11

Condiciones de acceso al financiamiento externo. Premio de bonos corporativos y tasa *Libo* en dólares a 6 meses (puntos base)



(1) Índice Chile empresas.
(2) Índice Chile EMBI global.

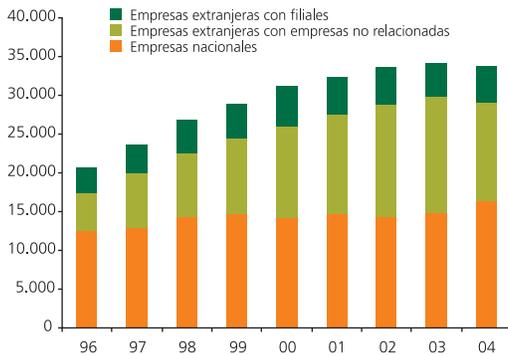
Fuente: Bloomberg.

de crédito tienden a estabilizarse y aumentan las tasas de interés de corto plazo. Sin embargo, los bancos cuentan con niveles adecuados de rentabilidad, provisiones y patrimonio para afrontar un eventual deterioro del entorno económico, lo que atenúa los riesgos para la estabilidad financiera de la economía chilena.

En el último semestre, las condiciones de acceso al financiamiento externo para la economía chilena se mantuvieron favorables (gráfico I.11). En un contexto de bajas tasas de interés y reducidos premios de crédito en los mercados internacionales, el crecimiento de la deuda externa a abril último fue muy moderado, de 2% respecto a un año atrás, reflejando una mayor disponibilidad de financiamiento interno y la situación superavitaria de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Entre octubre del 2004 y abril último, las empresas y el Gobierno Consolidado disminuyeron su deuda con el exterior en US\$550 millones y US\$50 millones, respectivamente, en tanto que los bancos la aumentaron en US\$1.500 millones. Los ingresos por inversión directa, principalmente reinversión de utilidades y de cartera, se mantuvieron estables respecto a años anteriores. Asimismo, a lo largo de este periodo continuó el sostenido proceso de integración financiera, con flujos totales de activos y pasivos externos creciendo a más del doble del crecimiento del PIB.

Gráfico I.12

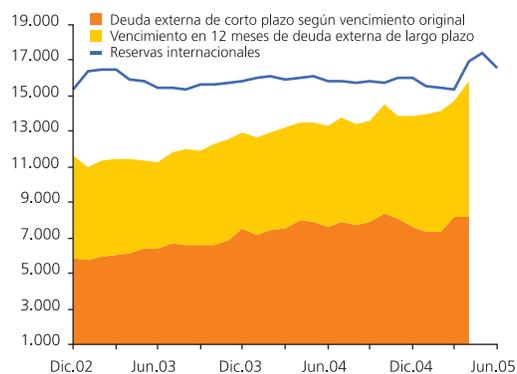
Deuda externa sector privado por país de origen del deudor (millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Los indicadores de deuda externa muestran una reducción en los últimos seis meses, ubicándose en niveles intermedios respecto a economías similares, aunque con diferencias importantes en su composición. Así por ejemplo, la razón deuda externa sobre exportaciones disminuyó desde 148% en octubre del 2004 a 131% en abril último, y la razón deuda externa a producto siguió una evolución similar. Pese a esta disminución, el tamaño de la deuda externa de la economía chilena se mantiene en un nivel intermedio entre las economías que tienen una estructura de exportaciones similar y una clasificación de riesgo soberano equivalente. Sin embargo, la composición de la deuda externa de Chile aminora su vulnerabilidad a cambios en las condiciones de financiamiento internacional. En efecto, el 77% de la deuda externa ha sido contratada por empresas y bancos del sector privado, del cual 52% pertenece a firmas de propiedad extranjera y 14% a obligaciones directas con sus matrices u otras empresas relacionadas en el extranjero (gráfico I.12). Cabe esperar que ante un eventual deterioro de las condiciones de financiamiento internacional, las filiales de empresas extranjeras en Chile podrán contar con el respaldo financiero de sus empresas matrices en el exterior, lo que atenuaría la intensidad de sus efectos sobre la economía chilena. Adicionalmente, la mayor parte de la deuda externa (55%) se encuentra a tasa fija. Por su parte, el Gobierno y los bancos mantienen niveles reducidos de deuda con el exterior.

La disponibilidad de reservas internacionales del Banco Central se mantiene en niveles holgados durante los últimos seis meses. En abril último, las reservas fueron levemente superiores al monto total de la deuda externa con vencimiento residual a menos de un año plazo, situación similar a la observada en octubre pasado. Los activos internacionales del Banco registraron un leve aumento en el periodo, como consecuencia de mayores depósitos de corto plazo en moneda extranjera de los bancos para constituir reserva técnica, pero que fueron parcialmente compensados por la amortización de los bonos emitidos en dólares (BCX).

Gráfico I.13Liquidez externa
(millones de dólares)

Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el segundo semestre, las reservas internacionales se reducirán como consecuencia de las amortizaciones programadas de estos mismos títulos (gráfico I.13). Esta evolución refleja la evaluación del Banco Central acerca del balance entre los beneficios de la disponibilidad de liquidez internacional inmediata y su costo de oportunidad, que es el diferencial entre rendimiento y costo de financiamiento. Considerando el actual régimen cambiario y de apertura de la cuenta de capitales, se estima que el nivel de reservas internacionales es suficiente para enfrentar eventuales contingencias de liquidez en los mercados financieros internacionales.

En conclusión, las perspectivas respecto de la estabilidad financiera y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos se mantienen satisfactorias, al igual que a fines del año pasado. La posición financiera de los principales deudores e intermediarios financieros se mantiene estable en un entorno que continúa siendo favorable y que se espera se mantendrá en los trimestres venideros, aunque con cierta moderación. El principal riesgo es un deterioro abrupto de las condiciones financieras internacionales y sus consecuencias en el crecimiento económico mundial, las tasas de interés, el tipo de cambio y el crecimiento en Chile. Los ejercicios de tensión realizados para este *Informe* indican que las empresas, el Gobierno y los bancos mantienen una exposición acotada a estos riesgos, aunque la exposición parece aumentar en el caso de los hogares. Sin embargo, un entorno favorable como el actual también podría ser propicio para la incubación de mayores riesgos financieros que luego se materializarían en escenarios más adversos. Para los inversionistas e intermediarios financieros siempre existe la tentación de elevar sus retornos de corto plazo por la vía de aumentar su exposición a activos o deudores más riesgosos —aprovechando que el ciclo se encuentra en la fase de expansión—, pero incrementando su vulnerabilidad futura. Hasta ahora no se observan señales en este sentido, pero es importante que los deudores, inversionistas e intermediarios financieros continúen evaluando sus riesgos con un horizonte de mediano plazo, incorporando la posibilidad de escenarios con menor crecimiento y mayores tasas de interés, y que, en caso de asumir mayores riesgos, cuenten con los resguardos necesarios para enfrentar escenarios menos favorables que el actual.

II. Entorno macroeconómico y financiero

II.1 Escenario internacional

II.1.1 Desarrollos recientes

Continúa el ajuste gradual de las tasas de interés en EE.UU. Mientras, en la zona euro y Japón se espera mayor estabilidad de las mismas

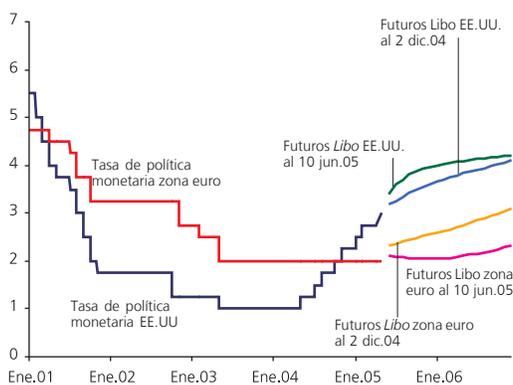
Desde el *Informe* previo, y de acuerdo con lo anticipado, la tasa de política monetaria (TPM) en EE.UU. se ha ido incrementando en forma gradual y sucesiva, de 2 a 3%. En este contexto, los inversionistas esperan la prolongación de este proceso de ajuste de la política monetaria, que situaría a dicha tasa en 3,75% al cierre del año. En la zona euro y Japón, en cambio, no se esperan aumentos en las TPM durante este año. Más aún, en el primer caso, las expectativas respecto al inicio del proceso de normalización se han ido desplazando sistemáticamente en el tiempo, debido a indicadores de actividad más débiles que los previstos, no descartándose un recorte de la tasa de política durante el segundo semestre del año (gráfico II.1).

Por su parte, las tasas de largo plazo en EE.UU. se encuentran en torno a 15 puntos base por debajo de lo registrado a comienzos de año. Esta evolución, inusual en un periodo de ajuste de la política monetaria, se ha vinculado a la mayor credibilidad respecto a la estabilidad de precios en el largo plazo, así como también a factores propios del mercado de deuda norteamericano. Entre estos últimos, cabe mencionar que se ha registrado una mayor demanda de bonos del gobierno por parte de los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales, en un contexto de alta liquidez en los mercados^{1/}. A su vez, los elevados montos de ahorro provenientes de economías emergentes, en particular de las economías asiáticas, han impulsado de forma adicional, aunque acotada, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a la baja^{2/}. Asimismo, el alto precio del petróleo habría atenuado la dinámica de crecimiento de EE.UU., presionando a la baja los rendimientos de los bonos de mediano y largo plazo, en un escenario en el que las expectativas de inflación están bien contenidas. No obstante, de todas formas existen

Gráfico II.1

Tasas de política monetaria y futuros *Libo* 3 meses para Estados Unidos y zona euro

(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

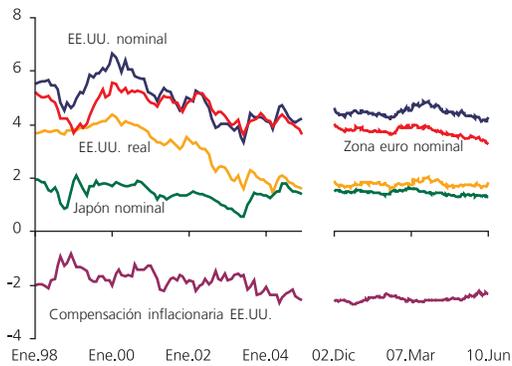
^{1/} Destaca la búsqueda de bonos de mayor duración por parte de los inversionistas que, como consecuencia del refinanciamiento de créditos hipotecarios en un contexto de bajas tasas de interés en EE.UU., han debido compensar la reducción de plazos en las carteras.

^{2/} Esta acumulación de reservas responde a la intervención de los bancos centrales asiáticos, con el propósito de mantener estable el valor de sus monedas.

Gráfico II.2

Rendimiento de bonos de gobierno a 10 años de economías desarrolladas

(porcentaje)

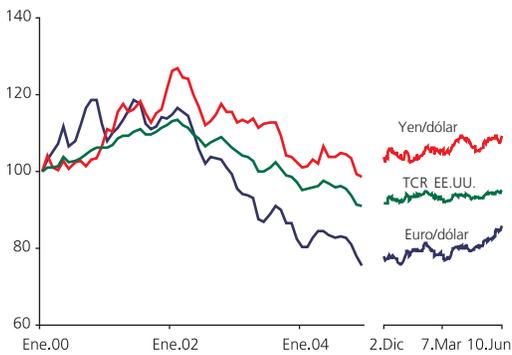


Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.3

Tipos de cambio de economías desarrolladas

(enero 2000=100)

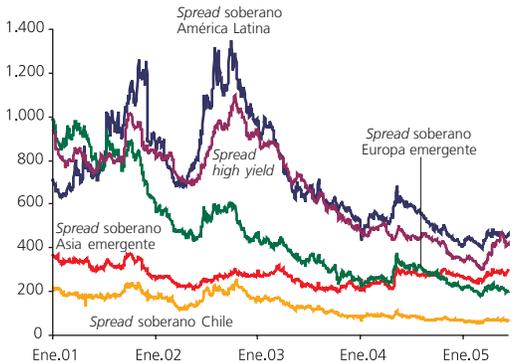


Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.4

Condiciones de financiamiento para instrumentos de alto retorno

(puntos base)



Fuentes: Bloomberg, JP Morgan Chase.

factores que no están del todo bien explicados detrás de la dinámica exhibida por los rendimientos de largo plazo. De acuerdo a ello, es incierto el tiempo que podría durar esta situación, esperándose que, en la medida que avance el proceso de normalización de la política monetaria, las tasas de interés de largo plazo debieran ir aumentando gradualmente.

En la zona euro, las tasas largas han experimentado una caída de alrededor de 50 puntos base durante el último semestre, debido a un panorama económico que se advierte más debilitado. En Japón también se ha observado un descenso en los rendimientos de largo plazo, aunque de menor magnitud (gráfico II.2).

Por otro lado, la proyección de crecimiento para el mundo y socios comerciales de Chile se ha reducido para el 2005, situándose en 4,1 y 3,4%, respectivamente. Para el 2006, las proyecciones se han mantenido estables. No obstante, las proyecciones de crecimiento continúan por sobre el promedio de la década de los noventa. La revisión para este año se asocia a un deterioro en las expectativas para Japón y la zona euro. Cabe destacar, no obstante, que en el primer caso se han visto señales positivas en las últimas semanas, mientras que en el caso de la zona euro los indicadores más recientes confirman la mayor debilidad de su economía. Una situación similar se observa respecto de las economías de Brasil y México. Por su parte, las economías asiáticas registran expectativas más favorables, apoyadas en la dinámica mostrada por China. En el caso de EE.UU., se advierte un crecimiento estable, en comparación con lo que se proyectaba a fines del 2004 (tabla II.1).

Tabla II.1

Crecimiento de economías desarrolladas y proyecciones (variación en doce meses, porcentaje)

	Promedio	2004 (e)	2005 (f)		2006 (f)	
	1990-1999		IEF previo	IEF actual	IEF previo	IEF actual
EE.UU.	3,1	4,4	3,5	3,6	3,2	3,3
Zona euro	2,1	1,7	1,9	1,2	1,8	1,9
Japón	1,7	2,7	1,9	1,5	1,8	1,8
Resto de Asia	7,9	8,2	6,8	7,1	7,0	7,2
A. Latina (exc. Chile)	2,8	5,7	3,8	4,1	3,7	3,4
Socios comerciales	3,1	4,5	3,5	3,4	3,5	3,5
Mundo	3,3	5,0	4,1	4,1	4,0	4,2

(e) Estimado.
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

En términos de paridades, el dólar ha registrado una significativa apreciación en los últimos dos meses, tras mantenerse relativamente estable durante los primeros meses del año. En particular, respecto del euro, el dólar muestra un fortalecimiento en torno a 7%, como resultado del voto negativo a la Constitución Europea en los referéndum de Francia y Holanda, y de indicadores de actividad que muestran una mayor debilidad en la zona euro. El yen, por su parte, registra una depreciación cercana a 4% respecto de la moneda estadounidense en el mismo periodo (gráfico II.3). No obstante lo anterior, se mantienen las preocupaciones respecto del elevado déficit en la cuenta corriente de EE.UU., lo que para el mediano plazo genera presiones hacia una depreciación del dólar^{3/}.

^{3/} Se debe considerar que desde comienzos del 2002, el dólar se ha depreciado persistentemente en torno a 15% en términos reales multilaterales. No obstante, gran parte de la depreciación se ha concentrado en las principales monedas, perdiendo 25% de su valor respecto del euro y 15% respecto del yen.

Gráfico II.5

Flujos de fondos de inversión de cartera y premios soberanos

(mes móvil en millones de dólares, puntos base)

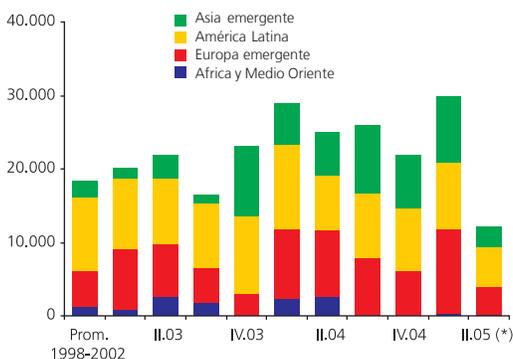


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Gráfico II.6

Emisión total de bonos de economías emergentes

(millones de dólares)



(*) Abril-mayo 2005.

Fuente: JP Morgan Chase.

Gráfico II.7

Índices bursátiles de economías desarrolladas

(1 de enero 2001=100)



Fuente: Bloomberg.

Condiciones de financiamiento se mantienen favorables

Las condiciones de financiamiento globales se han mantenido favorables, aun en el contexto de normalización de las tasas de interés de política en EE.UU. De acuerdo con lo anticipado, los *spreads* de empresas en EE.UU. y de bonos soberanos de economías emergentes se han elevado levemente respecto a lo registrado en el último *Informe*, aunque menos que lo previsto. Los *spreads* soberanos, tras caer de manera gradual, aumentaron a comienzos de abril, pero luego, a partir de mayo, se han mostrado estables (gráfico II.4). El aumento de los *spreads* soberanos respecto de inicios de año ha estado acompañado de la salida de fondos de inversión de cartera de economías emergentes (gráfico II.5).

Pese a estos ajustes, los premios por riesgo que pagan las empresas y las economías emergentes se mantienen comprimidos respecto de sus valores históricos, especialmente en las categorías de mayor riesgo relativo. Este desarrollo se explica por mejores fundamentos de riesgo de crédito en las empresas y en las economías emergentes, que han ido acompañados de mejoras en sus clasificaciones de riesgo. A esto se agregan factores coyunturales, como la menor oferta de bonos corporativos de mejor clasificación y el mayor interés de inversionistas institucionales, atraídos por un entorno de bajas tasas de interés de corto plazo y reducida volatilidad financiera. Sin embargo, al igual que en el caso de las tasas de largo plazo, se espera que, en la medida que avance el proceso de normalización de la política monetaria, los premios por riesgo vayan aumentando gradualmente^{4/}.

Los gobiernos y empresas de economías emergentes han aprovechado esta favorable coyuntura para refinanciar vencimientos en forma adelantada y fortalecer la estructura de su financiamiento. De acuerdo a ello, en el primer trimestre del año se registraron importantes colocaciones de bonos soberanos y de empresas de mercados emergentes, entre los que destacaron Brasil, México y Venezuela en América Latina, y Polonia, Hungría y Turquía en Europa. Aspectos destacables de las recientes colocaciones han sido la diversificación de su denominación en monedas fuertes distintas del dólar y la realización de emisiones en moneda local por algunas economías emergentes (gráfico II.6). En términos de otras fuentes de financiamiento externo, destaca la evolución que muestra la inversión directa, que se sitúa en torno al 50% del total de flujos destinados a economías emergentes^{5/}.

Mercados bursátiles permanecen estables en economías desarrolladas y muestran un desempeño favorable en economías emergentes

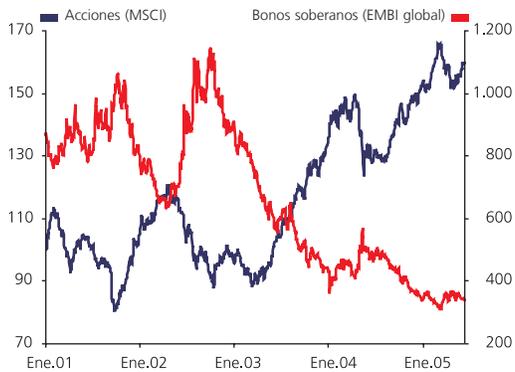
Los mercados bursátiles de economías desarrolladas se han mostrado estables con respecto a diciembre pasado, revirtiendo alguna tendencia a la baja observada en abril, provocada por expectativas de mayores presiones inflacionarias y de menores resultados de empresas en el primer trimestre del año (gráfico II.7).

^{4/} Ver *Global Financial Stability Report*, FMI (abril 2005).^{5/} Ver informe del *Institute of International Finance* (mayo 2005).

Gráfico II.8

Desempeño de instrumentos financieros de economías emergentes
(1 de enero 2001=100, puntos base)

(1 de enero 2001=100, puntos base)

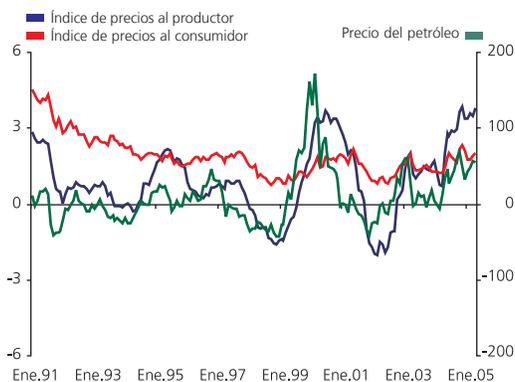


Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.9

Índice de precios al productor y consumidor de economías desarrolladas y precio del petróleo

(porcentaje, variación en doce meses)

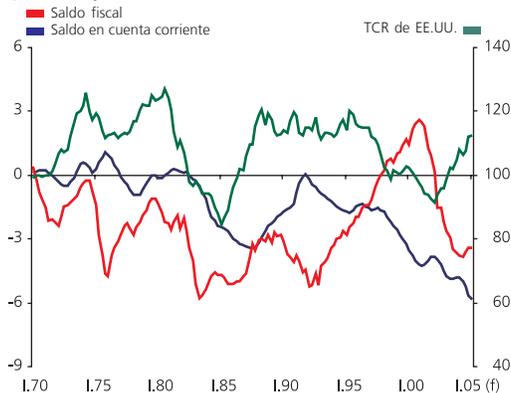


Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.10

Saldo en cuenta corriente, saldo fiscal y TCR de Estados Unidos

(porcentaje del PIB, 1970=100)



(f) Los datos proyectados corresponden al saldo en cuenta corriente del primer trimestre del 2005.

Fuente: Bloomberg.

En economías emergentes, en tanto, las alzas bursátiles de comienzos de año han sido sucedidas de una relativa estabilidad durante este segundo trimestre. Del comportamiento de los inversionistas en mercados de instrumentos más riesgosos en economías desarrolladas es posible inferir una menor disposición a tomar riesgo, con el consiguiente descenso en la valoración de los instrumentos de economías emergentes. Este ha sido relativamente homogéneo en las distintas regiones. No obstante, este proceso se muestra gradual en los primeros meses del año (gráfico II.8).

II.1.2 Riesgos

Desde la perspectiva externa, el riesgo principal de la economía chilena se relaciona con un deterioro en las condiciones financieras que enfrenta. Ello se podría deber, en primer término, a aumentos en las tasas de interés de corto plazo más acelerados que lo anticipado, derivados de presiones inflacionarias provenientes de una demanda interna más dinámica o de una evolución del precio del petróleo más elevada que lo proyectado. Sin embargo, aunque este tipo de escenario podría adelantar algunos otros ajustes financieros, como sería el caso de premios por riesgo y tasas de largo plazo, se estima que no introduciría un deterioro abrupto y significativo en las condiciones de financiamiento internacional de las economías emergentes, con excepción de aquellas que se encuentran relativamente más endeudadas (gráfico II.9).

En segundo término, las tasas de interés de largo plazo, así como los *spreads*, podrían presentar alzas de forma inesperada, incluso de magnitudes significativas, en un contexto en que estas variables se mantienen en niveles mínimos históricos, debido a correcciones en las percepciones del mercado.

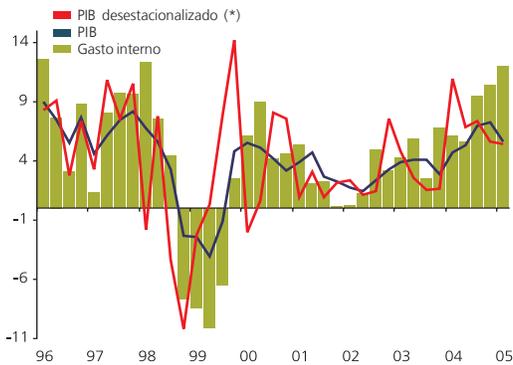
Por otra parte, las condiciones financieras externas podrían deteriorarse como consecuencia de los desbalances en economías desarrolladas, en particular en EE.UU., que no son sostenibles en sus niveles actuales (gráfico II.10). Una corrección desordenada de los desequilibrios podría determinar alzas abruptas de tasas de interés y depreciación del dólar respecto a las principales monedas. En la medida que los déficit fiscal y de la cuenta corriente de EE.UU. no muestren ajustes, podría incrementarse la preocupación del mercado respecto a su evolución, provocando cambios bruscos en las variables financieras y alta volatilidad de los mercados.

Un deterioro en las condiciones crediticias globales también podría originarse por eventos específicos. Por ejemplo, una menor disposición de los inversionistas a la búsqueda de retornos y un consiguiente aumento en el nivel de premios por riesgo, podría relacionarse con reducciones en la clasificación de riesgo de ciertas grandes compañías internacionales, así como en los niveles de utilidades en empresas por debajo de lo previsto.

Otros riesgos globales se vincularían a la evolución del precio del petróleo o del ciclo económico mundial, lo que podría alterar las perspectivas de crecimiento y el ritmo de normalización de las tasas de interés en las principales economías desarrolladas. Sin embargo, parece poco probable que esto modifique drásticamente las condiciones de financiamiento para la economía chilena.

Gráfico II.11

Crecimiento del PIB y gasto interno
(variación anual, porcentaje)

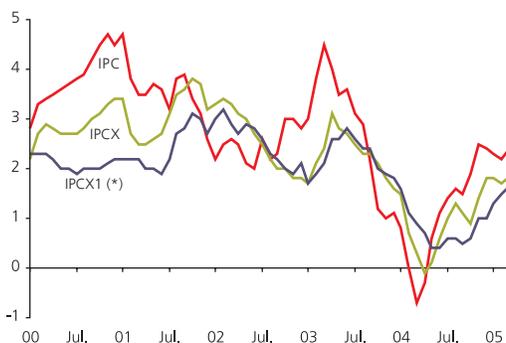


(*) Variación trimestral anualizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.12

Inflación IPC, IPCX, IPCX1
(variación anual, porcentaje)

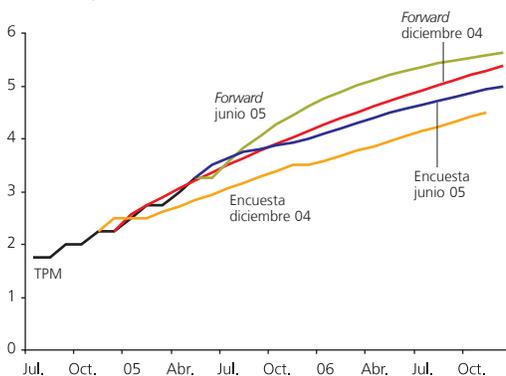


(*) Corresponde al cálculo de la inflación subyacente descontados los precios de los combustibles, percibibles, tarifas reguladas, precios indexados y servicios financieros, permaneciendo el 70% de la canasta total.

Fuentes:
Instituto Nacional de Estadísticas.
Banco Central de Chile.

Gráfico II.13

TPM, expectativas y curva *forward*
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Finalmente, siempre está latente el riesgo de amenazas terroristas, que podrían generar aumentos puntuales en la volatilidad de los mercados financieros globales.

II.2 Escenario nacional

II.2.1 Desarrollos recientes

Luego de la aceleración del crecimiento económico durante el 2004, se espera que la actividad económica se expanda a un ritmo de entre 5¼ y 6¼% durante el presente año. Las condiciones externas que enfrenta la economía chilena continúan siendo favorables: el mayor precio del cobre ha compensado los efectos del alza del precio del petróleo, el crecimiento mundial se mantiene sobre su promedio histórico y las condiciones financieras internacionales son benignas. Internamente, aún prevalecen condiciones financieras claramente expansivas.

La demanda interna ha venido empujando el proceso de crecimiento económico (gráfico II.11). La inversión continúa creciendo, al igual que la acumulación de existencias. El consumo, por su parte, ha cobrado más fuerza, anclado en el crecimiento de la ocupación, pese al incremento del precio de los combustibles. La tasa de desempleo ha descendido, aunque más pausadamente por el aumento de la fuerza de trabajo. Las exportaciones presentarían un dinamismo algo menor durante el presente año, porque la minería se encuentra operando a plena capacidad.

La tendencia inflacionaria subyacente de los precios ha continuado aumentando, pero en forma gradual (gráfico II.12). Los costos laborales presentan incrementos moderados, pues el crecimiento de las remuneraciones por hora se ha visto prácticamente compensado con la mayor productividad del trabajo. Se estima que la inflación continuará en la trayectoria de convergencia hacia la meta de 3% anual.

Este cuadro macroeconómico ha permitido mantener el ritmo pausado de normalización de la política monetaria. Los agentes de mercado esperan que este proceso continúe desarrollándose en forma gradual en los trimestres venideros (gráfico II.13).

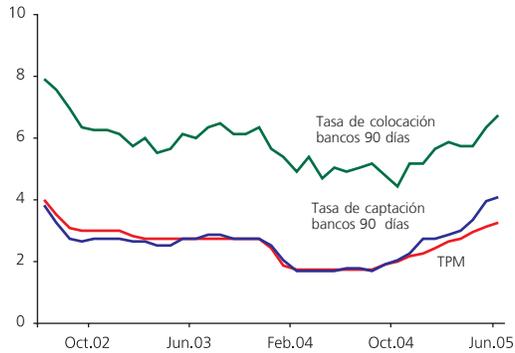
II.3 Mercado financiero

La normalización pausada de la TPM se ha venido implementando en forma ordenada desde septiembre del 2004, conforme a lo anunciado por el Banco Central de Chile (BCCh). Tras efectuar seis alzas de 25 puntos base en cada oportunidad, la tasa se ubica en junio de este año en 3,25%.

Las tasas de corto plazo bancarias han seguido la evolución de la TPM, aunque con mayor intensidad las tasas de captación, que han registrado un aumento de 90 puntos base por sobre el aumento de la TPM en este periodo (gráfico II.14). Esta situación se explica, en lo principal, por una posición de liquidez más estrecha de los bancos, producto del mayor ritmo de crecimiento de sus colocaciones. Los bancos han buscado ajustarse a esta situación ofreciendo depósitos en condiciones más atractivas.

Gráfico II.14

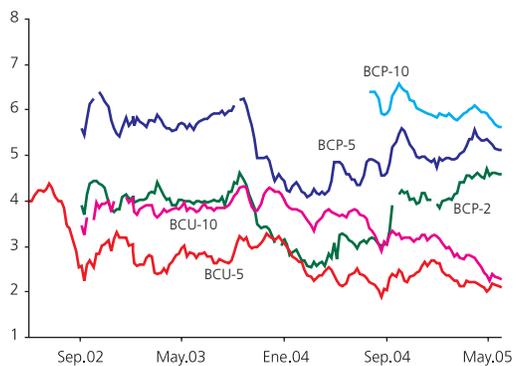
Tasas de interés corto plazo
(tasas nominales anualizadas, promedios mensuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.15

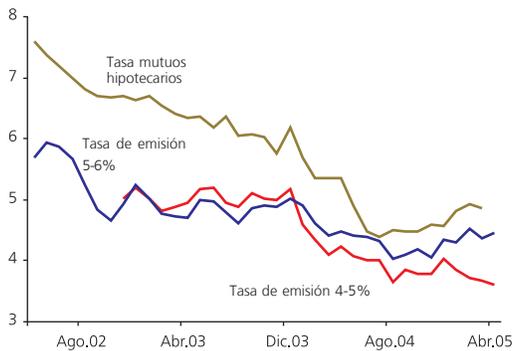
Tasas de interés del Banco Central de Chile
(promedios semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.16

Tasas de letras hipotecarias y mutuos hipotecarios (*)
(puntos porcentuales)



(*) Tasa de mercado para letras con duración de 5 a 6 años y clasificación AA.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las tasas de los bonos en pesos a 5 años (BCP5) se incrementaron aproximadamente 50 puntos base entre septiembre del 2004 y junio de este año, mientras que las tasas de los BCP 10 se redujeron 30 puntos base. Por su parte, las tasas de los papeles reajustables de largo plazo cayeron 15 (BCU5) y 90 puntos base (BCU10) en ese mismo periodo (gráfico II.15). Las expectativas implícitas de inflación a 5 años se han elevado en lo que va corrido del año, bordeando el 3% promedio a principios de junio, confirmando la credibilidad de la tasa objetivo de largo plazo establecida por el BCCh. Por otra parte, la volatilidad de las tasas del BCCh, tanto de las denominadas en pesos (5 y 10 años) como de aquellas en Unidades de Fomento (5 y 10 años), se ha reducido aproximadamente 30 y 10 puntos base anuales, respectivamente, en lo que va corrido del año. De esta forma, a fines de mayo último, las volatilidades de los BCP5 y BCP10 se situaron en 80 y 60 puntos base anuales, respectivamente, y en 60 puntos base la de los BCU a 5 y 10 años^{6/}.

La estabilidad de las tasas nominales de plazos mayores y la reducción de las tasas reajustables son fenómenos inusuales en periodos de ajuste de la política monetaria. La evolución reciente de las tasas largas se vincula, en lo principal, a la reducción de las tasas de interés internacionales de largo plazo y del premio soberano de Chile. Entre los factores domésticos, cabe mencionar las expectativas de una normalización gradual de las tasas de interés y un balance de sesgos negativos en las proyecciones de crecimiento producto de riesgos en el escenario internacional. En el caso de los bonos en Unidades de Fomento (UF), también inciden la normalización de las expectativas inflacionarias, desde el 2 al 3% anual, y una cierta sobreacción de estas tasas ante sorpresas puntuales en la variación mensual del IPC.

Otros factores propios del mercado de bonos en Chile también pueden estar influyendo, pero su importancia cuantitativa parece menor que los factores macroeconómicos. Por una parte, se observa una disminución de las colocaciones de bonos estatales y letras hipotecarias, que ha sido solo parcialmente compensada con mayores emisiones de empresas. La menor colocación de bonos del Gobierno y del BCCh es la contraparte financiera del superávit fiscal y su aplicación a prepagos de deuda externa e interna. La disminución de las letras hipotecarias refleja el fuerte incremento de la actividad de refinanciamiento hipotecario y el aumento de los prepagos que ha afectado a los instrumentos ligados al financiamiento para la vivienda, mutuos y letras hipotecarias. Este fenómeno ha tenido una incidencia importante en las carteras de los inversionistas institucionales (Capítulo IV)^{7/}.

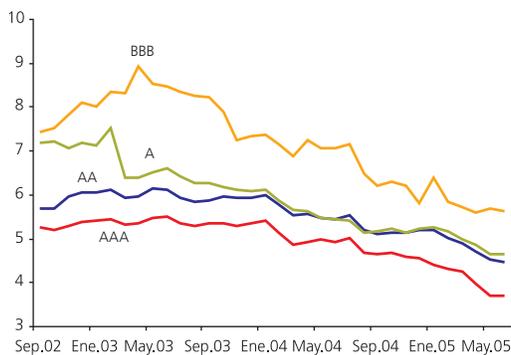
Asimismo, la duración efectiva de los bonos y letras hipotecarias que quedan en el mercado disminuye cuando las tasas de interés de largo plazo se reducen, por el mayor atractivo de la opción de prepagos de los deudores. Esta situación lleva a incrementar la demanda por otros

^{6/} Volatilidad semanal anualizada.

^{7/} Así, por ejemplo, el aumento de los prepagos de mutuos hipotecarios incluidos en las carteras de bonos securitizados fue un factor relevante para que nueve de los 37 patrimonios separados vinculados al sector hipotecario vieran afectadas negativamente su clasificación de riesgo entre noviembre del 2004 y junio de este año. *Feller Rate* (2004; 2005).

Gráfico II.17

Tasas de bonos corporativos
(porcentaje)

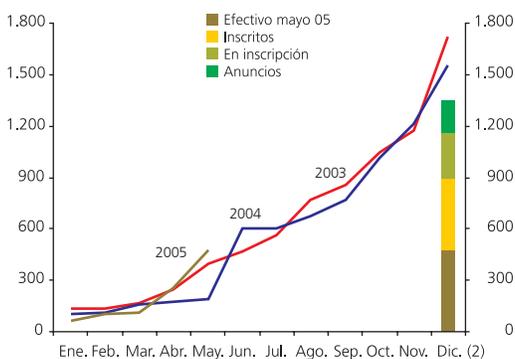


Fuente: LVA Índices.

Gráfico II.18

Emisión de bonos corporativos (1)

(colocaciones acumuladas a fin del periodo, miles de millones de pesos)



(1) Incluye emisiones de bonos securitizados.

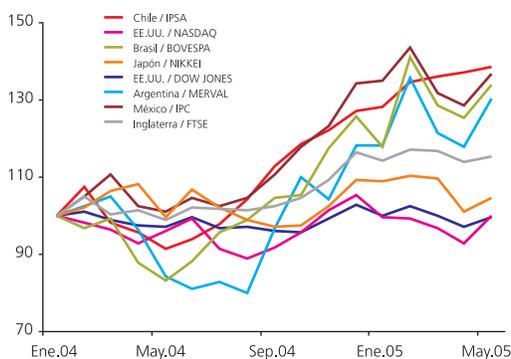
(2) Diciembre 2005, estimado a partir de información pública disponible a mayo.

Fuente: SVS.

Gráfico II.19

Índices bursátiles internacionales

(índice en dólares, enero 2004=100)



Fuente: Bloomberg.

instrumentos de largo plazo para mejorar el calce entre activos y obligaciones de largo plazo de los inversionistas. Finalmente, se registra un mayor flujo de demanda de los fondos de pensiones por este tipo de instrumentos, luego de que sus inversiones en renta variable y en el extranjero prácticamente coparan los límites regulatorios.

Sin perjuicio de todos estos factores, y al igual que en el caso de las tasas internacionales, es incierto cuánto tiempo puede durar esta situación de bajas tasas domésticas de largo plazo. Una reversión de la situación en los mercados financieros internacionales seguramente traería repercusiones en las tasas internas (Recuadro: Tasas de interés de largo plazo; IPoM mayo 2005)^{8/}.

Las tasas de los instrumentos hipotecarios se mantuvieron bajas en el mercado secundario, distinguiéndose un leve repunte en la de los mutuos hipotecarios endosables y en la correspondiente a las letras con tasa de emisión en el tramo de 5-6%, precisamente por la mayor probabilidad de experimentar prepagos (gráfico II.16). Del mismo modo, las tasas de bonos corporativos continuaron bajando desde el cierre del último Informe, destacándose una estabilización de los premios por riesgo en todas las categorías a partir del primer trimestre del presente año (gráfico II.17).

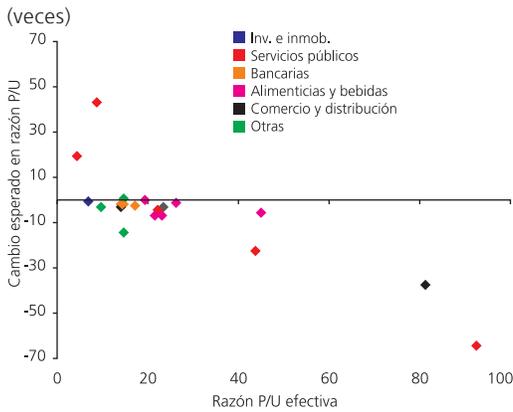
El financiamiento de empresas a través de bonos ha sido dinámico en los primeros cinco meses del 2005, llegando a \$470 mil millones. Se espera que el volumen total de emisión para el año se encontrará en niveles cercanos a los alcanzados en el 2003 y 2004 (gráfico II.18). Cabe destacar el aumento significativo de las fuentes de financiamiento no bancarias disponibles para las empresas. Particularmente, en el caso del financiamiento de corto plazo, destaca la importante expansión de los efectos de comercio, cuyas emisiones crecieron 59% anual en el 2004 y cuyas colocaciones muestran en los primeros cuatro meses del 2005 un monto similar a la misma fecha del año pasado (Capítulo III).

El mercado bursátil ha logrado un buen desempeño durante el 2005, exhibiendo el IPSA una rentabilidad nominal en pesos de 9,3% hasta mayo. Ello ha reforzado los resultados del 2004, año en que este índice alcanzó una rentabilidad de 21%. Asimismo, la volatilidad del indicador accionario se ha ubicado en torno al 10,7% anual durante el presente año, cayendo 1,7 puntos porcentuales con respecto al promedio del año anterior. La trayectoria de la bolsa chilena contrasta con el desempeño de bolsas de países desarrollados y con el de una muestra de países latinoamericanos, que han logrado retornos bajos durante la primera mitad del año. La rentabilidad del IPSA alcanzó a 8,9% en dólares en el periodo enero-mayo de 2005, y su trayectoria contrasta con la rentabilidad negativa obtenida por el Dow Jones, Nasdaq y FTSE, entre otros (gráfico II.19).

^{8/} El recuadro recalca que el nivel de tasas de interés nacionales de largo plazo es explicado en una proporción importante y significativa por los movimientos de las tasas de interés internacionales. En particular, el coeficiente cercano a 0,5 para el parámetro de traspaso entre las tasas de EE.UU y nacionales indica que la mitad del cambio de las tasas de largo plazo en el mercado local se explica por el movimiento de tasas internacionales de largo plazo. Otra conclusión destacada es la comprobación de la relativamente poca importancia del stock de papeles de largo plazo existente en la economía en explicar los bajos niveles de tasas existentes para estos instrumentos.

Gráfico II.20

Razón precio utilidad (1) (2)

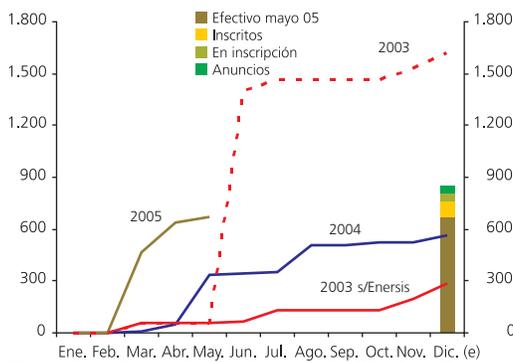


(1) Sociedades pertenecientes al IPSA con P/U efectiva y esperada disponible.
 (2) El cambio esperado de la razón P/U es la diferencia entre P/U esperado a diciembre 2005 y P/U efectivo a junio 2005.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.21

Emisión de acciones
 (colocaciones acumuladas a fin de cada periodo, miles de millones de pesos)

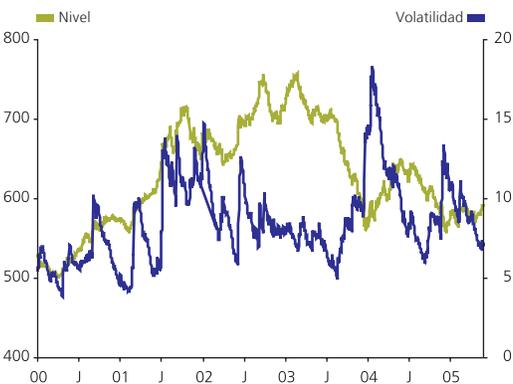


(*) Diciembre 2005, estimado a partir de información pública disponible a mayo.

Fuentes:
 SVS
 Bolsa de Comercio de Santiago.

Gráfico II.22

Nivel y volatilidad del tipo de cambio nominal
 (pesos por dólar, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Los resultados positivos de la bolsa son el reflejo de los satisfactorios resultados obtenidos por las empresas en el 2004 y en el primer trimestre del 2005. Solo en este último periodo, las utilidades crecieron 24% anual y los dividendos repartidos por las empresas FECU lo hicieron en 48% anual. Las perspectivas para las empresas se mantienen positivas, lo que se refleja en las utilidades proyectadas para la mayoría de las empresas del IPSA para fines de año (gráfico II.20).

Los factores mencionados han impactado favorablemente la actividad bursátil. Las transacciones de acciones han sobrepasado, en promedio, los \$38 mil millones diarios, nivel que supera en 30% el promedio del año 2004. Por su parte, las colocaciones de acciones se reactivaron en el primer trimestre y se espera que hacia fines de año se exceda en aproximadamente 50% el volumen de emisiones del 2004 (gráfico II.21).

El nivel del tipo de cambio alcanzó un promedio de \$/US\$589 en la primera quincena de junio de 2005, concretándose una depreciación nominal del peso de 5% desde principios de año. El peso con relación al dólar experimentó una volatilidad cercana al 10% anual durante los primeros cinco meses del 2005, manteniéndose dentro del rango normal de los valores observados en los últimos años y en un nivel similar a la volatilidad registrada por el euro (8,5%) y del yen (9,1%) en este último año (gráfico II.22)^{9/}. La tendencia hacia una menor volatilidad cambiaria en el 2005 con respecto al año anterior es una característica generalizada de las principales monedas en el mercado internacional, siendo la del peso chileno de 7% anual a junio de este año^{10/}.

II.2.3 Riesgos

Los riesgos provenientes de la economía mundial tendrían un impacto significativo en los mercados financieros locales. Un aumento de las tasas internacionales de corto y largo plazo más rápido y drástico que lo previsto, con un deterioro de los premios soberanos, probablemente determinaría una depreciación del tipo de cambio, un aumento de las tasas de interés de corto y largo plazo y de los premios de riesgo y un encarecimiento general del costo de crédito.

En el ámbito interno, el balance de riesgos para el crecimiento es negativo, principalmente como consecuencia del impacto de los combustibles en la demanda interna. En todo caso, no se estima que estos riesgos modifiquen significativamente las perspectivas de crecimiento de la economía chilena y la evolución esperada del riesgo de crédito.

Los riesgos que enfrenta la meta de inflación son equilibrados, pero ante algunos escenarios se podría requerir un ajuste de la política monetaria más rápido que lo previsto. Esta situación presionaría al alza las tasas de interés de corto y largo plazo con mayor rapidez que lo esperado, afectando, además, a los premios de financiamiento que pagan las empresas y las

^{9/} La mayor volatilidad del dólar no se ha visto reflejada en una mayor volatilidad del tipo de cambio real. Volatilidad medida con método *risk metrics* en base diaria anualizada.

^{10/} Durante el 2005, la volatilidad del yen ha bajado 1,5%; la del euro, 1,1%; la del peso argentino, 1,9%; y la del peso mexicano, 0,9%. A su vez, la del real brasileño experimentó un leve aumento de 0,5% anual.

instituciones financieras. Sin embargo, se estima baja la probabilidad de que una situación de esa naturaleza pudiera provocar un deterioro significativo de las condiciones de financiamiento interno.

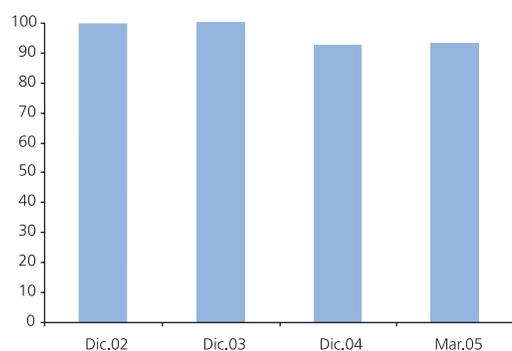
En todo caso, la robustez del sistema financiero nacional a los factores de riesgo tanto locales como externos se evalúa a través de ejercicios de tensión. Estos se aplican sobre las variables clave de distintos sectores. Para las empresas se evalúa la respuesta de sus indicadores financieros a cambios en el escenario de producto, tasa de interés y tipo de cambio. Al balance del Gobierno se aplican *shocks* de precio del cobre, ingresos y tipo de cambio. El sector bancario se evalúa en función de *shocks* de calidad crediticia, tasa de interés y tipo de cambio. Por último, se evalúa el impacto de *shocks* en la tasa de interés sobre los pagos externos.

En el caso de la tasa de interés, supone un aumento en la curva de retornos, mayor en los plazos largos, de manera que esta curva vuelva a mostrar la pendiente que tenía a mediados de 2004. Esto implica un *shock* de 550 puntos base para las tasas largas (superiores a tres años) y de 425 puntos base para las inferiores a tres años. Para el tipo de cambio, se asume un *shock* de 20%, superior a la máxima variación anual en el periodo 1990-2004. De acuerdo a la metodología estándar para estos ejercicios, se supone que los *shocks* ocurren una vez y se mantienen por todo un año.

III. Sector real

Gráfico III.1

Deuda total como porcentaje del PIB
(porcentaje)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS, SBIF y ACHEF.

III.1 Empresas

Las empresas no financieras son el principal destino de los flujos de financiamiento que intermedian los bancos y los inversionistas institucionales establecidos en el país, así como también los bancos y otros inversionistas extranjeros. Las colocaciones de la banca a las empresas representan el 65% de sus préstamos totales, los bonos y acciones emitidos por estas empresas, el 24% de la cartera de los inversionistas institucionales y su deuda con acreedores externos, el 75% de la deuda externa total.

La deuda de las empresas se ha mantenido relativamente estable como porcentaje del producto interno bruto (PIB), estimándose que alcanzó a cerca de 93% del mismo en marzo del 2005 (gráfico III.1). La fuente de financiamiento más importante continúa siendo el sector bancario doméstico; su participación en el total ha experimentado un aumento sostenido, alcanzando a 40% del PIB en marzo último, seguido por la deuda externa (37%)^{1/} y, más abajo, por los bonos locales (10%) y otras fuentes (13%).

III.1.1 Deuda de las empresas

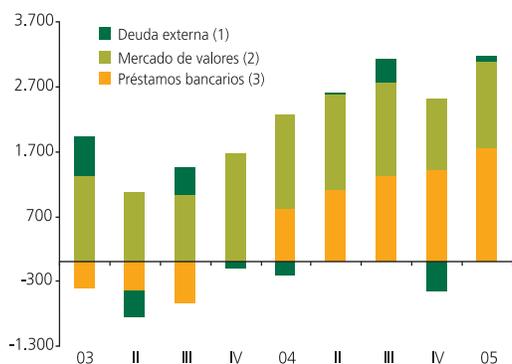
En marzo del 2005, la deuda total de las empresas —obtenida a partir de información de las fuentes de crédito hacia el sector— alcanzó a \$55.180 millones, lo que representó un crecimiento de 6,1% real en doce meses.

Crecimiento del financiamiento vía deuda se modera y su composición se consolida a favor de los créditos bancarios

Los flujos de financiamiento vía deuda de las empresas siguieron creciendo en el periodo octubre 2004-marzo 2005 (44% anual en el semestre), en parte explicado por el aumento en la generación de caja operacional del sector (sección III.1.3). Paralelamente, se han mantenido las tendencias observadas en trimestres anteriores, esto es, la consolidación del crecimiento de préstamos bancarios domésticos y el casi nulo incremento de la deuda con el extranjero. Entre los flujos agregados de financiamiento con el mercado de valores, destacan las altas tasas de crecimiento de las nuevas fuentes de financiamiento (incluyendo los bonos securitizados^{2/}

Gráfico III.2

Fuentes de financiamiento, cambio en stocks en 12 meses
(miles de millones de pesos de diciembre de 2004)



(1) Deuda externa convertida a pesos usando tipo de cambio promedio del período.

(2) Incluye bonos corporativos y securitizados, *leasing*, *factoring* y efectos de comercio.

(3) Considera colocaciones comerciales y de comercio exterior.

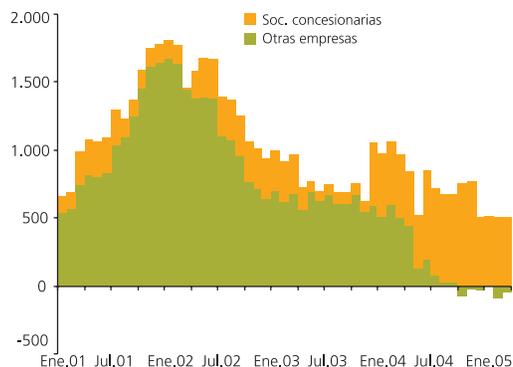
Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS, SBIF y ACHEF.

^{1/} Los préstamos bancarios del exterior representan el 19%, seguidos por los bonos y créditos comerciales (6,5% cada uno) y la inversión directa o préstamos entre empresas (5%).

^{2/} Se excluyen los bonos cuyo subyacente corresponde a instrumentos emitidos por bancos.

Gráfico III.3

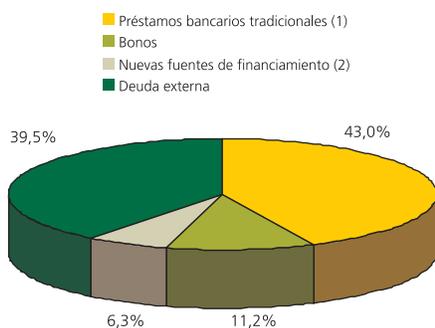
Bonos de empresas, cambio en stocks en 12 meses
(miles de millones de pesos de diciembre de 2004)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

Gráfico III.4

Distribución de las fuentes de financiamiento vía deuda
(a marzo de 2005, miles de millones de pesos)



(1) Considera colocaciones comerciales y de comercio exterior.

(2) Incluye bonos securitizados, *leasing*, *factoring* y efectos de comercio.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS, SBI y ACHEF.

y efectos de comercio) y de los bonos de empresas concesionarias, y la caída en los flujos de bonos de sociedades no concesionarias^{3/} (gráfico III.2).

Los préstamos bancarios destinados a empresas han mantenido el dinamismo observado desde el segundo trimestre del 2004, impulsados por prácticamente todos los segmentos de crédito, destacándose los créditos de comercio exterior, que continuaron creciendo a tasas de dos dígitos en doce meses, y el financiamiento vía *leasing*. El financiamiento con emisión de bonos también ha continuado aumentando, pero a un ritmo decreciente, explicado por una caída en los flujos de bonos de empresas y por un menor crecimiento de los bonos de sociedades concesionarias (gráfico III.3). Las nuevas fuentes de financiamiento han seguido incrementándose a tasas del orden del 30% anual, impulsadas por fuertes crecimientos en el *factoring*, los bonos securitizados y los efectos de comercio, que desde diciembre del 2002^{4/} han experimentado alzas de 106, 80 y de cerca de 600%, respectivamente.

Los flujos de endeudamiento externo han resultado ser los componentes más volátiles en los últimos tres años, siendo negativos en el periodo octubre 2004-marzo 2005. Aun así, el stock de deuda externa representó la segunda fuente más importante de financiamiento vía deuda en marzo del 2005, alcanzando al 39,5% del total (gráfico III.4). A nivel de fuentes, se observa una caída sostenida en el financiamiento de los bancos del exterior y un aumento también sostenido en la emisión de bonos en el exterior. Los créditos comerciales y relacionados a inversión extranjera volvieron a crecer (y a tasas de dos dígitos) a partir del tercer trimestre de 2004, en línea con el mayor dinamismo de la inversión en este periodo.

La colocación de acciones vuelve a ser utilizada como alternativa de financiamiento

Cabe destacar que el financiamiento vía emisión de acciones de pago ha vuelto a ser una alternativa utilizada por las empresas no financieras. Durante el 2004, la emisión de acciones alcanzó a \$563 mil millones. El volumen proyectado para el 2005, basado en las emisiones inscritas y en proceso de inscripción ante la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y anuncios de las empresas, alcanzaría los \$850 mil millones (Capítulo II).

III.1.2 Resultados y gastos financieros

El análisis de la situación financiera del sector empresas no financieras se efectúa sobre la base de información contenida en las FECU^{5/} de las empresas inscritas en el Registro de Valores (RV) de la SVS. Ellas representan el 20% de las colocaciones comerciales de la banca y el 50% del stock vigente de la deuda externa de empresas, y son las emisoras del 100% del total de instrumentos de oferta pública del mercado local. El número de empresas inscritas en el RV alcanzó a 545 en marzo último, de las cuales 387 correspondían a empresas no financieras.

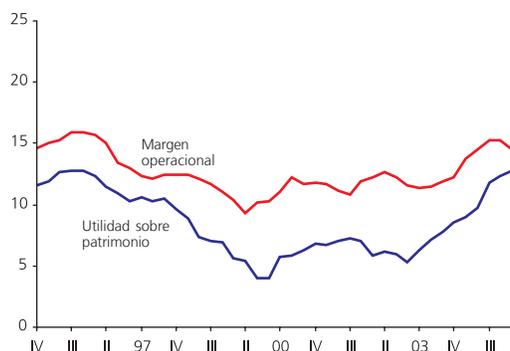
^{3/} Se han excluido las emisiones de Codelco del análisis de esta subsección.

^{4/} Fecha en la que se emitieron los primeros efectos de comercio

^{5/} Ficha Estadística Uniforme Codificada, de reporte trimestral. Contiene los siguientes estados financieros: Balance, Estado de Resultados, Estado de Flujo de Efectivo, y sus notas respectivas.

Gráfico III.5

Rentabilidad y márgenes del sector empresas (*)
(promedio móvil de 4 trimestres, porcentaje)



(*) Indicadores elaborados a partir de estados financieros individuales.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

Gráfico III.6

Utilidad del ejercicio sobre patrimonio (1)
(promedio móvil de 4 trimestres, porcentaje)



(1) Indicador elaborado a partir de estados financieros individuales. Rentabilidad trimestral, anualizada.

(2) Comercio, eléctrico, sanitarias y gas, telecomunicaciones, construcción y empresas seleccionadas del transporte.

(3) Alimentos, forestal, manufactura, minero no Codelco y empresas seleccionadas del transporte.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

La rentabilidad continúa aumentando, liderada por el sector transable

Las utilidades del conjunto de empresas bajo análisis han registrado crecimientos positivos en términos reales desde comienzos del 2003, alcanzando a 26% anual en el periodo octubre 2004-marzo 2005^{6/}. El principal impulsor de este crecimiento ha sido el resultado operacional, que aumentó 25,7%.

La rentabilidad de las empresas, medida como utilidad del ejercicio sobre patrimonio, ha aumentado de manera sostenida desde principios del 2003, alcanzando a 10,9% en el periodo octubre 2004-marzo 2005 (gráfico III.5). El sector transable^{7/} continúa mostrando resultados muy por sobre el sector no transable^{8/}, con una rentabilidad sobre patrimonio de 17,8%, mientras que la de este último llega a solo 5,5% (gráfico III.6).

El principal factor detrás de esta tendencia en la rentabilidad ha sido el crecimiento en el resultado operacional, impulsado tanto por mayores ventas como por mejores márgenes operacionales. A nivel agregado, el margen operacional alcanzó a 14,1% en el periodo octubre 2004-marzo 2005. Además de mayores precios, este comportamiento ha sido también el resultado de programas de reducción de costos efectuados por un número de empresas en años anteriores. Estas mejoras en la productividad han permitido mantener las presiones inflacionarias acotadas, pese al mayor ritmo de crecimiento de las remuneraciones.

El margen del sector transable llegó a 14,8% en el periodo señalado, fuertemente influido por el sector minero (27,4%), que se ha beneficiado de las favorables condiciones de precio en los mercados internacionales. Dadas las expectativas de desaceleración de la demanda mundial para el bienio 2005-2006 y, por consiguiente, de menores precios del cobre y otras materias primas, se espera también una moderación en los positivos resultados de este subsector. Por otro lado, el mayor crecimiento esperado de la demanda interna favorecería la evolución de los sectores no transables.

El aumento pausado de las tasas de interés en los mercados internacionales y locales aún no se ha traducido en mayores costos de financiamiento en el conjunto de empresas analizadas. En marzo del 2005, el costo financiero promedio —medido por la razón gastos financieros^{9/} sobre deuda que paga intereses— alcanzó a 6,5% nominal (gráfico III.7).

En el futuro próximo, y conforme las tasas de interés se vayan incrementando, el costo financiero promedio de las empresas debería comenzar a subir. Este ajuste, sin embargo, sería gradual, dado que las empresas han aprovechado la reciente coyuntura para extender los plazos de su deuda, emitiendo bonos de largo plazo en el mercado doméstico y fijando las tasas de su deuda externa mediante *swaps* (Capítulo VI).

^{6/} Los análisis a continuación se hacen sobre la base de los estados financieros individuales, salvo que expresamente se indique lo contrario.

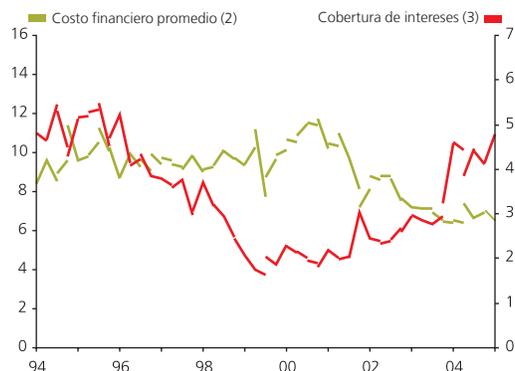
^{7/} Incluye los sectores minero (excluye Codelco), forestal, alimentos, manufactura y empresas de transporte (esencialmente navieras y aerolíneas).

^{8/} Comercio, empresas de transporte (mayoritariamente empresas portuarias y de transporte terrestre), telecomunicaciones, construcción, electricidad y sanitarias y gas.

^{9/} Los gastos financieros incluyen intereses, primas y comisiones devengados o pagados.

Gráfico III.7

Costo de financiamiento y cobertura de intereses (1)
(porcentaje eje izquierdo, veces eje derecho)



(1) Indicadores elaborados a partir de estados financieros individuales.
(2) Calculado como gastos financieros sobre deuda que paga intereses.
(3) Definido como Ebitda sobre gastos financieros, donde Ebitda = resultado operacional + depreciación.

Fuente: SVS.

El indicador de cobertura de intereses se mantiene sólido, combinando el efecto de mayores flujos operacionales y un bajo costo de financiamiento

A nivel agregado, el indicador de cobertura de intereses^{10/} de las empresas ha experimentado mejoras sostenidas desde el 2002, alcanzando a 4,4 veces en el periodo octubre 2004-marzo 2005 (gráfico III.7). Consecuentemente con las diferencias encontradas en las utilidades, este indicador también es marcadamente más robusto en el sector transable (8,3 veces en dicho periodo) que en el no transable (2,7 veces) (gráfico III.8). La cobertura calculada sobre la base de los balances consolidados, en tanto, promedió 5,6 veces en el semestre de referencia^{11/}.

En marzo del 2005, la proporción de deuda mantenida por empresas con un indicador de cobertura menor a 1 alcanzó a 6,8% en el caso de la deuda bancaria y a 5,8% en el de los bonos domésticos^{12/}. No obstante, el 3,7 y 4,8%, respectivamente, correspondieron a empresas públicas o con garantía estatal que cuentan con clasificación de riesgo AAA.

III.1.3 Estructura de financiamiento

La deuda registra un leve aumento en el último trimestre, pero los indicadores de endeudamiento se mantienen relativamente estables

El nivel de deuda de las empresas analizadas registró un leve aumento en el primer trimestre del presente año (2% real trimestral), luego de tres trimestres consecutivos de disminución. Este comportamiento se relaciona con un mayor endeudamiento del sector comercio, con un aumento puntual asociado a la adquisición de una empresa y, en menor medida, con incrementos en los sectores de transporte y concesionarias de infraestructura.

Con una mirada de más largo plazo, se observa una relativa estabilidad en los niveles absolutos de deuda desde septiembre del 2002, lo que, sumado a un aumento en las utilidades retenidas y algunas emisiones de capital, se ha traducido en razones deuda a patrimonio estables o a la baja. En marzo del 2005, el pasivo exigible sobre patrimonio de la muestra alcanzó a 0,69 veces a partir de los balances individuales y a 0,93 veces a partir de los consolidados, mientras que la razón deuda financiera a patrimonio llegó a 0,40 y 0,58 veces, respectivamente (gráfico III.9).

El indicador de endeudamiento total sobre patrimonio bursátil, que incorpora la percepción del mercado respecto al valor económico de los activos de las empresas, muestra una tendencia sostenida a la baja desde septiembre del 2002. En marzo último, esta razón alcanzó a 0,26 veces, mientras que la relación a patrimonio contable fue de 0,69 veces. Esta brecha es un indicador de las favorables expectativas que tiene hoy el mercado respecto a los resultados futuros de las empresas (gráfico

Gráfico III.8

Indicador de cobertura de intereses (1)
(veces)



(1) Definido como Ebitda sobre gastos financieros.
Indicadores elaborados a partir de estados financieros individuales.
(2) Alimentos, forestal, manufactura, minero no Codelco y empresas seleccionadas del transporte.
(3) Comercio, eléctrico, sanitarias y gas, telecomunicaciones, construcción y empresas seleccionadas del transporte.

Fuente: SVS.

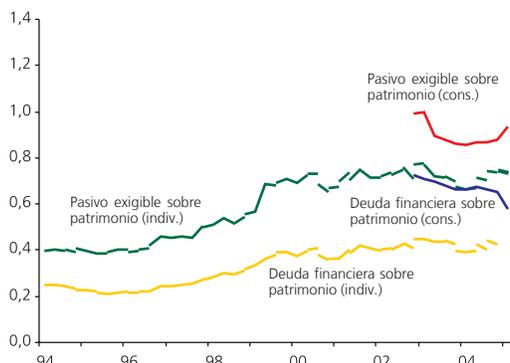
^{10/} Se mide por la razón flujo de caja operacional o Ebitda (suma del resultado operacional y de la depreciación del ejercicio) sobre gastos financieros.

^{11/} En marzo del 2005, la cobertura llegó a 6,1 veces.

^{12/} Porcentajes calculados sobre el total de la deuda de la muestra.

Gráfico III.9

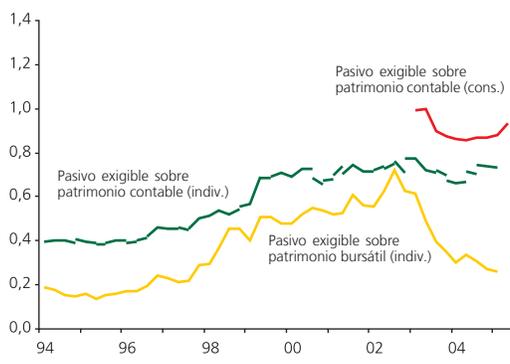
Razón deuda sobre patrimonio
(veces)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

Gráfico III.10

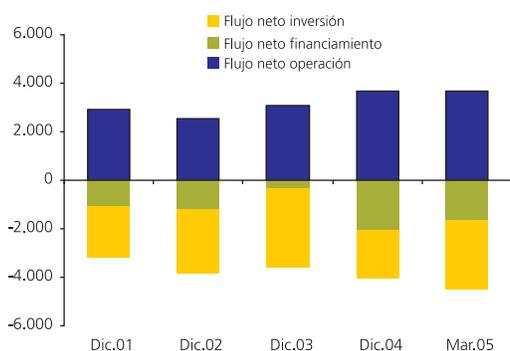
Razón deuda sobre patrimonio
(veces)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS y la BCS.

Gráfico III.11

Estado de flujo de efectivo
(miles de millones de pesos de diciembre 2004)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

III.10). Cabe destacar que el periodo de repago de la deuda financiera —medido por la razón deuda financiera sobre Ebitda— ha seguido disminuyendo, alcanzando a 12,9 veces en marzo último.

La deuda bancaria aumenta su peso en la deuda financiera total y se alargan los plazos residuales

En los últimos años, la composición de la deuda de las empresas bajo análisis ha ido cambiando y, luego de un periodo de sostenida expansión, el financiamiento vía bonos se ha moderado. En marzo del 2005, los bonos representaron el 58,8% de la deuda financiera total. Por otra parte, el financiamiento bancario, que perdió espacio mientras aumentaban los bonos, ha vuelto a repuntar, alcanzando al 40,3% del total. Los efectos de comercio debutaron recién a fines del 2002 y representan hoy el 0,9% de la deuda financiera total. Cabe destacar que, como consecuencia de la expansión del financiamiento con bonos y refinanciamientos bancarios en trimestres anteriores, las empresas reorganizaron sus perfiles de vencimiento, alargando los plazos residuales. Esto las hace hoy menos vulnerables a caídas de sus flujos operacionales. No obstante, la relación entre deuda a corto y largo plazo se mantiene relativamente estable. En marzo recién pasado, la deuda total de corto plazo (incluyendo la porción de largo plazo con vencimiento a menos de un año) de la muestra de empresas representaba el 42% del total.

En marzo del 2005, el 49% de la deuda financiera estaba compuesta por deuda en moneda extranjera y el 46% de la misma correspondía a deuda externa. Si bien esta proporción disminuyó con respecto a la de seis meses atrás, hoy se observa un mayor descalce entre activos y pasivos en moneda extranjera (sección III.1.5).

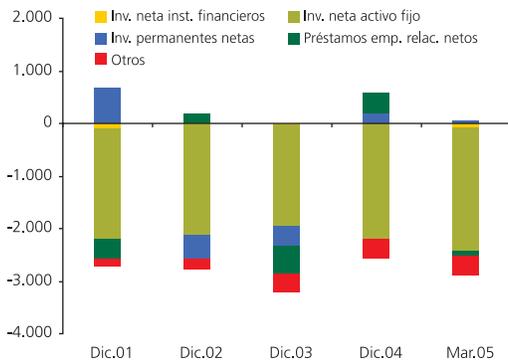
Los subsectores que concentran el endeudamiento en la muestra son el eléctrico, el minero, la industria manufacturera y, bastante más abajo, comercio y transporte. Si bien el sector sanitarias y gas y las empresas concesionarias de infraestructura concentran un porcentaje mucho menor de la deuda, su crecimiento en años recientes ha sido uno de los más significativos. Se espera que la deuda de estas últimas siga aumentando en la medida que se vaya ejecutando el plan nacional de concesiones, mientras que en el caso de las sanitarias, su crecimiento a futuro debería ser más moderado, dado que las mayores inversiones en plantas de tratamiento de aguas servidas ya han sido ejecutadas. En el sector eléctrico, en tanto, se han hecho anuncios de importantes inversiones para los próximos años, por lo que su endeudamiento debería aumentar consecuentemente.

Aumenta la utilización de recursos propios como fuente de financiamiento

El crecimiento de los flujos operacionales en el bienio 2004-2005, que ha sido el resultado de favorables condiciones de demanda externa e interna, aumentos de productividad y un entorno de bajas tasas de interés de corto y largo plazo, ha permitido a las empresas financiar la expansión de su capacidad (medida por la inversión en activos fijos) y aumentar sus inversiones en otras empresas (inversiones permanentes), sin requerir del financiamiento de fuentes externas. Además, hasta el primer trimestre del 2005 dejó un excedente para reducir levemente su endeudamiento.

Gráfico III.12

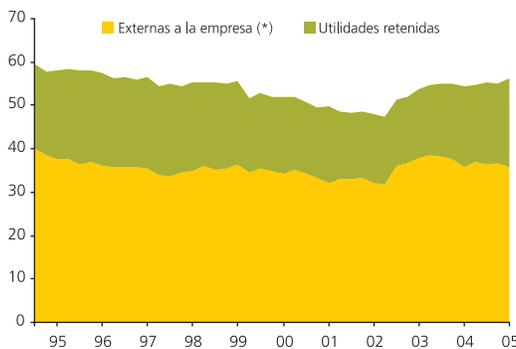
Flujos de inversión
(miles de millones de pesos de diciembre 2004)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

Gráfico III.13

Fuentes de financiamiento
(porcentaje de activos totales)

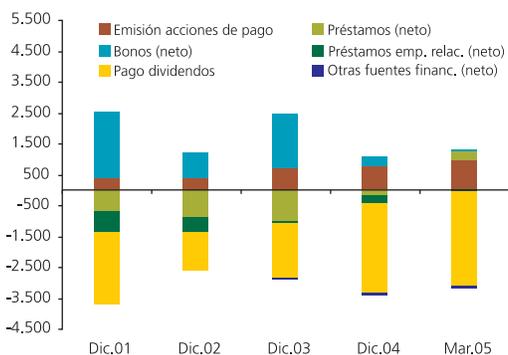


(*) Bonos, bancos, proveedores y capital correspondiente a minoritarios.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

Gráfico III.14

Flujos de financiamiento
(miles de millones de pesos de diciembre 2004)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

El crecimiento de las utilidades, directamente relacionado con el incremento de los flujos operacionales, ha resultado también en un aumento significativo en los dividendos pagados. Estos representaron, en promedio, cerca del 70%^{13/} de las utilidades netas, por encima del mínimo legal de 30%. Como consecuencia, las utilidades retenidas se incrementaron, alcanzando a 20% del total de activos en marzo último, lo que se compara favorablemente con el 19% de marzo del 2004 y el 15% de fines del 2002 (gráfico III.13).

En el resto de los componentes de financiamiento destaca el aumento del financiamiento con emisión de acciones de pago, que más que se duplicó entre el 2001 y el bienio 2004-2005, y la caída en el financiamiento con bonos a cerca de un octavo de los flujos promedio del período 2001-2003 (gráfico III.14).

Disminuye el peso relativo de las empresas con pérdidas y también el número de quiebras

Otros indicadores disponibles refuerzan la percepción del buen momento financiero por el que atraviesa actualmente el sector empresas no financieras. Dentro de la muestra^{14/}, el número de empresas con pérdidas como porcentaje del número total de empresas no financieras registró una leve disminución en marzo último (21,8%), y su peso en términos del patrimonio total de la muestra cayó a 6,4%.

Lo que es más relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera es que, a partir del 2003, la deuda financiera de las empresas con pérdidas representan una proporción cada vez menor de la deuda financiera total de la muestra (gráfico III.15). Asimismo, la información disponible sobre el número de quiebras de empresas nacionales acumuladas para el 2004 mostró una disminución de 4,4% respecto al 2003. En el periodo enero-mayo del 2005, la caída habría sido aún más pronunciada^{15/}.

Cabe señalar que las clasificaciones de riesgo de títulos de deuda en moneda local emitidos por empresas no financieras continúan presentando mejoras^{16/}. Con respecto al Informe anterior, la mayoría mantiene su clasificación de riesgo, tres empresas mejoraron y sólo una descendió (tabla III.1). En general, las clasificaciones de riesgo de las agencias clasificadoras son percibidas por el mercado como un buen indicador de la capacidad de pago presente y futura de las empresas, dada la información disponible y las perspectivas macroeconómicas al momento de la clasificación.

^{13/} Calculado como dividendos pagados en el segundo semestre del año t y el primer semestre del año (t+1), sobre la utilidad generada en el año t.

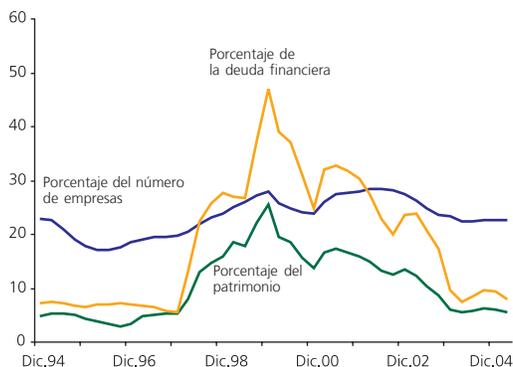
^{14/} Se excluyen las concesionarias, que operan con un alto nivel de endeudamiento y bajos ingresos operacionales durante los primeros trimestres de funcionamiento.

^{15/} Sobre la base de información provisional (-48% anual).

^{16/} Sobre la base de información de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR). Cabe destacar que recientemente se han registrado algunas bajas en las clasificaciones de deuda de empresas ligadas al sector eléctrico, explicadas por la situación de abastecimiento parcial de gas natural.

Gráfico III.15

Empresas con pérdidas
(porcentaje, promedio móvil)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

Tabla III.1

Evolución de las clasificaciones de riesgo
(octubre 2004 - abril 2005)

	Nº empresas	Porcentaje sobre nº empresas	Porcentaje de deuda vigente	Cambio promedio (*)
Baja clasificación	1	1%	0,7%	
Mantiene clasificación	64	94%	98%	
Sube clasificación	3	4%	1%	1,3

(*) Medidos en notchs.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada por la SVS.

III.1.4 Perspectivas y riesgos

Las perspectivas macroeconómicas siguen siendo positivas tanto para las empresas de los sectores productores de transables como para aquellas de los sectores domésticos, anticipándose un mayor crecimiento del consumo privado (Capítulo II). No obstante, se espera una disminución de los precios de las materias primas, lo que impactaría a la baja los resultados de las empresas orientadas al sector externo. Adicionalmente, las tasas de interés ya han comenzado un proceso de normalización y los *spreads* soberanos han ido en aumento, lo que debería irse reflejando en forma gradual en mayores costos financieros para las empresas. Se espera que todo lo anterior se traduzca en indicadores de cobertura de intereses menos favorables que los actuales y, probablemente, en un aumento de la deuda total de las empresas del sector transable en el futuro próximo. Los resultados de los sectores orientados al mercado local, en cambio, deberían verse afectados positivamente por las buenas perspectivas de demanda interna (al menos durante 2005); no obstante, también verían aumentar gradualmente su costo financiero.

Producto del buen momento económico actual y de años recientes, así como del resultado de reestructuraciones a nivel de sus balances, las empresas de la muestra, en general, se encuentran hoy en una situación financiera sólida. Esto las hace robustas frente a una eventual moderación en sus resultados e, incluso, frente a *shocks* macroeconómicos, tal como lo demuestran las cifras e indicadores antes analizados y los ejercicios de tensión que se presentan a continuación. Cabe tener presente, sin embargo, que este análisis se basa en los antecedentes disponibles para el grupo de grandes empresas.

III.1.5 Ejercicios de tensión

En esta sección se analiza la robustez del sector empresas ante un deterioro del escenario macroeconómico que implique un alza significativa de las tasas de interés domésticas, una severa depreciación del peso y una desaceleración del crecimiento. Para el desarrollo de estos ejercicios se utilizó la información contenida en los estados financieros consolidados. Los resultados de estos ejercicios, considerados en su conjunto, muestran que los efectos de estos *shocks* sobre la situación financiera de las empresas se mantienen acotados, al igual que lo observado en el *Informe* anterior.

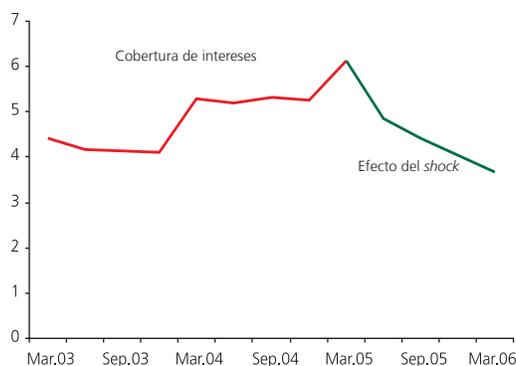
Aumento de la tasa de interés

En esta sección se describe el impacto conjunto de un aumento de la tasa de interés de corto plazo de 425 puntos base y de una caída del resultado operacional sobre la capacidad de pago del sector empresas de 20%.

Gráfico III.16

Ejercicio de tensión de tasa de interés: efecto en cobertura de intereses

(veces)

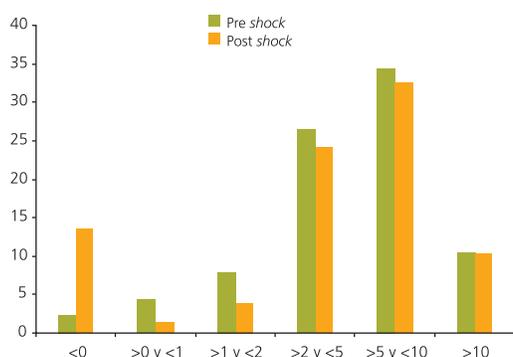


Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la SVS.

Gráfico III.17

Ejercicios de tensión combinados: distribución de deuda bancaria local en torno al indicador de cobertura

(porcentaje)

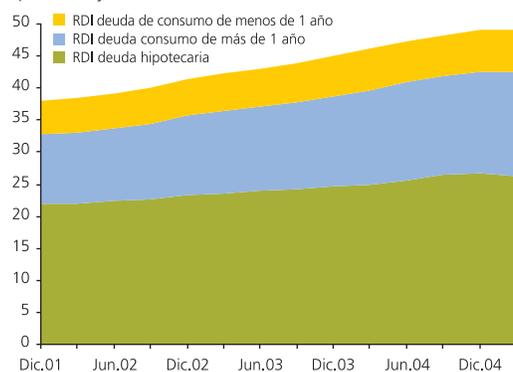


Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la SVS y la SBIF.

Gráfico III.18

Razón deuda sobre ingreso (RDI)

(porcentaje)



Fuentes:
SBIF.
SVS.
SuSeSo.
Banco Central de Chile.

Estos *shocks* se aplicaron individualmente para cada una de las empresas de la muestra bajo análisis.

En términos agregados, el efecto de este *shock* conjunto es el de una caída del indicador de cobertura desde 6,1 en marzo de 2005 a 3,7 veces al cabo de un año (gráfico III.16). No obstante, las colocaciones en riesgo —medidas por la proporción de deuda bancaria concentrada en empresas con un indicador de cobertura de intereses inferior a 1— experimentan una variación mínima, pasando de 6,8 a 6,9% en igual periodo. Respecto a la proporción de bonos emitidos por empresas con un indicador de cobertura inferior a 1, los efectos de este *shock* conjunto son bajos e implican un aumento desde 5,1 hasta 5,2% de la muestra.

En el caso de la deuda externa, el porcentaje de empresas con un indicador de cobertura bajo 1 sufre un alza moderada con el *shock* descrito, aumentando de 1,7 a 3,1% de la deuda externa total.

Alza del tipo de cambio

Para cuantificar la exposición al riesgo de tipo de cambio (TC) que enfrenta el sector empresas, se analizó la información disponible de activos y pasivos en moneda extranjera (M/E) que mantienen las empresas de la muestra así como los flujos en M/E vinculados a su actividad económica. Estos últimos fueron calculados en forma individual para cada empresa de la muestra, a partir de información sobre exportaciones e importaciones y gastos financieros asociados a su deuda en M/E. Para efectos de este *shock* en particular, la muestra comprendió a las empresas inscritas en el RV excepto Codelco, y excluyó, además, a aquellas que llevan su contabilidad en dólares y a Enap^{17/}.

La metodología utilizada consistió en medir el efecto de un alza inmediata y por una sola vez de 20% en el TC sobre la posición de balance neta en M/E de cada empresa y sobre sus flujos netos en M/E, y estimar la magnitud del impacto del *shock* sobre la deuda en riesgo y la capacidad de pago del sector empresas.

En marzo del 2005, las empresas de la muestra registraban una posición pasiva neta en M/E cercana a los US\$8.100 millones, descalce superior al observado en el *Informe* anterior (cercano a los US\$2.200 millones). En relación con los flujos, en igual fecha el universo analizado sumaba exportaciones que bordeaban los US\$2.160 millones e importaciones por US\$265 millones. Sumados los gastos financieros a esta última cifra, los egresos netos en M/E de la muestra superaban los US\$530 millones en marzo último.

La depreciación del peso utilizada en este ejercicio deteriora la posición de balance de las empresas y, en términos de flujos, tiene, además, un doble impacto negativo, al aumentar la carga financiera asociada a la deuda en M/E y originar mayores egresos por importaciones. En resumen, el efecto neto de un alza del TC como la descrita sería de una caída en el

^{17/} La exclusión de esta última se debe al efecto distorsionador que produciría en el ejercicio de tensión, ya que concentra el 16% de las importaciones nacionales.

indicador de cobertura de intereses desde las 6,1 veces de marzo del 2005 a 4,4 veces un año después.

Con este *shock* se produce un impacto mucho más fuerte sobre la deuda con bancos locales, los bonos domésticos y la deuda externa que con el *shock* anterior, en términos de redistribución de la deuda en torno al indicador de cobertura. La proporción de deuda de las empresas con una cobertura de intereses inferior a 1 pasa de 6,8 a 15,1% en el caso de deuda bancaria local; de 5,1 a 14,5% en el de los bonos domésticos y de 1,7 a 10,6% en el caso de la deuda externa. No obstante, este mayor descalce se concentra en empresas de carácter público o con garantías asociadas a su deuda, que, a su vez, ostentan una categoría de riesgo AAA.

Finalmente, se evaluó el impacto simultáneo de los *shocks* de tasa de interés y tipo de cambio sobre la rentabilidad y la capacidad de pago del sector empresas. En términos agregados, se observa una caída en la razón utilidad antes de impuestos sobre activos, de 7,6 a 3,4%, y una disminución en el indicador de cobertura desde 6,1 a 3,7 veces (gráfico III.17).

Tabla III.2

Crecimiento de la deuda de hogares por componente (variación real en doce meses, porcentaje)

	2004				2005
	I	II	III	IV	I
Hipotecaria	13	12	14	16	15
Bancaria	12	12	17	19	22
Otra (1)	17	11	1	5	-9
Consumo (2)	16	18	17	17	21
Bancaria <1 año	-1	0	4	9	12
Bancaria >1 año	20	20	21	20	22
Casas comerciales (3)	28	22	21	17	16
Otros consumo (4)	27	29	26	24	24
Total	14	14	16	17	17

(1) Mutuos endosables y contratos de leasing habitacional bancarios securitizados, y mutuos endosables mantenidos por aseguradoras.

(2) Incluye deuda universitaria y deuda automotriz no bancaria.

(3) Falabella, París y DyS.

(4) Cajas, aseguradoras y cooperativas.

Fuentes:

SBIF.

SVS.

SuSeSo.

Banco Central de Chile

III.2 Sector hogares

Se mantiene el alto crecimiento de la deuda de los hogares, impulsado por un aumento de las colocaciones de los créditos hipotecarios a tasa variable y de los créditos de consumo bancarios a más de un año plazo

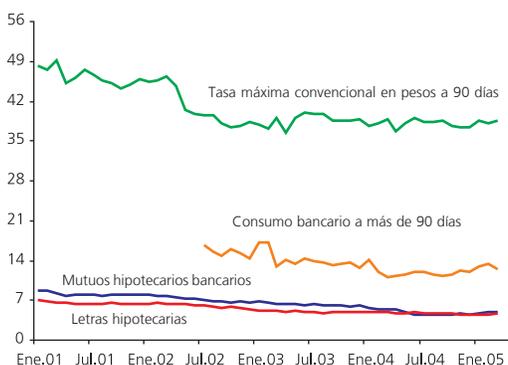
Durante los últimos seis meses, los consumidores han continuado incrementando su endeudamiento, gracias a una mayor confianza en sus perspectivas de ingreso, a una mayor disponibilidad de financiamiento de parte de las instituciones financieras y a condiciones crediticias más atractivas en términos de menores tasas de interés, menor exigencia de financiamiento propio y mayores plazos.

En marzo último, la deuda total de los hogares creció 17,4% real en doce meses, manteniendo el alto ritmo de crecimiento observado desde septiembre del año pasado, y su proporción respecto del ingreso (RDI) se situó en 49,5%, cerca de cuatro puntos porcentuales por encima de lo que se observó en marzo del 2004 (gráfico III.18). Los préstamos de consumo crecieron 21%, más que los préstamos para la vivienda (15%) (tabla III.2).

El mayor dinamismo del empleo, especialmente de los puestos asalariados, y de las remuneraciones, han contribuido a mejorar las expectativas y la confianza de los consumidores^{18/}, pese al impacto negativo del precio de los combustibles. La mayor confianza de los consumidores se ha manifestado en un aumento de sus compras de bienes durables, de nuevas viviendas y mejoras del hogar, ítemes que normalmente son financiados con créditos. Las perspectivas económicas auguran que las condiciones económicas favorables se mantendrán en el corto plazo y, con ello, el crecimiento de la demanda por créditos por parte de los hogares.

Gráfico III.19

Tasas de interés efectivas de créditos a hogares (1) (porcentaje) (2)



(1) Créditos de consumo en pesos; créditos hipotecarios en UF.

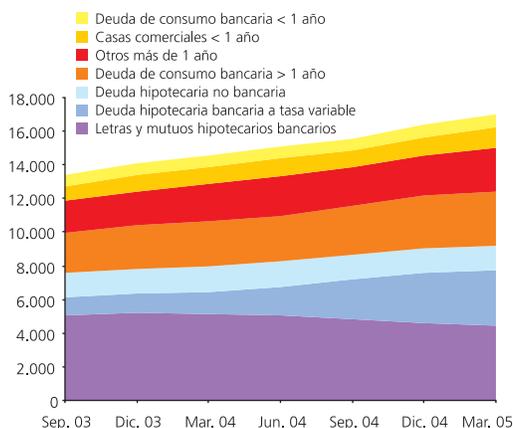
(2) Promedio ponderado por monto de créditos nuevos, según tipo de operación.

Fuente: SBIF.

^{18/} "Encuesta de percepción y expectativas sobre la situación económica", Departamento de Economía de la Universidad de Chile, diciembre 2004.

Gráfico III.20

Composición del stock de deuda de hogares
(miles de millones de pesos de diciembre de 2004)



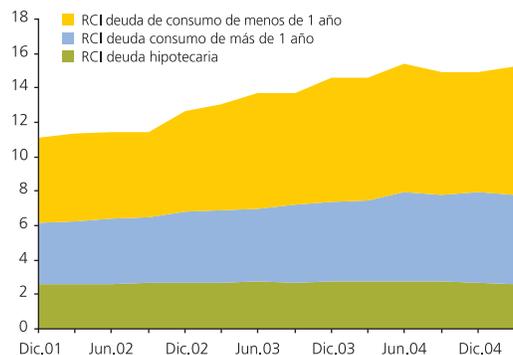
Fuentes:
SBIF.
SVS.
SuSeSo.
Banco Central de Chile.

Asimismo, las instituciones financieras, especialmente los bancos, han mostrado mayor interés por expandir sus créditos hacia los hogares, incentivadas por márgenes atractivos y el menor riesgo de crédito del sector. Las tasas de interés de los principales productos de crédito se mantienen en niveles bajos desde una perspectiva histórica, aunque desde mediados del 2004 se ha observado un repunte en las tasas de interés de los créditos de consumo. Las tasas de interés de los créditos de consumo a más de 90 días (nuevas colocaciones)^{19/} registraron un aumento acumulado de 152 puntos base entre mayo del 2004 y abril del presente año (gráfico III.19), el que se compara con el incremento de 125 puntos base en la tasa de política monetaria en igual periodo. Las tasas de créditos hipotecarios, en cambio, no mostraron cambios importantes a lo largo de dicho periodo, manteniéndose las buenas condiciones para financiar la adquisición de vivienda o refinanciar créditos anteriores.

Como se destacara en el *Informe* anterior, los hogares han aprovechado la coyuntura reciente para refinanciar préstamos previos, especialmente deuda hipotecaria. Se observa una sustitución importante de créditos a tasa fija por otros a tasa variable. En efecto, la participación de estos últimos créditos en el total de la deuda hipotecaria bancaria pasó desde 20% en marzo del 2004 a cerca de 42% en marzo del 2005, hecho que tuvo como contrapartida la sostenida caída en la participación de las letras y de los mutuos, las fuentes de financiamiento más tradicionales, desde 66 a 46% y desde 14 a 10%, respectivamente (gráfico III.20).

Gráfico III.21

Razón carga financiera sobre ingreso (RCI)
(porcentaje)



Fuentes:
SBIF.
SVS.
SuSeSo.
Banco Central de Chile.

Por otro lado, el aumento de la deuda de consumo se ha concentrado en los créditos de más de un año plazo, principalmente bancarios, lo que ha atenuado la carga financiera que enfrentan los hogares. El financiamiento de otras fuentes, casas comerciales y otros ha moderado su ritmo de expansión, asimilándose este al crecimiento de los créditos del sistema bancario.

Pese al aumento del endeudamiento de los hogares, su carga financiera como proporción del ingreso disponible se mantiene estable, gracias al alargamiento de plazos y menores tasas de interés

La razón entre la carga financiera estimada y el ingreso disponible (RCI) llegó a 15,3% en marzo recién pasado, por encima del 15% registrado en septiembre del 2004 (gráfico III.21). Dicho aumento se explica, principalmente, por la carga financiera derivada de los créditos de consumo de menos de un año plazo, que pasó de 7,2 a 7,5% del ingreso disponible en dicho periodo

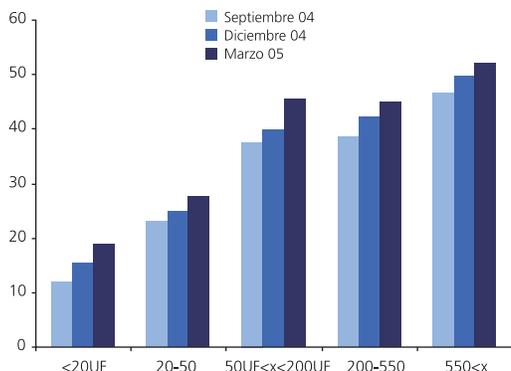
La RCI de la deuda de más de un año plazo (deuda de consumo e hipotecaria), en tanto, se mantuvo estable en torno a 7,8%. La RCI de la deuda hipotecaria alcanzó a 2,7% en marzo del 2005, levemente por debajo del 2,8% registrado en diciembre último. Ello se produjo como consecuencia de las menores tasas de interés de estos créditos a lo largo del último año. La RCI de la deuda de consumo de más de un año, por otro lado, se mantuvo en 3,3%. Esto se produjo a pesar del significativo

^{19/} Tasas promedio ponderadas por monto de colocaciones de consumo de entre 200 UF y 5000 UF a más de 90 días.

Gráfico III.22

Plazos residuales promedio ponderados por monto, según tramo de montos colocados

(meses)

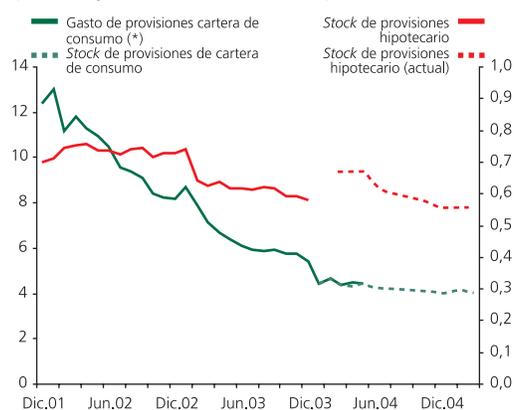


Fuentes:
SBIF.
Banco Central de Chile.

Gráfico III.23

Indicadores de riesgo de carteras de consumo e hipotecario, sector bancario

(porcentaje de las colocaciones respectivas)



(*) Gasto en provisiones de consumo se construyó a partir de muestra representativa de bancos.

Fuente: SBIF.

aumento en la deuda de consumo de más de un año durante dicho periodo, y fue reflejo del alargamiento de los plazos y menores tasas de interés en estos créditos. En los créditos de consumo bancarios, en particular, se observó un aumento en los plazos residuales promedio (gráfico III.22) en todos los tramos de crédito^{20/}, lo que redujo la carga financiera estimada para estos créditos.

Los indicadores de riesgo de la cartera de préstamos a hogares permanecen estables, lo que evidencia un buen manejo de su situación de endeudamiento, pero su exposición financiera es mayor que en el pasado

Los principales indicadores de riesgo de la cartera del sistema bancario presentan cambios marginales respecto de los niveles observados en el Informe anterior. El monto de las provisiones de la cartera de consumo bancario, medido como porcentaje del total de las colocaciones de consumo, mostró una leve tendencia al alza durante los primeros meses del año y caídas sucesivas en los meses de marzo y abril, situándose finalmente en 3,9% (gráfico III.23). El stock de provisiones de la cartera de créditos de consumo otorgados por las cooperativas de ahorro y crédito siguieron mostrando una sostenida caída en relación al total de colocaciones, tendiendo hacia los niveles de la cartera bancaria (en torno a 4%). El nivel de castigos y el de gasto en provisiones informado por las casas comerciales, en tanto, aumentaron con respecto a las colocaciones totales durante los últimos dos trimestres. En suma, no se observan cambios significativos o sistemáticos en los indicadores de riesgo de crédito de los consumidores.

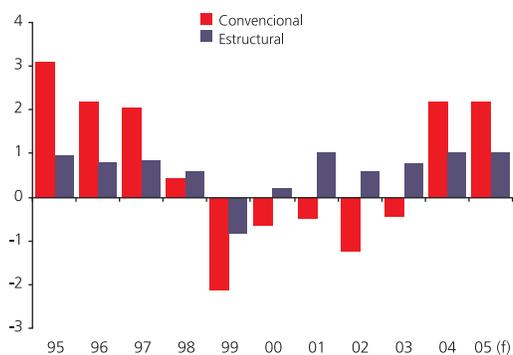
No obstante la estabilidad reciente de los indicadores de riesgo de crédito, es importante señalar que el comportamiento histórico del pago de los créditos de consumo muestra que este depende significativamente de la evolución del ciclo económico y del mercado laboral. Los índices de morosidad disminuyen en los periodos de mayor expansión del producto y del empleo, como el actual, pero vuelven a aumentar en aquéllos de menor crecimiento económico. Un aumento de la razón de la deuda a ingreso, como el observado recientemente, podría incrementar la sensibilidad futura de la morosidad respecto del ciclo económico^{21/}. Del mismo modo, el mayor uso de créditos a tasa variable también podría hacer más sensible la morosidad al nivel general de las tasas de interés, aunque en el corto plazo este efecto estaría acotado, porque estos préstamos mantienen la tasa fija durante los primeros años del crédito. Finalmente, el sistema financiero también estaría más expuesto, por la mayor relación entre el monto de la deuda y el valor del inmueble hipotecado (*loan to value ratio*), ya que las instituciones financieras han flexibilizado el porcentaje de financiamiento propio que exigen a los deudores.

^{20/} Detalles de la evolución de la RDI y RCI de deuda de menos de un año en el artículo "Indicadores de deuda y carga financiera de los hogares en Chile: metodología y comparación internacional" que aparece en este Informe.

^{21/} Ver el artículo "Provisiones bancarias y ciclo económico: el caso de Chile" que aparece en este Informe.

Gráfico III.24

Balance convencional y estructural del Gobierno Central Total
(porcentaje del PIB)



(f) Proyección.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

III.3 Gobierno Consolidado^{22/}

El análisis del Sector Gobierno Consolidado, que incluye al Gobierno Central y al Banco Central de Chile, busca determinar los efectos que su desempeño financiero puede tener sobre la evolución y volatilidad del costo del financiamiento interno y externo de los agentes de la economía chilena y, por esta vía, sobre la estabilidad financiera. Los bonos emitidos internamente por el Gobierno Central representan el 1,1% de la cartera de inversionistas institucionales, mientras que los del Banco Central, el 10,4%. La deuda con acreedores externos del Gobierno Central representa el 10,8% de la deuda externa total.

Durante el 2004 el Gobierno Central (GC) generó un superávit global efectivo de 2,2% del producto interno bruto (PIB), coherente con la regla de superávit estructural de 1% del producto (gráfico III.24). Por otra parte, el GC emitió nueva deuda por aproximadamente US\$1.700 millones, de los cuales US\$600 millones^{23/} correspondieron a bonos colocados en el mercado internacional y aproximadamente US\$700 millones a colocaciones de BTU a 20 años en el mercado local. Los recursos provenientes del superávit fiscal y las colocaciones de bonos se utilizaron para financiar amortizaciones programadas y prepagos de deuda (US\$1.173 millones). De estos prepagos, una parte se orientó a deuda externa contratada en años previos con tasas de interés más altas (US\$645 millones) y el resto, a pagos anticipados de la deuda del Gobierno con el Banco Central de Chile (BCCh) por concepto de pagarés fiscales (US\$488 millones en el 2004 y aproximadamente US\$900 millones en el primer semestre del 2005). La combinación de nuevas emisiones y prepagos contribuyó a aumentar el plazo promedio de los vencimientos de la deuda del GC.

Dado que las amortizaciones de la deuda efectuadas en el 2004 fueron inferiores a la suma de la nueva deuda y superávit global del GC, durante dicho año se registró también una importante acumulación de activos financieros, de aproximadamente US\$1.910 millones. Ello significó una reducción de las deudas bruta y neta del GC durante el 2004, desde 13,1 y 6,8% en diciembre del 2003 a 10,9 y 4,3% en diciembre último, respectivamente.

El ahorro de los recursos fiscales extraordinarios ha repercutido positivamente en la percepción de los mercados internacionales respecto de las finanzas públicas. En efecto, las clasificadoras de riesgo han

^{22/} La proyección del balance del BCCh y, por tanto, del Consolidado, se hizo con un supuesto de prepagos de pagarés fiscales de US\$1.500 millones durante el 2005.

^{23/} Para mayor información, ver Dirección de Presupuestos (2005a).

Tabla III.3

Clasificación de bonos soberanos

	2003	2004	2005	
S&P		A-	A	A
Moody's		Baa1	Baa1	Baa1
Fitch		A-	A-	A

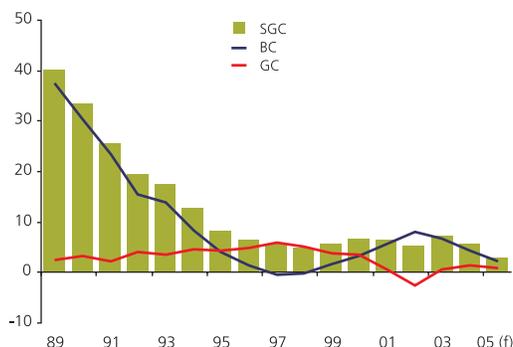
Fuentes:
Moody's.
Standard and Poor's.
Fitch.

resaltado la solidez fiscal del país y, recientemente, *Fitch* mejoró la clasificación de la deuda chilena desde A- a A, debido a las proyecciones de crecimiento económico y a la reducción de la deuda pública. En la práctica, Chile es percibido como un deudor menos riesgoso, gracias a la responsabilidad fiscal y a las buenas perspectivas de crecimiento^{24/}. Además, el premio por riesgo soberano de la deuda de Chile se ha reducido a niveles históricamente bajos, fluctuando en torno a los 70 puntos base (tabla III.3).

Estos desarrollos han contribuido a la estabilidad financiera del país, al traducirse en menores sobrecargos por riesgo en la tasa de interés y, por lo tanto, en menores costos de endeudamiento para el financiamiento privado.

Gráfico III.25

Deuda neta GC, BC y SGC (*)
(porcentaje del PIB)



(*) La consolidación de las cifras entre el Gobierno Central y el Banco Central elimina aquellas partidas que representan pasivos (activos) para el Gobierno Central y activos (pasivos) para el Banco Central. Éstas son los pagarés y los depósitos fiscales.

(f) Proyección.

Fuentes:
Ministerio de Hacienda.
Banco Central de Chile.

De otro lado, el BCCh tuvo pérdidas que alcanzaron a \$682 mil millones (US\$1.200 millones) durante el 2004, equivalentes al 1,2% del PIB. Estas pérdidas se derivan de la estructura de activos y pasivos de su balance, que lo hace muy vulnerable a apreciaciones del peso, como de hecho ocurrió entre diciembre del 2003 y del 2004 (Recuadro III.1).

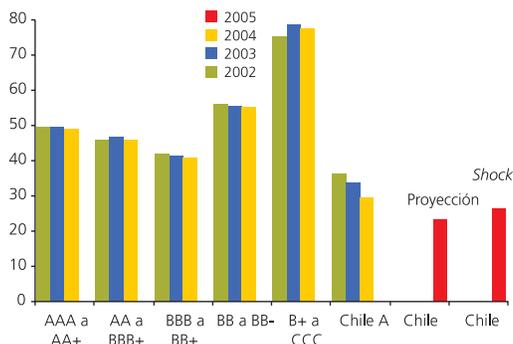
No obstante lo anterior, la deuda bruta del BCCh disminuyó como consecuencia de la esterilización del impacto monetario de los pagos recibidos del GC y de la amortización de los bonos en dólares (BCX) mediante recursos líquidos en esta moneda. Así, la deuda bruta del BCCh cayó desde el equivalente a 27,8% del PIB en diciembre del 2003 a menos de 24% del mismo en diciembre del 2004. Por el contrario, la deuda neta se incrementó desde el equivalente a 0,5% del PIB a 1,4% del mismo, por el impacto de la apreciación del peso en el valor de los activos internacionales medidos en moneda nacional. En el Consolidado del GC y BCCh, las deudas bruta y neta disminuyeron durante el año (gráfico III.25)^{25/}.

Se estima un mayor superávit fiscal que el previsto en el Informe anterior y, por lo tanto, una mayor reducción de la deuda neta del Gobierno Central y del Consolidado

A partir del escenario macroeconómico y de las proyecciones del IPoM de mayo último, se estima que el GC también generará superávit durante el 2005, como resultado del cumplimiento de la regla fiscal. Cabe decir que el superávit estimado actualmente por la autoridad fiscal para el 2005 sería superior al considerado en la elaboración de la Ley de Presupuesto del 2005 y en el Informe anterior, debido a que el precio del cobre se ha mantenido en niveles muy superiores a los esperados en ese momento^{26/}. Además, el PIB ha crecido en forma dinámica, lo que redundará en una mayor recaudación tributaria y mayor ahorro en la medida en que se cierra la brecha entre el PIB observado y el de tendencia o potencial, como lo establece la regla fiscal. Así,

Gráfico III.26

Deuda pública
(porcentaje del PIB)



Fuentes:
Moody's.
Standard and Poor's.
Banco Central de Chile.

^{24/} El año pasado, *S&P's* también mejoró su calificación para Chile.

^{25/} La consolidación de las cifras entre el GC y el BCCh eliminan aquellas partidas que representan pasivos (activos) para el GC y activos (pasivos) para el BCCh. Estas partidas son los pagarés fiscales con el BCCh, los depósitos fiscales en el BCCh y los papeles del BCCh en manos del GC.

^{26/} Las proyecciones del IPoM de mayo del 2005 suponen para este año un precio promedio de cobre de US\$1,39 la libra y un crecimiento anual de la economía entre de 5¼ y 6¼%, mientras que en la elaboración de la Ley de Presupuesto del 2005 se supuso un precio del cobre de US\$1,10 la libra y un crecimiento anual de 5,2%.

se estima que el GC presentará un superávit de 2,2% del PIB^{27/}, lo que permitirá continuar con el proceso de reducción de las deudas bruta y neta del GC — bajo el supuesto de continuación de los prepagos—. En efecto, la deuda bruta del GC, que alcanzó a 10,9% del PIB en diciembre del 2004, debería ubicarse en torno a 8% del mismo a fin de año. La deuda neta, en tanto, debería equivaler a aproximadamente el 2% del producto en diciembre del 2005.

Por otra parte, se espera que, a diferencia del año pasado, el balance del BCCh esté en torno al equilibrio hacia fines del 2005 —o que, incluso, presente superávit— si se mantienen los niveles del tipo del cambio observados en lo que va corrido del año.

Para el 2005 se estima una reducción adicional de la deuda interna del BCCh. Su deuda bruta bajaría desde 23,8% del PIB en diciembre del 2004 a aproximadamente 18% a fines de este año y la neta desde 1,3 a 0,9% del producto en el mismo periodo. En suma, la reducción de la deuda bruta del BCCh para el periodo comprendido entre diciembre del 2003 y diciembre del 2005 alcanzaría a aproximadamente 10 puntos porcentuales del PIB. Esta reducción es la contrapartida del superávit del GC —que ha sido utilizado para hacer prepagos al BCCh y de la amortización de los bonos en dólares (BCX) con recursos en la misma moneda—, de la apreciación del peso y del crecimiento experimentado por la economía.

En el Consolidado del GC y BCCh, la deuda total debería continuar reduciéndose. La deuda bruta debería caer desde 29,6% del PIB en el 2004 a cerca de 23% en el 2005, y la neta desde 5,7% a alrededor de 3,0%. Este resultado entregaría estabilidad a la calificación de la deuda de Chile y a su premio de riesgo país, favoreciendo la estabilidad del financiamiento en los mercados de capitales interno y externo.

Dado el uso que se ha hecho del superávit fiscal, las finanzas públicas contribuyen a un costo de financiamiento menor y más estable en los mercados de capitales interno y externo

Como se ha señalado en los *Informes* anteriores, la situación de las finanzas públicas en Chile es robusta respecto de la eventualidad de un deterioro del crecimiento económico, del precio del cobre y las tasas de interés. La deuda pública bruta de Chile es inferior a la de otros países con similares calificaciones de riesgo, por lo que aun en presencia de un *shock* negativo que significara una reducción de los ingresos del GC de una desviación estándar, su nivel continuaría comparándose adecuadamente (gráfico III.26).

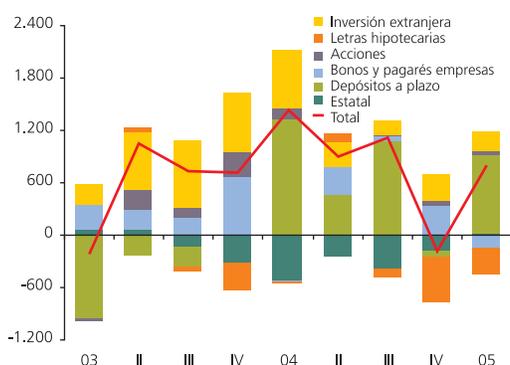
Aun ante un escenario extremadamente negativo, que considere una caída del precio del cobre hasta US\$0,66 la libra, una reducción del crecimiento del PIB a 1% durante un año a partir de ahora y una depreciación de la moneda de 30%, la deuda bruta del Gobierno Consolidado como porcentaje del PIB se ubicaría al cabo de dicho año dos puntos porcentuales por debajo de su valor de fines del 2004, mientras que la deuda neta aumentaría un punto porcentual. Esto implica que, aunque se espera un aumento generalizado de las tasas de interés de corto y largo plazo en los mercados internacionales y también de los premios de crédito, es improbable que el premio soberano de la economía chilena se incremente por encima de la media de empresas o economías emergentes de similar clasificación de riesgo.

^{27/} Para mayor información, ver Dirección de Presupuestos (2005b).

IV. Sector financiero no bancario

Gráfico IV.1

Variación de cartera neta de rentabilidad de las IFNB
(flujo trimestral, miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración a partir de información de la SVS y SAFP.

Tabla IV.2

Cartera de inversiones de las IFNB
(porcentaje, miles de millones de pesos)

Instrumento	2003	2004		2005
	Dic.	Sep.	Dic.	Mar. (p)
Estatal	22,1	18,2	17,4	17,1
Depósitos a plazo	16,8	21,0	20,4	21,6
Bonos bancarios	2,6	2,4	2,4	2,5
Letras hipotecarias	10,8	9,9	8,7	7,9
Mutuos hipotecarios	2,2	2,0	1,9	1,9
Bonos empresas (*)	12,8	12,5	13,0	12,4
Acciones	10,9	11,5	11,9	12,5
Inversión exterior	16,7	17,8	19,0	19,6
Otros	5,1	4,7	5,2	4,5
Total inversiones (MMM\$)	44.279	50.369	51.421	53.221

(*) Incluye efectos de comercio.
(p) Cifras provisionales.

Fuentes:
SVS.
SAFP.

Tabla IV.1

Inversiones del sector financiero no bancario
(porcentaje, miles de millones de pesos a marzo 2005)

Inversiones	SFNB			
	FM	CSV	FP	Total
Total inversiones (MMM\$)	7.056	11.113	35.051	53.221
Inversiones sobre PIB	12,0	18,9	59,7	90,6

Participación de mercado	SFNB				Stock (1)
	FM	CSV (p)	FP	Total	
Depósitos bancarios a plazo	18,6	1,3	32,3	52,2	22.036
Letras hipotecarias	9,5	29,3	39,2	78,0	5.395
Bonos bancarios	4,9	36,0	20,6	61,4	2.193
Bonos y pagarés de empresas	8,3	46,8	31,3	86,4	7.608
Acciones	0,9	0,6	8,2	9,7	68.539
Banco Central	5,8	2,8	37,6	46,2	11.676
Tesorería (2)	0,0	24,7	62,5	87,2	651
Bonos de reconocimiento (3)	0,5	18,6	21,8	40,8	7.565

(1) Stock total del mercado en miles de millones de pesos

(2) BTU.

(3) Valor de la deuda por pagar, incluyendo complemento del bono.

(p) Cifras provisionales.

Fuentes:

SVS.

SBIF.

SAFP.

INP.

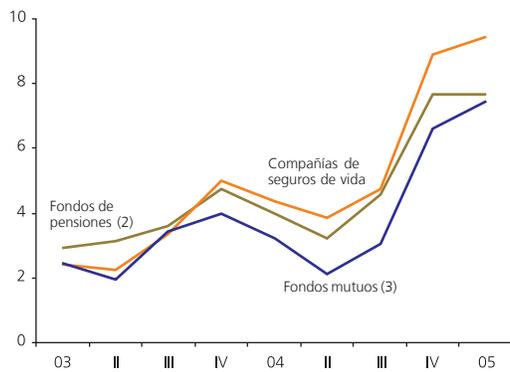
Banco Central de Chile.

Durante el primer trimestre del 2005, se registraron entradas netas de recursos hacia las carteras de los inversionistas institucionales del orden de \$794 mil millones, revirtiendo el flujo negativo del cuarto trimestre del 2004 causado por la contracción de las carteras de los FM (gráfico IV.1). A fines del primer trimestre de 2005, se observó que la participación de la inversión de las instituciones financieras no bancarias (IFNB) en el exterior, en depósitos bancarios y en acciones nacionales continuó aumentando, al tiempo que redujeron sus tenencias de instrumentos estatales y letras hipotecarias (tabla IV.2).

La reducción de las letras hipotecarias e instrumentos estatales en las carteras de las IFNB ha reflejado la caída en la oferta de estos instrumentos. La disminución de las colocaciones de bonos del Gobierno y del Banco Central de Chile (BCCh) ha sido la contrapartida financiera del superávit

Gráfico IV.2

Prepagos trimestrales de letras hipotecarias (1) (porcentaje del stock inicial)



(1) Flujo de prepagado del trimestre sobre el stock de letras al inicio de cada trimestre.
 (2) Considera FP y Administradoras de FP.
 (3) Considera Administradoras de FM y Administradoras Generales de Fondos.

Fuente: Elaboración a partir de información del DCV.

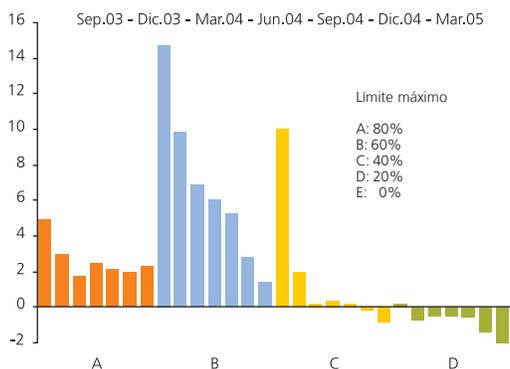
fiscal y de la amortización de bonos en dólares efectuada por el BCCh. Por su parte, la oferta de letras ha caído como resultado del alto porcentaje de prepagos y de una menor emisión dada su sustitución por préstamos de tasa variable. Las IFNB fueron fuertemente afectadas por el ciclo de prepagos de letras hipotecarias, particularmente, entre octubre del 2004 y marzo último (gráfico IV.2). Durante ese periodo, las tasas de prepagado trimestrales prácticamente se duplicaron, acumulando un monto total prepagado cercano a \$770 mil millones, equivalentes al 15% del stock mantenido por estos tres inversionistas al inicio del periodo. Para estas instituciones, los costos de los prepagos se relacionan con la tasa de reinversión de los fondos originados en el prepagado. Si la inversión ocurre a una tasa inferior a la original, esto afecta a los afiliados y partícipes en el caso de los FP y FM, respectivamente, y directamente a las compañías en el caso de las CSV. La diferencia se debe a que la mayor parte de los pasivos de las CSV tienen un retorno fijo por contrato, por lo que si los activos generan menor rendimiento, la compañía debe cubrir la diferencia.

Los FP y CSV han mantenido una alta demanda por depósitos a plazo de la banca, aumentando sus tenencias en un monto cercano a \$786 mil millones durante el periodo comprendido entre septiembre del 2004 a marzo del 2005. Por su parte, los depósitos mantenidos por los FM experimentaron un leve aumento durante igual periodo, explicado por la recuperación de sus carteras que tienen un alto porcentaje de depósitos a plazo, que compensó la caída significativa del último trimestre del 2004.

Con todo, el crecimiento del valor de los activos del sector se recuperó a niveles de 17% real anual a fines del primer trimestre del presente año, del cual aproximadamente 2 puntos porcentuales se debieron a la rentabilidad de las inversiones.

Gráfico IV.3

Evolución de la holgura en renta variable por tipo de fondo (porcentaje con respecto al límite de cada fondo)



(*) Cada barra corresponde consecutivamente a los periodos definidos en el gráfico.

Fuente: SAFFP.

IV.1 Fondos de pensiones

En los primeros meses de este año se aprecia que las holguras de los FP para invertir en renta variable se han absorbido en gran medida (gráfico IV.3). A fines del primer trimestre de este año, la holgura de los fondos A y B sumaba \$181 mil millones, mientras que los fondos C y D estaban limitados para incrementar su posición en esta categoría^{1/}. No obstante, los límites de inversión en renta variable de los FP en su conjunto podrían variar a futuro, dependiendo de la evolución de las preferencias de riesgo de los afiliados. Asimismo, la participación de la inversión en el exterior se ha mantenido cercana al límite regulatorio del 30%.

^{1/} La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFFP) ha normado acerca del manejo de los portafolio cuando las inversiones superan el límite regulatorio. En la actualidad, las administradoras solo están autorizadas a vender activos o a mantener los excesos producto de revalorizaciones, cuando la suma de los excesos de inversión está bajo el 5% de cada fondo. La SAFFP ha publicado una modificación que entraría en vigencia en el segundo semestre del año. Esta modificación normativa autorizará un manejo activo de cartera (compras y ventas) cuando los excesos de inversión, en conjunto, no superen el 5% de cada FP o cuando no superen el límite máximo de 20% en un emisor. Cabe mencionar que también existe una iniciativa para corregir la clasificación de inversión en FM de renta fija extranjeros desde renta variable a renta fija, aunque estos instrumentos representaban sólo el 0,6% de los activos de los FP a febrero del 2005.

La consecuencia de esta configuración de inversiones y límites es que a futuro los FP podrán mantener o incrementar la participación de sus inversiones en renta fija doméstica, pero tendrán escaso margen para reducirla. Respecto a los cambios en la composición de las inversiones en renta fija desde septiembre del año pasado hasta abril último, se observa estabilidad en la participación de bonos de empresas en torno al 7% de la cartera y una caída sostenida de la participación de letras hipotecarias e instrumentos estatales (tabla IV.3)^{2/}. En contraste, los depósitos a plazo han sido la contrapartida de esta reasignación de portafolio, llegando a niveles de 21% del total de activos administrados (ver Cuadro IV.1).

Tabla IV.3

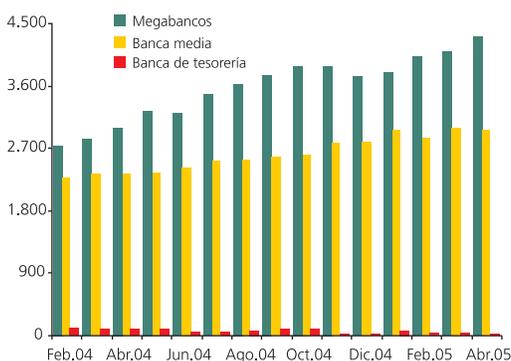
Cartera de inversiones de los FP
(porcentaje de la cartera)

Fecha	Estatal	Letras	Depósitos bancarios	Bonos empresas	Acciones nacionales	Exterior fijo	Exterior variable	Otros
Dic.02	30,0	11,1	21,2	7,1	9,9	4,0	12,1	4,5
Dic.03	24,7	8,9	15,0	7,7	14,5	3,0	20,8	5,5
Ago.04	20,3	7,7	19,3	6,9	15,3	3,0	23,3	4,1
Sep.04	19,2	7,8	19,8	6,8	15,8	2,8	23,2	4,8
Oct.04	19,1	7,1	19,8	6,8	15,8	2,7	24,1	4,5
Nov.04	18,5	7,0	19,8	6,7	15,8	2,5	24,8	4,9
Dic.04	18,7	6,8	19,4	6,8	15,7	2,4	24,8	5,4
Ene.05	18,6	6,3	20,0	6,8	15,4	2,1	26,1	4,7
Feb.05	18,3	6,1	19,8	6,6	15,6	1,9	26,8	4,9
Mar.05	18,5	6,0	20,3	6,6	16,1	1,6	26,3	4,6
Abr.05	18,5	5,6	20,7	6,8	16,0	1,5	26,1	4,8

Fuente: SAFP.

Gráfico IV.4

Depósitos a plazo de los FP por tipo de banco
(miles de millones de pesos)



Fuente: SAFP.

Una proporción importante de las inversiones en depósitos ha correspondido a plazos menores a un año, atraídos por el menor premio de las tasas largas que el de las cortas y la necesidad de los bancos de continuar financiando la expansión de sus créditos (Capítulos II y V). El aumento experimentado entre septiembre del 2004 y marzo de este año ascendió a \$695 mil millones, lo que representa el 28% del aumento total de los depósitos del sector bancario en dicho período. Este repunte ha estado concentrado en los bancos de mayor tamaño relativo (gráfico IV.4). Cabe mencionar que, en la actualidad, existen holguras significativas en los límites de inversión de los FP por emisor bancario. Los FP, en total, han utilizado el 36% del límite establecido para instituciones financieras, pero en el caso de los bancos de mayor tamaño los FP llegaron al 68% del límite de inversión permitida en marzo recién pasado. A pesar de esta situación, los límites de ciertos fondos con algunos bancos específicos han comenzado a ser activos.

La exposición de los FP a los riesgos de crédito, tasa de interés y tipo de cambio no ha cambiado en forma significativa desde septiembre último. El plazo promedio de los instrumentos de deuda experimentó un leve aumento entre septiembre del 2004 y abril de este año, impulsado por la mayor exposición a la tasa de interés de instrumentos corporativos y

^{2/} El efecto del prepago en las carteras de los FP se ve atenuado, en parte, por la disposición normativa que limita la valoración de las letras hipotecarias a un valor máximo de su valor par (107% a partir de septiembre del 2004 y previamente 104%).

estatales, en particular, a la de los bonos de la Tesorería, pero lo anterior se vio compensado por la reducción del plazo promedio de los títulos de instituciones financieras. Por su parte, la exposición al riesgo cambiario ha permanecido dentro del rango de 12% de la cartera total, lo que se ha logrado elevando la cobertura cambiaria a través de venta neta de contratos *forward* hasta un monto de US\$9.400 millones en marzo del 2005, equivalentes al 56% de las inversiones en el extranjero. Esta cobertura ha permitido compensar los efectos negativos de la apreciación del peso sobre la rentabilidad de las inversiones en el exterior entre septiembre del 2004 y marzo del 2005.

IV.2 Compañías de seguros de vida

Las CSV han debido reestructurar la composición de sus carteras en forma importante para mantener la rentabilidad, en un ambiente de creciente competencia y en un ciclo de bajas tasas de interés. La participación de instrumentos de renta fija sigue siendo dominante, pero su composición se ha reorientado hacia instrumentos de mayor riesgo dentro de esta categoría. Particularmente importante es la reducción de instrumentos ligados al sector estatal y el aumento de bonos de empresas en los últimos años (tabla IV.4).

Tabla IV.4

Cartera de inversiones de las CSV
(porcentaje, miles de millones de pesos)

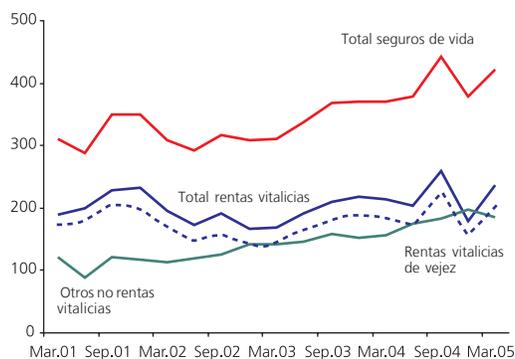
Instrumento	2002	2003	2004			2005
	Dic.	Dic.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.(p)
Estatal	19,3	17,7	17,1	17,4	17,1	17,0
Depósitos instituciones financieras	1,9	1,2	1,0	1,3	1,8	2,6
Bonos bancarios	7,9	7,5	7,1	7,2	7,2	7,1
Letras hipotecarias	20,6	18,7	17,3	16,9	14,7	14,2
Mutuos hipotecarios	10,3	10,2	9,8	9,4	9,2	9,0
Bonos y pagarés empresas	24,6	29,4	31,9	31,1	33,3	32,0
Acciones	2,8	3,0	2,7	3,2	3,4	3,8
Inversiones inmobiliarias	7,0	7,2	7,3	7,5	7,8	7,6
Inversión en el exterior	2,4	1,9	2,3	2,2	2,6	3,1
Otros	3,2	3,2	3,5	3,8	2,9	3,6
Total inversiones (MMM\$)	8.541	9.772	10.261	10.640	10.875	11.113

(p) Cifras provisionales.

Fuente: SVS.

Gráfico IV.5

Prima directa trimestral de las CSV
(miles de millones de pesos)



Fuente: Asociación de Aseguradores de Chile (AACH).

Al igual que los FP, las CSV fueron afectadas por los prepagos de letras y mutuos hipotecarios. En el caso de las letras, el prepago se incrementó a un monto promedio de \$150 mil millones trimestrales durante el cuarto trimestre del 2004 y el primero de este año, superando ampliamente el promedio de los tres trimestres anteriores, que alcanzó \$80 mil millones. Sin embargo, la valorización contable de las CSV, realizada a TIR de compra, no refleja inmediatamente el efecto de este impacto negativo en su cartera, sino que este se materializaría en un menor rendimiento futuro de las inversiones dado el actual escenario de bajas tasas de interés.

Las ventas de seguros de vida totales crecieron a una tasa cercana al 12% real anual en marzo del 2005. Las rentas vitalicias, que representan el 56% de las primas vendidas de la industria, lo hicieron a una tasa anual de 9% real en igual periodo y el resto de los seguros a una tasa de 16% real anual (gráfico IV.5). Destaca el crecimiento sobre 35% anual que han

Gráfico IV.6

Rentabilidad de las inversiones y margen de largo plazo en rentas vitalicias (1)

(porcentaje)



(1) Estimación referencial de margen de largo plazo; diferencia entre tasa de papeles estatales de largo plazo y tasa de venta de las rentas vitalicias.

(2) Series de rentabilidad con periodicidad trimestral.

(3) Corresponde al promedio máximo o mínimo por estrato según tamaño.

Fuente: SVS.

logrado los seguros de desgravamen en los dos últimos trimestres reportados, llegando a una participación de 9% de las ventas totales en marzo del 2005.

Las tasas de ventas de rentas vitalicias han continuado con la tendencia decreciente, siguiendo la evolución de las tasas de largo plazo de los instrumentos estatales. Lo anterior ha influido en que el margen de las CSV, producto de ventas de rentas vitalicias, continúe en niveles estrechos. Sin embargo, la rentabilidad de la cartera de inversiones se ha mantenido en niveles superiores al 5,5% desde enero del 2000 y sobre el 7% desde mediados del 2004 (gráfico IV.6).

Los principales indicadores de desempeño de la industria mostraron una recuperación en el primer trimestre del 2005. La rentabilidad del patrimonio se elevó a 21% y las utilidades sobre prima directa llegaron a 13%, en un contexto de creciente volumen de ventas (tabla IV.5). Al segmentar estos indicadores por tamaño de mercado de las compañías, se puede destacar que estos aumentaron en forma significativa, excepto para las más pequeñas. La recuperación de los ingresos por primas en el primer trimestre de este año, el aporte de las acciones nacionales en el resultado de inversiones y la reducción de los gastos de administración, fueron factores que impactaron en forma positiva los resultados técnicos en este periodo^{3/}. Asimismo, las clasificaciones de riesgo de las CSV no experimentaron modificaciones durante los últimos seis meses, a excepción de dos compañías, cuyas clasificaciones mejoraron.

Tabla IV.5

Indicadores financieros de CSV (1)

(porcentaje)

Indicadores	2002	2003	2004			2005
	Dic.	Dic.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.
Rentabilidad patrimonio	1,2	20,5	11,5	13,8	14,7	21,0
Grandes	0,9	27,2	9,7	9,9	12,1	18,8
Medianas	-3,6	17,2	9,3	13,2	10,8	20,6
Medianas pequeñas	9,5	12,7	17,0	17,1	22,8	28,4
Pequeñas	5,3	16,7	17,7	24,3	24,8	23,7
Utilidad a ventas	1,3	12,4	8,1	8,6	9,2	12,7
Grandes	0,6	17,5	8,5	7,8	9,0	12,9
Medianas	-2,1	8,0	5,3	7,6	6,5	17,2
Medianas pequeñas	9,9	6,9	8,1	8,2	10,7	43,0
Pequeñas	9,5	21,5	32,3	26,8	22,5	14,3
Gastos adm. a ventas	13,9	14,5	14,1	14,0	15,1	13,9
Grandes	12,3	12,0	12,0	11,0	12,0	8,4
Medianas	8,6	8,5	9,3	8,2	11,8	15,9
Medianas pequeñas	27,5	26,8	27,8	29,3	24,4	31,5
Pequeñas	31,2	32,6	22,9	23,2	29,8	24,9
Resultado técnico seguros (2)	1,8	14,5	9,2	11,7	12,3	15,1
Rentabilidad inversiones	6,5	8,2	6,7	8,6	7,2	7,4
Result. op. / ingr. técnicos	-43,3	-40,9	-38,0	-32,7	-38,2	-34,3
Margen de contribución (2)	-27,4	-24,6	-21,4	-20,8	-20,5	-19,1

(1) Tamaño de la institución definido por participación de mercado. Grandes (sobre 6%), medianas (3 a 6%), medianas pequeñas (3 a 1%) y pequeñas (inferior a 1%).

(2) Sobre prima directa.

Fuentes:

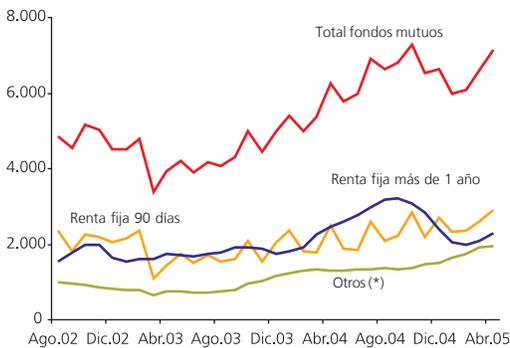
SVS.

AACH.

^{3/} El resultado técnico de seguros es la suma del resultado de operación y el resultado de las inversiones.

Gráfico IV.7

Patrimonio neto por tipo de fondo
(miles de millones de pesos)

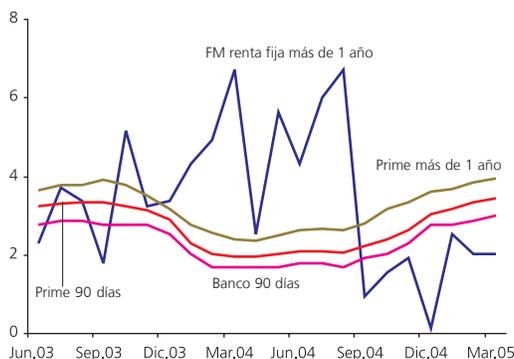


(*) Incluye fondos r. fija 90-365 días, capitalización, mixtos, estructurados, institucionales y libres.

Fuente: SVS.

Gráfico IV.8

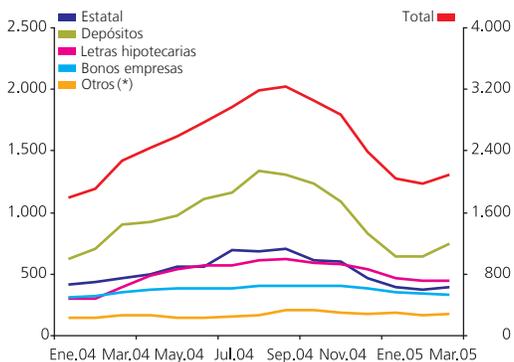
Rentabilidad comparada de instrumentos
(tasas anualizadas)



Fuentes:
SVS.
Banco Central de Chile.

Gráfico IV.9

Cartera de instrumentos fondos tipo 3
(miles de millones de pesos)



(*) Incluye bonos bancarios, efectos de comercio, inversión en el exterior y otros.

Fuente: Elaboración a partir de información de la SVS.

Entre los hechos destacados en esta industria se encuentran los cambios normativos ocurridos desde el último Informe. En octubre del 2004 se dictaminó el uso de nuevas tablas de mortalidad para las rentas vitalicias que comenzaron a comercializarse a partir de marzo de este año^{4/}. Posteriormente, en abril del 2005, se resolvió aplicar las nuevas tablas de mortalidad al stock de reservas de rentas vitalicias previsionales, las que representan el 92% de todas las reservas técnicas de las compañías. La modificación fue complementada con otros cambios regulatorios, los que disminuyen el efecto significativo del crecimiento en las reservas determinado por la actualización de la esperanza de vida^{5/}. Entre ellos, se destaca el aumento del límite de endeudamiento desde 15 a 20 veces, cuyo incremento se implementará en forma gradual a razón de una vez por año. Esta modificación implica, en la práctica, cambiar el requerimiento de capital desde 6,7% de las reservas a 5%. Los eventuales aumentos de capital debido a estos cambios se podrán extender hasta por un máximo de diez años.

Esta actualización periódica de las tablas de mortalidad es muy necesaria para una adecuada transparencia del respaldo financiero de las compañías de seguro y de su capacidad para cumplir con sus obligaciones. Del mismo modo, las compañías están incorporando activos con mayor riesgo de crédito en sus carteras, factor que debe ser considerado adecuadamente en la evaluación de su capacidad financiera. Entre los riesgos relevantes está la exposición al riesgo de tasas de interés, pues el ciclo reciente de prepagos trajo como consecuencia un acortamiento de la duración de los activos, que han debido ser reemplazados por otros de menor rendimiento^{6/}.

IV.3 Fondos mutuos

El patrimonio de los FM llegó a \$7.143 mil millones en abril del 2005 y los partícipes a 580.000. Entre octubre del 2004 y febrero último, los recursos invertidos en los FM cayeron 17%, liberando \$1.200 mil millones; sin embargo, esta situación se logró revertir en los dos meses siguientes (gráfico IV.7).

La caída del patrimonio de los FM se asocia al ciclo experimentado por los FM de renta fija de largo plazo (tipo 3), cuyo patrimonio disminuyó 36% en cinco meses. Esta situación afectó en forma generalizada, pero en distinto grado, a la industria. En comparación con otras alternativas de inversión de corto y mediano plazo, los ahorrantes, especialmente las

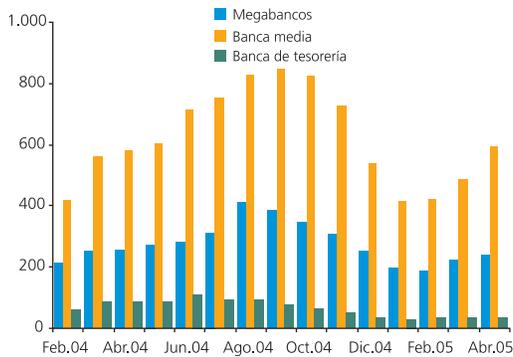
^{4/} Las tablas de mortalidad reflejan la expectativa de vida que deben considerar las CSV para calcular las reservas técnicas que exige el regulador para respaldar sus obligaciones financieras. Estas tablas también se utilizan para el cálculo de las jubilaciones bajo la modalidad de "retiro programado" ofrecidas por las AFP (alternativa de las rentas vitalicias). La última actualización de estas tablas se realizó en 1985, por lo que ya no reflejaban la mayor expectativa de vida de la población.

^{5/} La eliminación del factor de seguridad de 80% como máximo a descontar de los flujos calzados a tasa de mercado y el aumento del límite de endeudamiento.

^{6/} Las recomendaciones de la misión conjunta del Banco Mundial y el FMI (2003), precisaron la necesidad de actualizar las tablas de mortalidad e incorporar los riesgos de crédito y prepago.

Gráfico IV.10

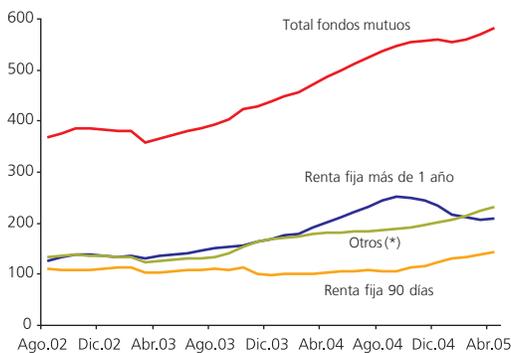
Depósitos a plazo en el fondo tipo 3
(miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración a partir de información de la SVS y SBIF.

Gráfico IV.11

Número de partícipes por tipo de fondo
(miles de partícipes)



(*) Incluye FM renta fija 90-365 días, capitalización, mixtos, estructurados, institucionales y libres.

Fuente: SVS.

empresas y otros inversionistas mayoristas, son muy sensibles a la rentabilidad de los FM, por lo que ante el aumento de las tasas de captación pagadas por los bancos se produjo una migración importante de recursos hacia estas instituciones (gráfico IV.8).

El portafolio de los fondos de tipo 3, que está compuesto en una alta proporción por depósitos a plazo, presentaron una fuerte correlación con las variaciones del total de activos (gráfico IV.9). Esta interrelación entre las inversiones de los FM y el financiamiento de los bancos es un aspecto relevante para el análisis de los riesgos de liquidez de la banca. En efecto, aunque los depósitos de los FM han promediado una fracción relativamente menor del total de fuentes de financiamiento de los bancos, de poco más del 7%, han constituido una fracción relativamente importante del financiamiento de corto plazo vía depósitos de los bancos medianos (28%)^{7/}. En este ciclo de tasas, los depósitos mantenidos por los FM en bancos pertenecientes a este segmento fueron los que mostraron una mayor fluctuación (gráfico IV.10)^{8/}. Sin embargo, los bancos elevaron sus tasas de captación, acomodando sus necesidades de financiamiento mediante depósitos de los FP y otros ahorrantes (Capítulo V).

La composición de la cartera global de los FM no experimentó modificaciones importantes en los dos últimos trimestres considerados en este Informe. Solo cabe destacar la tendencia decreciente de los bonos estatales, al igual que la de otros inversionistas (tabla IV.6). El patrimonio de los FM distintos a los de renta fija continuó creciendo, distinguiéndose aquellos de capitalización, los que, impulsados por los buenos resultados de la bolsa local, lograron aumentar 52% en los primeros cuatro meses de este año. Asimismo, el número de partícipes de la industria también continuó aumentando y no se vio afectado por el ciclo de los fondos de tipo 3 descrito anteriormente (gráfico IV.11).

Tabla IV.6

Cartera de los FM por instrumento
(porcentaje, miles de millones de pesos)

Instrumento	2003		2004				2005
	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.
Estatal	13,0	15,1	15,3	15,8	15,2	11,5	10,2
Depósitos instituciones financieras	60,9	57,7	58,3	55,8	55,5	56,4	58,0
Bonos bancarios	0,7	0,6	0,8	0,8	1,4	1,6	1,5
Letras hipotecarias	8,0	6,8	7,1	9,4	9,2	8,9	7,2
Bonos empresas	6,8	6,9	6,5	6,8	6,7	7,3	6,4
Efectos de comercio	1,9	3,3	2,8	3,3	3,3	2,5	2,5
Acciones	3,3	4,8	4,5	4,1	4,5	6,5	8,7
Inversión en el exterior	4,9	4,3	4,2	3,5	3,5	4,0	4,4
Otros	0,5	0,6	0,5	0,6	0,7	1,2	0,9
Total inversiones (MMM\$)	4.676	5.001	6.016	6.511	7.272	6.657	7.056

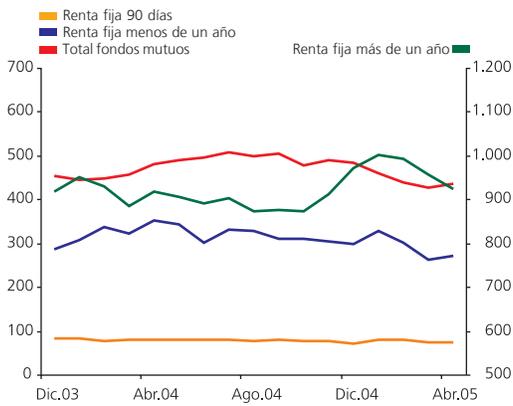
Fuente: Elaboración a partir de información de la SVS.

^{7/} Este porcentaje es mayor en el caso de los bancos de Tesorería, 47%, pero este tipo de bancos mantienen carteras de inversiones líquidas y tienen acceso a fuentes de financiamiento mayorista.

^{8/} La definición de megabancos se utiliza para identificar a los cuatro bancos más grandes del sistema, que acumulan un 64% de los activos totales de la banca. Del mismo modo, se distingue a los bancos de tesorería como aquellas instituciones que no realizan operaciones de colocación. Los bancos no comprendidos en las dos categorías mencionadas se identifican como banca media.

Gráfico IV.12

Duración de los FM de renta fija y total sistema (días)



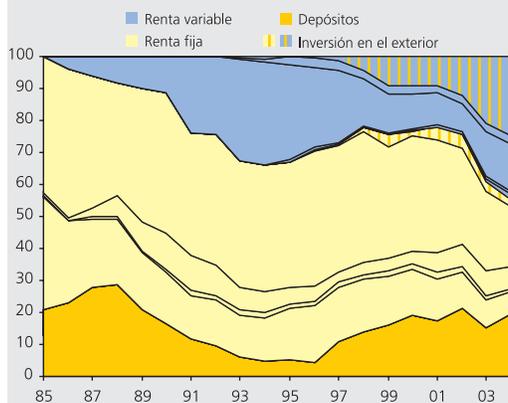
Fuente: SVS.

Cabe considerar que la exposición a cambios en las tasas de interés, calculada por medio de la duración, disminuyó desde el cierre del Informe pasado; de hecho se acortó 14% para el total de fondos, lo que resulta consistente con los aumentos esperados de tasa (gráfico IV.12). El ciclo de duración que se distingue en el caso de los fondos tipo 3 se explica fundamentalmente por la fuerte salida de recursos en el cuarto trimestre, fenómeno que impulsó, a su vez, una salida importante de depósitos de corto plazo de las carteras de estos fondos. La exposición a cambios en moneda extranjera siguió en niveles similares a los registrados en septiembre del 2004, en torno al 22% de la cartera expuesta a variaciones del dólar. La cobertura de moneda contratada por los FM con bancos locales registró una posición de venta neta de \$72 mil millones en abril del 2005.

Recuadro IV.1: La inversión de los fondos de pensiones en depósitos a plazo

Gráfico IV.13

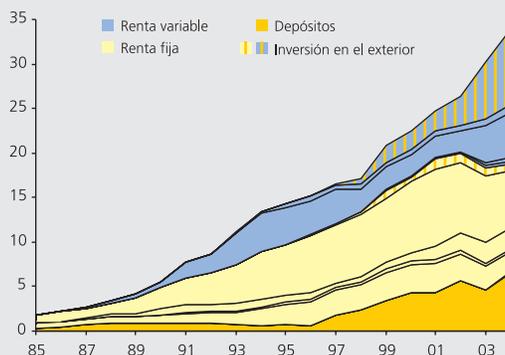
Portafolio de inversiones de los FP por tipo de instrumento (porcentaje)



Fuente: SAFP.

Gráfico IV.14

Portafolio de inversiones de los FP por tipo de instrumento (billones de pesos de diciembre de 2004)



Fuente: SAFP.

Los depósitos a plazo registran desde el año 2000 una participación en torno al 20% en la cartera de inversiones de los fondos de pensiones (FP). En marzo del 2005, el 85% de esta inversión tenía una duración inferior a un año. Llama la atención este nivel de concentración de la cartera en el corto plazo dada la naturaleza de largo plazo del ahorro previsional. Este recuadro ilustra la evolución de las tenencias de depósitos por los FP en el tiempo, compara la importancia de estos en FP de otros países, e ilustra la importancia de los FP en el financiamiento de la banca.

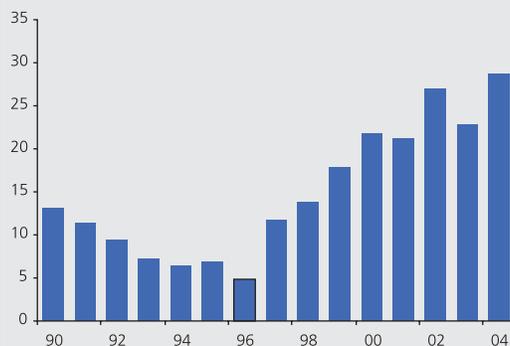
En los inicios del sistema, los depósitos a plazo fueron un destino importante de las inversiones, dado el grado de desarrollo del mercado financiero chileno. Los depósitos llegaron a representar el 29% del portafolio en el año 1988 (gráfico IV.13). A partir de ese año, su participación descendió sostenidamente, hasta llegar a 4% del fondo en 1996. Detrás de este descenso, estuvo la mantención de un nivel de depósitos relativamente constante en términos reales, mientras el fondo se expandía a un ritmo acelerado (gráfico IV.14). En ese período, el crecimiento del fondo fue absorbido principalmente por inversiones en renta variable, las que aumentaron de 8 a 29% del portafolio.

No obstante, a partir de 1997, comenzó un periodo de rápida expansión de las tenencias de depósitos. Esto coincidió con una caída en la inversión en renta variable, tanto como porcentaje del fondo como en valor absoluto. La inversión en renta variable llegó a un mínimo de 22% como porcentaje del fondo en el 2001. A partir de ese punto, la participación de la renta variable aumentó hasta 43% del fondo en 2004, impulsada por la ampliación del límite de inversión en el exterior y por los cambios de cartera impulsados por los multifondos. Esta reasignación del 21% del portafolio hacia renta variable, se financió con una disminución de la inversión en renta fija de largo plazo, tanto de participación como en términos absolutos, y no afectó la inversión en depósitos.

Una comparación de portafolios de inversión de FP internacionales muestra que si bien existe bastante diversidad, la asignación del portafolio entre renta fija y renta variable no parece muy distinta de aquella de países con mercados financieros más desarrollados (tabla IV.7). Dentro de la inversión en renta fija, no obstante, la participación de los depósitos a plazo supera en más de una desviación estándar el promedio de una muestra de países. Esta situación ilustra el espacio para desarrollar alternativas de inversión en renta fija en el mercado local que cumplan con los niveles de riesgo apropiados para la inversión de estos fondos.

Gráfico IV.15

Participación de los FP en el total de depósitos a plazo de la banca
(porcentaje)



Fuentes:
SAFP.
SBIF.

Tabla IV.7

Cartera de inversión de los FP por países
(porcentaje de la cartera)

País	Cartera					Otros indicadores		
	Depósitos	Bonos	Renta variable	Fondos mutuos	Otros	Activos / PIB	Dep. / PIB	Dep. / R. fija (1)
Chile (2005)	20,7	32,4	42,1	0,0 (2)	4,8	59,7	12,4	39,0
Dinamarca (2002)	0,4	67,2	22,8	6,6	3,1	28,6	0,1	0,6
Canadá (2002)	4,9	28,2	32,9	32,8	1,3	47,6	2,3	14,8
China (2002)	12,5	23,9	42,4	0,0	21,2	17,1	2,1	34,3
Singapur (2002)	2,7	96,4	0,2	0,0	0,7	63,9	1,7	2,7
Holanda (2002)	3,0	52,1	42,0	0,0	2,9	99,6	3,0	5,4
España (2001)	4,7	58,1	19,8	4,3	13,0	5,9	0,3	7,5
Portugal (2002)	12,0	48,7	25,3	11,8	2,2	13,4	1,6	19,8
Reino Unido (2001)	2,6	19,7	58,1	11,4	8,2	73,3	1,9	11,7
EE. UU. (2002)	10,6	14,2	34,2	24,1	16,8	56,9	6,0	42,7
México (2002)	0,2	99,8	0,0	0,0	0,0	4,9	0,0	0,2
Promedio	6,8	49,2	29,1	9,1	6,7	42,8	2,9	16,2
Desv. estándar	6,4	29,4	17,9	11,4	7,2	31,0	3,6	15,7

(1) Depósitos más bonos.

(2) La inversión en fondos mutuos se consideró como inversión en bonos o acciones, según los activos en que invierten.

Fuentes:
OECD, *Global Pension Statistics project*.
SAFP.

Do aspecto de la inversión de los FP en depósitos es la importancia que estos alcanzan para el financiamiento de la banca. Los depósitos a plazo constituyen la fuente más importante de financiamiento de la banca, ubicándose en el rango de 35 a 41% del total de las fuentes de financiamiento desde 1998 a la fecha. El monto vigente de depósitos bancarios llegó a US\$37.600 millones a fines del primer trimestre del 2005, de los cuales el 32% estuvo en las carteras de los FP, lo que constituye un máximo histórico (gráfico IV.15). En los megabancos, esta cifra alcanzó a 33%, mientras que en la banca media y la de tesorería, a 33% y 6%, en promedio, respectivamente.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, esta concentración del financiamiento en ciertos inversionistas institucionales implica que los bancos deben seguir una política de liquidez que considere la volatilidad de este tipo de depositantes y su velocidad de reacción a cambios en las condiciones de los mercados financieros.

V. Sector bancario

El presente capítulo contiene el análisis de la situación financiera del sistema bancario local, cuyos activos representan el 98% del PIB. El análisis considera la evolución sistémica de la situación patrimonial de la banca y su exposición a los riesgos de crédito, de mercado y de liquidez en función del contexto macroeconómico y de la situación financiera de otros sectores.

La posición financiera de la industria bancaria ha permanecido sólida desde el último *Informe*. El entorno macrofinanciero ha favorecido la aceleración del crédito bancario en todos los segmentos, sin que ello se haya traducido en un empeoramiento de los indicadores de riesgo de crédito del sector. El mayor crecimiento de las colocaciones, sustentado por condiciones de financiamiento favorables y menores provisiones por riesgo de crédito, ha permitido mantener elevados niveles de rentabilidad, a pesar del alza experimentada por la tasa de política monetaria (TPM) y por las tasas de captación durante este periodo. Paralelamente, se ha observado un ajuste en la estructura de financiamiento de la banca, lo que ha hecho posible mantener acotada su exposición al riesgo de tasas de interés y los descargos de liquidez.

V.1 Actividad, rentabilidad y solidez financiera de la industria bancaria

Continúa aceleración del crédito bancario en todos los segmentos

En el periodo enero-abril del 2005, la expansión del crédito bancario continuó acelerándose respecto de lo observado en el transcurso del año pasado, elevando el stock total de préstamos bancarios a US\$69 mil millones, equivalentes al 70% del PIB. Durante dicho cuatrimestre, las colocaciones totales crecieron, en promedio, 12,7% real anual, superior al 10,3 y 5,9% real anual correspondientes al segundo y primer semestre del 2004, respectivamente. A diferencia de lo observado en periodos anteriores, las colocaciones bancarias aumentaron en todos los segmentos del crédito, tanto en hogares como en empresas (tabla V.1).

La exposición de la banca a los hogares continuó acentuándose en el pasado reciente. La variación promedio anual de los préstamos para la vivienda alcanzó a 20,2% en el periodo enero-abril del presente año, superior al 19,6% exhibido por los créditos de consumo. Las mejores expectativas económicas y el mejoramiento relativo del mercado laboral han impulsado un aumento de la demanda por crédito de los hogares. Por su parte, los bancos, incentivados por márgenes atractivos y menor riesgo de crédito del sector, han flexibilizado las condiciones para el otorgamiento de créditos a las personas en términos de plazos, porcentaje de financiamiento propio y tasas de interés.

Tabla V.1

Crecimiento de las colocaciones bancarias
(porcentaje; variación real promedio en doce meses)

	Promedio		2004	
	1999-2003	2004	Trim.IV	2005 (1)
Totales	3,6	8,1	11,1	12,7
Hogares	5,3	15,4	18,0	20,0
Consumo	-1,4	17,2	17,7	19,6
Vivienda	7,3	14,5	18,2	20,2
Empresas	3,3	6,8	10,1	10,3
Comerciales	2,4	4,7	6,6	7,8
Com. exterior (2)	-0,8	25,2	28,7	23,0
Leasing	22,5	18,8	21,8	22,4
Factoring	66,6	127,2	191,8	179,0

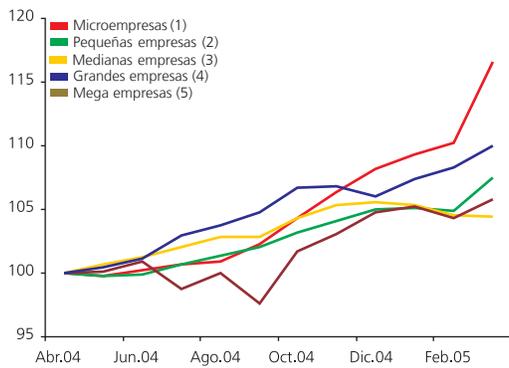
(1) Promedio enero-abril 2005.

(2) Variación en dólares.

Fuente: SBIF.

Gráfico V.1

Préstamos bancarios a empresas según monto de la deuda
(índice abril 04=100, a partir del stock de colocaciones)

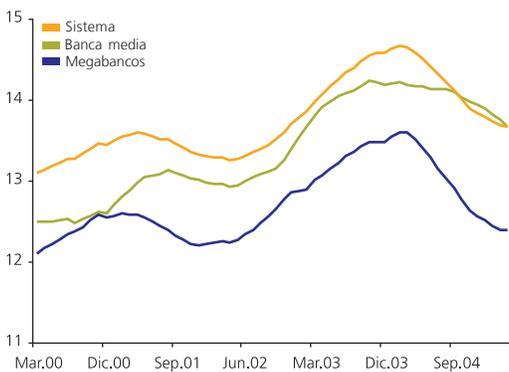


- (1) Empresas cuya deuda es inferior a UF 500.
 (2) Empresas cuya deuda varía entre UF 500 y UF 4.000.
 (3) Empresas cuya deuda varía entre UF 4.000 y UF 18.000.
 (4) Empresas cuya deuda varía entre UF 18.000 y UF 200.000.
 (5) Empresas cuya deuda es superior a UF 200.000.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Gráfico V.2

Índice de adecuación de capital (*)
(porcentaje; promedio móvil 12 meses)



(*) Cuociente entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Los préstamos bancarios a las empresas también muestran un mayor incremento. Las colocaciones comerciales, que representan el 75% del total de las colocaciones a empresas e incluyen al financiamiento de capital de trabajo y bienes de capital, crecieron, en promedio, 7,8% anual en los primeros meses del año, superior a la tendencia observada en el 2004.

También se observa una mayor recuperación del financiamiento bancario hacia empresas de menor tamaño y un mayor desarrollo de los microcréditos (cuya deuda promedio asciende a cerca de \$1 millón por deudor) que complementan la expansión de los préstamos de consumo. Evidencia de este desarrollo es el flujo de US\$528 millones que la industria bancaria ha destinado a las empresas de menor tamaño relativo^{1/} durante el periodo abril 2004 – marzo 2005 y que se ha traducido en un aumento de más de 20 mil nuevos deudores en este segmento del crédito (gráfico V.1). De igual forma, la fuerte expansión que continúan experimentando las operaciones de *leasing* y *factoring* muestra la mayor predisposición de la industria a aumentar el financiamiento bancario al segmento de las pequeñas y medianas empresas. Los contratos de *leasing* crecieron sobre 22% anual promedio en los primeros meses del año, mientras que las operaciones *factoring* lo hicieron en aproximadamente 180% anual en igual periodo.

A partir de fines del 2004, se aprecia un fortalecimiento de la solidez patrimonial de la industria bancaria. A diferencia de lo observado durante los primeros meses del año pasado, el fuerte crecimiento experimentado por el crédito bancario ha estado acompañado por incrementos en el capital regulatorio como consecuencia de la emisión de bonos subordinados y, en menor medida, de colocaciones de acciones por parte de instituciones de menor tamaño relativo. Adicionalmente, en los primeros meses del año, el capital regulatorio creció producto del aumento transitorio de las utilidades retenidas y no distribuidas. Con el propósito de eliminar este efecto estacional, el gráfico V.2 presenta el índice de adecuación de capital promedio móvil de doce meses, donde se aprecia que el aumento del capital regulatorio de fines de año pasado ha tendido a frenar la caída del índice de adecuación de capital que se destacara en el *Informe* anterior.

En abril de este año, el índice de adecuación de capital del sistema se situó en 13,5%, mientras que el promedio móvil a esa fecha alcanzó a 13,7%. Individualmente, todas las instituciones continuaron con un patrimonio efectivo por sobre el 10% de sus activos respectivos ponderados por riesgo.

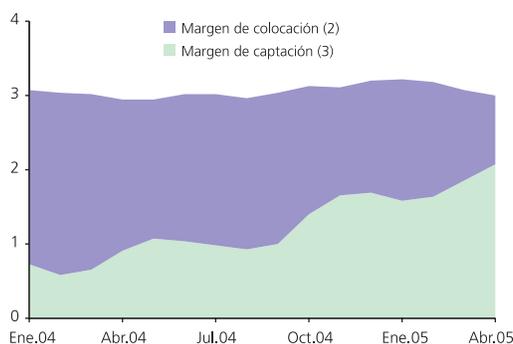
Continúa alta rentabilidad del sector bancario

Las utilidades del sector bancario crecieron 3,6% anual durante el primer cuatrimestre del año, elevando la rentabilidad promedio del sistema a 19% del capital y a 1,4% de los activos (tabla V.2). Los niveles de eficiencia alcanzados han seguido contribuyendo a la rentabilidad de la industria, especialmente a la de las instituciones de mayor tamaño, como

^{1/} El tamaño de las empresas se clasificó de acuerdo al monto de sus deudas bancarias, a partir de información elaborada por la SBIF. Las micro, pequeñas y medianas empresas corresponden a empresas cuyas deudas son inferiores a 500, entre 500 y 4.000 y entre 4.000 y 18.000 Unidades de Fomento, respectivamente.

Gráfico V.3

Composición del margen de intermediación (1)
(porcentaje)



(1) Equivale a los ingresos anuales netos por intereses y reajustes, como porcentaje de los activos totales. Los reajustes no incluyen las operaciones en pesos reajustables según la variación del tipo de cambio.

(2) Diferencia entre los intereses y reajustes ganados como porcentaje de los activos totales y el promedio móvil 3 meses de tasa de los BCP a 2 años.

(3) Diferencia entre el promedio móvil 3 de meses de la tasa de los BCP a 2 años y los intereses y reajustes pagados como porcentaje de los activos totales.

Fuentes:

Elaboración propia en base a información de la SBIF.
Banco Central de Chile.

Tabla V.2

Composición del ROA (1)
(porcentaje de los activos)

Sistema bancario	2003	2004	2005 (2)
Intereses y reajustes netos (3)	3,3	3,3	3,0
Comisiones netas	0,8	0,9	0,8
Gastos en provisiones	0,8	0,8	0,6
Gastos apoyo operacional	2,4	2,4	2,2
Otros resultados netos	0,2	0,4	0,4
Utilidad neta	1,2	1,2	1,4
Banca de consumo (4)	2003	2004	2005 (2)
Intereses y reajustes netos	14,6	13,5	13,7
Comisiones netas	1,2	2,0	2,0
Gastos en provisiones	4,3	4,3	3,3
Gastos apoyo operacional	8,8	8,0	8,3
Otros resultados netos	0,4	-0,1	-0,3
Utilidad neta	3,1	3,1	3,8

(1) Utilidad después de impuestos sobre activos totales.

(2) Enero a abril, anualizado.

(3) Los reajustes no incluyen las operaciones en pesos reajustables según la variación del tipo de cambio.

(4) Incluye a bancos en los que los préstamos de consumo representan más del 75% del total de colocaciones.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

consecuencia del aprovechamiento de las economías de escala. A nivel del sistema, es probable que la fuerte inversión en tecnología y el mayor uso de medios de pago electrónicos hayan contribuido a la reducción sostenida de los gastos de apoyo como porcentaje de los activos observada en el último tiempo. En abril de este año, este indicador alcanzó a 2,2%, su mínimo histórico, lo que refleja el mejoramiento continuo de los niveles de eficiencia de la industria bancaria. El comportamiento contracíclico del gasto en provisiones ha permitido que en esta fase de mayor crecimiento económico la rentabilidad se haya visto favorecida por la constitución de menores provisiones. Estas últimas registraron en abril su nivel más bajo de los últimos nueve años (0,6% de los activos).

Si bien el margen de intermediación se redujo 30 puntos base durante el primer cuatrimestre del año, su disminución fue leve si se la compara con la evolución de la TPM en igual periodo. Ello se explica por el aumento experimentado por el margen de captación del sistema, producto, a su vez, de la fuerte expansión de los depósitos a la vista durante el año 2004, de 20% anual aproximadamente, y de la colocación de bonos bancarios efectuada en condiciones favorables a partir del segundo semestre del año pasado (gráfico V.3). Sin embargo, la normalización de la política monetaria, el aumento de las tasas de captación y el mayor crecimiento de los depósitos a plazo deberían reducir el margen de captación, al menos en el corto plazo.

Alta rentabilidad de la banca orientada al segmento de créditos de consumo

A pesar de que la mayoría de las instituciones presentan buenos resultados, destaca su heterogeneidad al interior de la industria, especialmente la alta rentabilidad de los bancos orientados a segmentos de consumo, que supera, en promedio, en casi tres veces a la del sistema. Actualmente, esta banca está constituida por tres bancos de nicho, todos ellos relacionados con casas comerciales, y por cuatro divisiones especializadas en segmentos de ingresos bajos y medios^{2/} correspondientes a diferentes bancos.

La banca de consumo se caracteriza por mantener provisiones por sobre el promedio del sistema y un nivel de eficiencia inferior al resto de la banca. Con el objeto de ilustrar lo anterior, la tabla V.2 presenta la composición de las utilidades de los bancos de nicho orientados al segmento de créditos de consumo^{3/}. En ella se observa que estas instituciones mantienen en la actualidad márgenes en torno al 14% de los activos, reflejo del mayor riesgo de crédito relativo de su mercado objetivo y de mayores gastos de apoyo inherentes al negocio *retail* (tabla V.2).

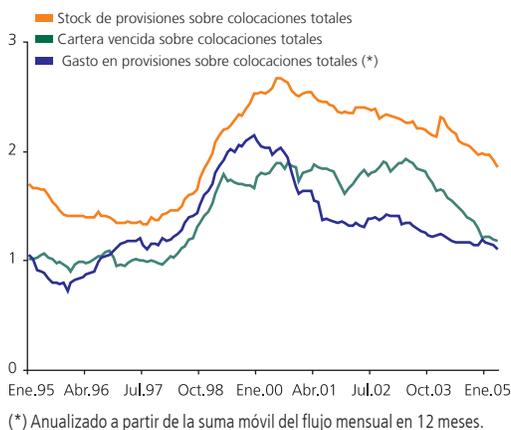
Durante la actual fase expansiva del ciclo económico, el mayor crecimiento ha favorecido la rentabilidad de la banca, debido a la constitución de

^{2/} Para nuestros efectos, se define como banca de consumo a aquellas instituciones en que más del 75% de su cartera corresponde a colocaciones en préstamos de consumo.

^{3/} A pesar de que no existe información pública equivalente para las divisiones de consumo, es probable que dada la naturaleza de su negocio, la estructura de ingresos y gastos de estas y de los bancos de nicho orientados al segmento de consumo, sean muy similares.

Gráfico V.4

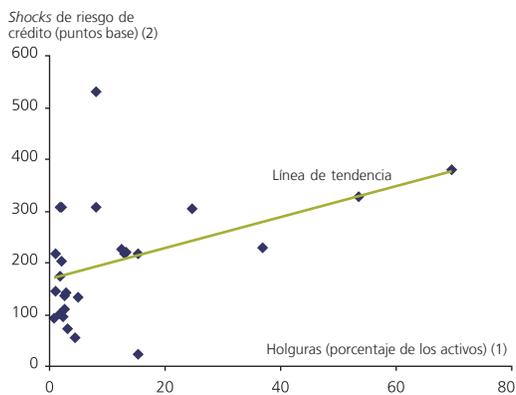
Indicadores de riesgo de crédito
(porcentaje de las colocaciones)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Gráfico V.5

Holguras de los bancos frente a *shocks* de riesgo de crédito



(1) Corresponde a las utilidades de cada institución más el exceso del índice de adecuación de capital por sobre 10%, como porcentaje de los activos totales.

(2) Máximo aumento anual del gasto en provisiones sobre colocaciones por institución.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

menores provisiones. Esta característica contracíclica de las provisiones es particularmente importante en la banca de consumo, por lo que una eventual reversión del ciclo económico también tendría un mayor impacto en sus niveles de rentabilidad.

V.2. Riesgos de la industria bancaria*Se estabilizan los indicadores de riesgo de crédito*

Luego de mostrar una caída sostenida durante el año pasado, los principales indicadores de riesgo de crédito de la banca han tendido a estabilizarse en los primeros meses del presente año. La cartera vencida y las provisiones, ambas medidas sobre las colocaciones, se mantuvieron en torno al 1,2 y 1,9%, respectivamente, en el primer cuatrimestre del 2005, cifras que se comparan positivamente con las exhibidas en igual periodo del año pasado (gráfico V.4). Los gastos en provisiones, en tanto, pese a haber disminuido en los últimos meses, están por encima de los mínimos históricos registrados a mediados de los noventa. Por su parte, el stock de provisiones se ha reducido como consecuencia del menor riesgo de crédito de las colocaciones, pero el indicador de cobertura de cartera vencida, esto es, el stock de provisiones sobre la cartera vencida, ha permanecido estable —en un nivel promedio de 1,6x en el primer cuatrimestre del año—, favorecido por la caída en la morosidad de las colocaciones.

Sin embargo, la evolución reciente de los indicadores de riesgo de crédito se ha visto favorecida por el entorno macroeconómico de mayor crecimiento y por bajas tasas de interés, lo que mejora el comportamiento de pago de los préstamos bancarios. Por este motivo, es importante que los bancos evalúen la exposición a los riesgos de crédito de sus carteras a lo largo del ciclo económico, contemplando los riesgos de escenarios de desaceleración del crecimiento y aumento de las tasas de interés. Lo anterior es particularmente relevante para aquellas instituciones cuyas carteras son más sensibles a cambios en la actividad económica. En todo caso, el impacto de un eventual empeoramiento de la calidad de la cartera de colocaciones sobre la estabilidad de la industria bancaria dependerá principalmente de su capacidad para anticipar estas pérdidas y de su tenencia de provisiones y capital suficientes para cubrirlas.

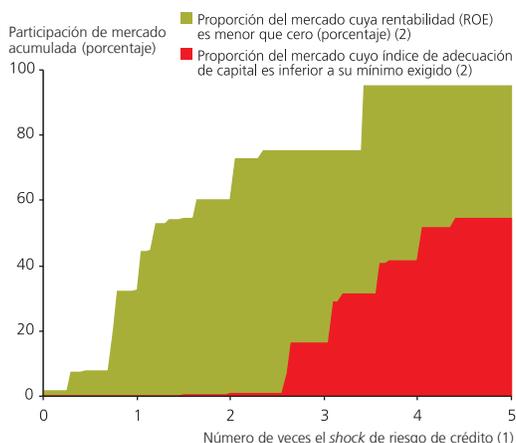
V.3. Ejercicios de tensión de riesgo de crédito

Un empeoramiento en la calidad crediticia de las colocaciones genera una caída directa de las utilidades bancarias, debido al mayor gasto en provisiones y a una reducción de los ingresos por intereses. Sin embargo, el impacto final que esta situación tendría sobre la estabilidad de la banca dependerá, entre otras cosas, de la magnitud de dicho empeoramiento y de la holgura con que cuente la banca, tanto en términos de utilidades (las que actúan como primer amortiguador frente a las pérdidas) como de capital.

La alta rentabilidad generada por la industria durante el último tiempo, sumada al hecho que todos los bancos mantienen en la actualidad un índice de adecuación de capital por sobre el 10%, permite a la mayoría de las instituciones bancarias absorber aumentos significativos del riesgo de crédito. De hecho, los ejercicios de tensión realizados muestran que

Gráfico V.6

Impacto de *shocks* de riesgo de crédito
(a abril de 2005)



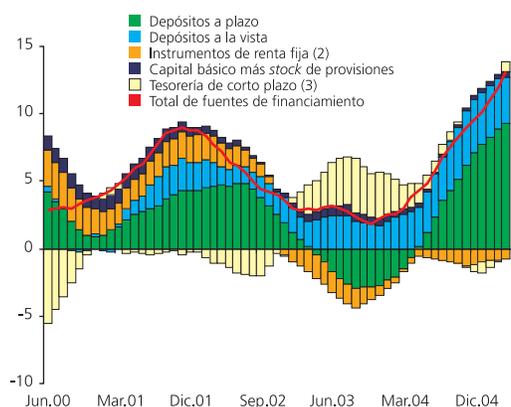
(1) Medido en función del mayor aumento anual en el gasto de provisiones sobre colocaciones por institución.

(2) Para distintas magnitudes del *shock*.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Gráfico V.7

Contribución al financiamiento bancario (1)
(porcentaje; promedio móvil 6 meses)



(1) Corresponde a la suma de los depósitos a la vista, depósitos a plazo, instrumentos de renta fija, capital, provisiones, financiamiento interbancario neto, financiamiento externo neto y operaciones con pactos, menos inversiones financieras y caja.

(2) Incluye letras de crédito y bonos bancarios.

(3) Incluye financiamiento externo neto, interbancario neto, pactos de retrocompra, menos inversiones financieras y caja.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

un incremento del gasto en provisiones equivalente al máximo aumento histórico anual de cada institución, si bien reduciría la rentabilidad del capital promedio del sistema desde 19% a cerca de 6%, no provocaría un deterioro en su índice de adecuación de capital.

A nivel individual, las instituciones bancarias más expuestas al riesgo de crédito poseen, en promedio, holguras (capital regulatorio superior al 10% y utilidades) superiores al resto de la banca, que le permiten absorber mayores deterioros en la calidad de su cartera de colocaciones (gráfico V.5). Lo anterior permite que, a pesar de que un empeoramiento severo en la capacidad de pago de los deudores genera pérdidas significativas, el impacto sobre el capital regulatorio sea solo marginal. De acuerdo con los cálculos efectuados a partir de información a abril del 2005, las instituciones que representan el 99% del capital del sistema cuentan con holguras suficientes para absorber un deterioro significativo en la calidad de la cartera de colocaciones, pues mantendrían un índice de adecuación de capital superior a 10% ante un *shock* de esta naturaleza (gráfico V.6).

V.4. Liquidez y fuentes de financiamiento bancario

La fuerte expansión de las fuentes de financiamiento de corto plazo estrechó la posición de liquidez de la banca en los primeros meses del año. El crecimiento de aproximadamente 20% anual que vienen experimentando los depósitos a la vista desde principios del 2004 y la recuperación de los depósitos a plazo a partir del segundo semestre de dicho año, han llevado a la banca a constituir un mayor volumen de reserva técnica en el BCCh^{4/} (gráfico V.7). El acortamiento de los flujos de vencimientos de las operaciones pasivas, unido a una reducción de 5% de las inversiones financieras en el primer trimestre del año —consideradas como fuentes de liquidez en el corto plazo—, incrementaron el descalce de plazos, especialmente el correspondiente a las operaciones a menos de 90 días^{5/} (gráfico V.8). El aumento de las tasas de captación de corto plazo en el primer trimestre del año se tradujo en un mayor crecimiento de los depósitos a plazo (15% anual promedio) y permitió compensar parcialmente la estrechez de liquidez producida por el aumento de los depósitos a la vista.

Por otra parte, la capacidad de financiamiento de la banca en su conjunto ha resistido sin mayores dificultades los cambios en las decisiones de inversión de los inversionistas institucionales en los últimos meses. De hecho, el alza de la tasa de captación de corto plazo por sobre la de la TPM atrajo mayores depósitos de fuentes minoristas, que más que compensaron la caída de 7% (\$300 mil millones) experimentada por los depósitos a plazo de los fondos mutuos (Capítulo IV) entre diciembre del 2004 y enero último. Dicha caída impactó al sistema con cierto grado de heterogeneidad, en particular, en la banca de tesorería, en la que el total de los depósitos a plazo cayó a fines del 2004. No obstante, hacia el término del primer trimestre de este año, se observó una recuperación de

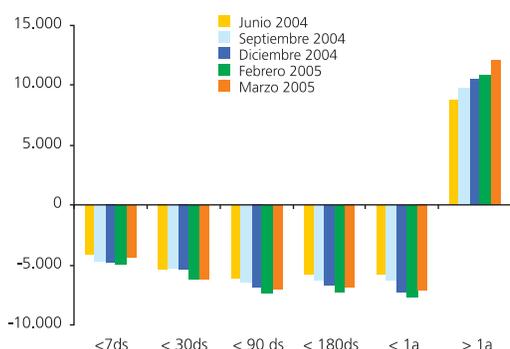
^{4/} Esta reserva se constituye por el monto de los depósitos a la vista, incluidos los depósitos a plazo a los que le restan 10 días para su vencimiento, que exceden de 2,5 veces el capital básico.

^{5/} Sin embargo, los bancos no superaron el límite permitido, debido a que, a partir de junio del 2004, la normativa les permitió ajustar una parte de los depósitos a la vista en bandas temporales de mayor plazo.

Gráfico V.8

Exposición al riesgo de liquidez (*)

(millones de pesos)



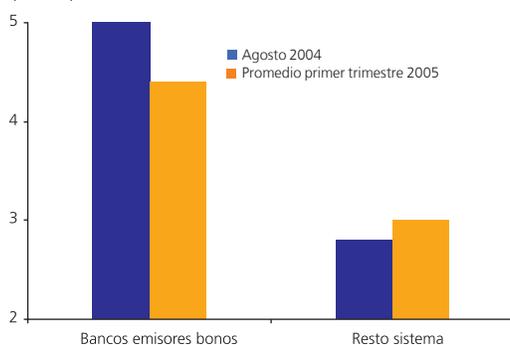
(*) Diferencia acumulada por tramos de vencimiento entre activos y pasivos.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Gráfico V.9

Gap de duración (*)

(meses)



(*) Diferencia de duración entre activos y pasivos. Para la determinación de la duración se mantuvo constante la estructura temporal de tasas de interés.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Tabla V.3

Estructura del balance en moneda extranjera de la industria bancaria

(porcentaje de los activos totales)

	2003 (1)	2004 (1)	2005 (2)
Colocaciones	9,6	9,5	10,0
Inversiones	6,0	5,0	4,9
Compra de derivados	30,9	35,8	37,6
Otros activos netos	-0,6	-0,6	1,3
Total activos	45,9	49,7	53,8
Depósitos	6,3	5,9	6,1
Obligaciones	9,0	8,1	8,5
Venta de derivados	30,4	35,7	39,0
Total pasivos	45,7	49,7	53,6
Posición Neta	0,2	0,0	0,2

(1) A diciembre.

(2) A abril.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

los depósitos de los fondos mutuos, lo que ha permitido que los depósitos a plazo de la mayoría de los bancos continúen aumentando.

Aunque los riesgos de liquidez son acotados por la magnitud de los descalces y la estabilidad de los mercados, es probable que los bancos continúen recomponiendo su financiamiento hacia plazos mayores y fuentes minoristas en los próximos meses.

El endeudamiento directo con el exterior a través de líneas de crédito, que en el periodo enero-abril del 2005 aumentó en aproximadamente US\$760 millones, se debió, principalmente, al mayor financiamiento de operaciones de comercio exterior. Adicionalmente, una parte importante de los bonos emitidos recientemente fueron colocados en el mercado externo, por lo que la importancia relativa de las obligaciones bancarias con el exterior se elevó desde 5,5 a 6,8% de los activos en abril último.

Además de la colocación de bonos subordinados, la banca también aprovechó las condiciones financieras prevalecientes en el mercado local e internacional para realizar entre septiembre del 2004 y marzo del año en curso una significativa emisión de bonos *senior*, por el equivalente a US\$900 millones aproximadamente. Estos bonos fueron emitidos, en su mayoría, en el mercado local, a tasas del 3% real anual y a un plazo promedio de cinco años. Lo anterior permitió mitigar, en parte, la caída del financiamiento bancario de renta fija, producto de la menor emisión y prepagos de letras hipotecarias (gráfico V.7).

V.5 Riesgos de mercado***Emisión de bonos bancarios reduce exposición al riesgo de tasas***

El proceso gradual de normalización de las tasas de interés en los últimos meses ha permitido una adaptación de la estructura de financiamiento de la banca. En particular, la permanencia de tasas de interés de largo plazo en niveles históricamente bajos ha propiciado la emisión de instrumentos de deuda bancaria de largo plazo. Tal como se destacó en el *Informe* anterior, las instituciones cuyos créditos para la vivienda han experimentado un mayor crecimiento, aumentaron su exposición al riesgo de tasas, ya que estas operaciones se financian con fondos generales. Las emisiones de bonos bancarios efectuadas por las instituciones más afectadas por el desarrollo anterior, les permitieron reducir su exposición a dicho riesgo, tal como se reflejó en la disminución de sus descalces de duración en el primer trimestre de este año (gráfico V.9). Nuevas emisiones de bonos bancarios o una desaceleración de créditos para la vivienda en las condiciones señaladas anteriormente, favorecerían la administración del riesgo de tasas de interés de la banca.

Exposición al riesgo de moneda permanece acotada pese a mayor volatilidad del tipo de cambio

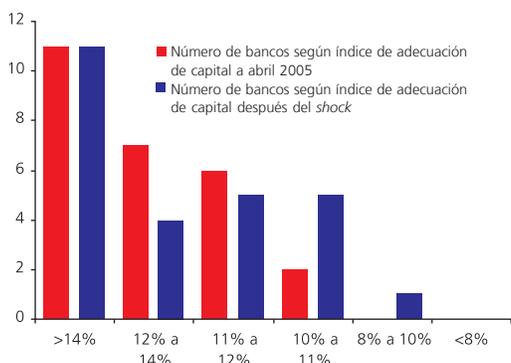
Durante los primeros meses del año, la industria bancaria ha mantenido una exposición acotada al riesgo de monedas. La estrategia de la industria bancaria en materia cambiaria, especialmente la de los bancos de tesorería, ha estado orientada al *trading* de monedas, lo que sumado a una mayor exposición que el resto del sistema y a la mayor volatilidad cambiaria de

los últimos meses, se ha traducido en resultados de cambio más variables que en el resto de los bancos. La situación de balance en moneda extranjera de la banca ha continuado arrojando una posición neta activa levemente descalzada, siendo esta inferior al 1% de los activos y equivalente al 10% del límite máximo permitido en abril último (tabla V.3).

La posición *forward* neta de monedas también ha exhibido una baja exposición, a pesar de que la banca, que actúa como contraparte de un importante grupo de intermediarios del mercado local, ha mantenido un elevado volumen de operaciones con instrumentos derivados. De las referidas operaciones, las ventas *forward* de moneda extranjera efectuadas por los fondos de pensiones para la cobertura de sus inversiones en el exterior son las que han representado el mayor volumen, seguidas por las operaciones *swap* de monedas realizadas por las compañías de seguros de vida. La posición *forward* neta vendedora que exhibe la banca más recientemente se explica por el aumento significativo de las compras de moneda extranjera realizadas por otros intermediarios locales y por inversionistas extranjeros para la cobertura de sus operaciones (tabla V.3).

Gráfico V.10

Ejercicio de tensión de riesgo de tasas de interés (*)
(número de bancos según índice de adecuación de capital)

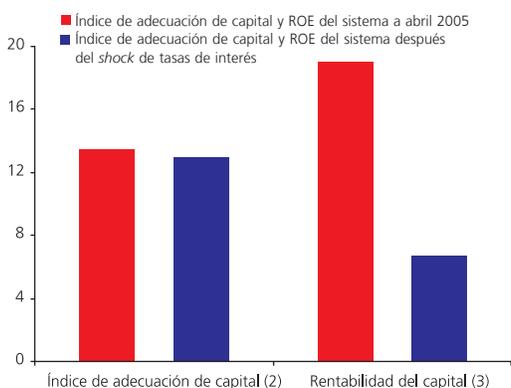


(*) Impacto del desplazamiento de la curva de retorno generada por un aumento de 425 puntos en el tramo hasta 3 años y de 550 en los siguientes tramos.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Gráfico V.11

Ejercicio de tensión de riesgo de tasas de interés (1)
(porcentaje)



(1) Impacto del desplazamiento de la curva de retorno generada por un aumento de 425 puntos en el tramo hasta 3 años y de 550 en los siguientes tramos.

(2) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

(3) Utilidad sobre capital.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

V.6 Ejercicios de tensión de riesgos de mercado

Ejercicios de tensión de tasas de interés

La estructura de balance del sistema bancario se caracteriza por que los activos tienen, en promedio, una duración superior a la de los pasivos, lo que reduce el margen de intermediación de la industria ante alzas en la estructura temporal de tasas de interés. Adicionalmente, un aumento en la curva de rendimiento de las tasas de interés reduce las utilidades como consecuencia de las pérdidas provocadas por cambios en la valoración de la cartera de inversiones registrada a precios de mercado, y reduce el capital regulatorio producto del menor valor económico de la cartera de inversiones permanentes.

A partir de la estructura de flujos de activos y pasivos presente en abril último, se estimó el impacto de un alza en la estructura temporal de las tasas de interés equivalente a un incremento de 425 puntos base para el tramo hasta 3 años, y de 550 puntos base para los tramos más largos, tanto para las tasas en pesos como para aquellas en UF^{6/}. Este ejercicio arrojó una caída de la rentabilidad promedio del sistema a cerca del 7% y una disminución del índice de adecuación de capital de 50 puntos base, lo que refleja, a nivel individual, que solo una institución bancaria podría disminuir su capital regulatorio bajo el 10% luego de absorber las pérdidas generadas por el alza de las tasas de interés aunque aún se mantendrá por sobre el 8% (gráficos V.10 y V.11).

Ejercicios de tensión de monedas

Una depreciación o apreciación del peso tiene un efecto directo sobre las utilidades bancarias cuando existe un descalce entre activos y pasivos en

^{6/} En el caso de las tasas en dólares, el *shock* correspondió a la mitad del *shock* en pesos. Las magnitudes utilizadas para el cambio de las tasas de interés consideraron casos extremos a partir de la evolución histórica de las tasas de interés.

moneda extranjera^{7/}. Paralelamente, la variación del tipo de cambio afecta el nivel de adecuación de capital a través del impacto de los activos en moneda extranjera sobre los activos ponderados por riesgo.

Dado que la banca mantiene una posición activa neta, el escenario de riesgo de una depreciación aumenta las utilidades de la banca y genera un efecto ambiguo sobre la solidez patrimonial, debido al aumento de los activos ponderados por riesgo. En particular, el impacto de una depreciación de 20%, superior a la máxima variación anual del tipo de cambio en el periodo 1990-2004, reduciría el índice de adecuación de capital de algunos bancos de tesorería, como consecuencia del mayor efecto que tiene la revalorización de sus activos sobre los activos ponderados por riesgo. En cualquier caso, este tipo de instituciones, de baja importancia sistémica, podría absorber estas fluctuaciones fácilmente, gracias a que mantienen, en promedio, niveles de adecuación de capital muy por sobre el resto de la banca.

V.7 Perspectivas

La exposición de la banca a los riesgos de crédito y de moneda extranjera se ha mantenido reducida durante los últimos meses. Si bien se observó un leve aumento de los descargos de tasa de interés y liquidez en algunas instituciones financieras durante el 2004, estas han ido dando pasos para aminorarlos, aprovechando la favorable coyuntura financiera.

Es probable que la banca continúe con el proceso de adecuación de su estructura de financiamiento a través de la emisión de instrumentos de deuda de largo plazo, anticipando el aumento de las tasas de interés de corto plazo y su impacto en los márgenes de intermediación.

También es probable que continúe el alto ritmo de expansión del crédito bancario hacia los hogares y otros segmentos minoristas, aunque a tasas algo menos elevadas que las actuales. Por su parte, los créditos a las empresas continuarían su recuperación, siempre que se mantenga el dinamismo de la inversión y la mayor disposición de la banca hacia el segmento de las pequeñas y medianas empresas.

La banca cuenta con una sólida base patrimonial —fortalecida recientemente con la emisión de bonos subordinados— para financiar esta expansión del crédito y solventar eventuales deterioros de su cartera de colocaciones. Sin embargo, es importante que las instituciones financieras mantengan una perspectiva de mediano plazo para evaluar sus riesgos de crédito y de tasas de interés a lo largo del ciclo económico, incluyendo escenarios de riesgo con menor crecimiento económico, mayores tasas de interés y cambios repentinos en la disponibilidad de liquidez internacional.

^{7/} Adicionalmente, podrían haber efectos indirectos como consecuencia de la interrelación del riesgo de crédito con el riesgo de moneda. Este efecto no se incluye en este ejercicio, pero se estima que la magnitud de los descargos a nivel de deudores bancarios es acotada.

VI. Sector externo

Este capítulo contiene el análisis de la posición financiera internacional de la economía chilena y de los factores que inciden en el normal funcionamiento de los pagos con el exterior. En él se revisan las condiciones de acceso y la evolución del endeudamiento de los principales sectores económicos con el resto del mundo. Se examinan, asimismo, la evolución de los indicadores de solvencia y liquidez externa y los riesgos que se estiman más relevantes para el escenario central de este Informe. El análisis considera el marco vigente de las políticas monetaria y cambiaria del Banco Central de Chile (BCCCh), definido por metas de inflación, tipo de cambio flotante, apertura de la cuenta de capitales y mantención de un nivel apropiado de reservas internacionales.

VI.1 Desarrollos recientes y perspectivas

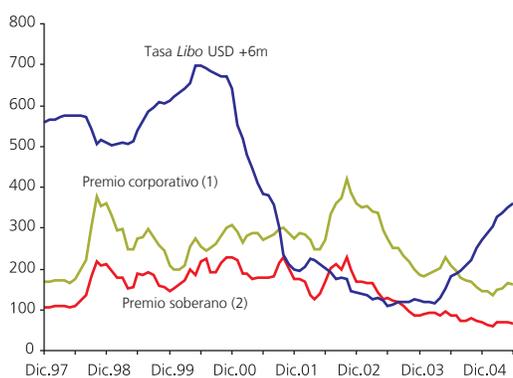
VI.1.1 Condiciones de acceso al financiamiento externo

En los últimos seis meses, las condiciones de acceso al financiamiento externo se han mantenido en niveles favorables para la economía chilena, a pesar del aumento mostrado por la tasa *Libor* en dólares a seis meses. Esta alcanzó a 3,6% en junio, nivel inferior a su promedio histórico (tabla VI.1). Del mismo modo, el *spread* de los bonos del Gobierno en el periodo ha seguido siendo favorable en términos históricos y levemente inferior al registrado en el Informe anterior; no obstante, ha ido mostrando un aumento respecto del promedio de los primeros meses del año, a medida que se ha reducido la liquidez en los mercados financieros internacionales. El *spread* de bonos de empresas chilenas ha evolucionado de manera similar (gráfico VI.1). Las últimas colocaciones de bonos externos por parte del sector privado realizadas en diciembre también reflejaron este ambiente favorable en los mercados financieros internacionales. Entonces, una institución del sistema financiero colocó bonos subordinados y *senior* por US\$ 700 millones, con un *spread* promedio de 63 puntos base, incluso inferior al que pagó Codelco en su última emisión de octubre del año pasado.

Gráfico VI.1

Condiciones de acceso al financiamiento externo. Premio de bonos corporativos, soberanos y tasa *Libor* en dólares a 6 meses

(puntos base)



(1) Índice Chile empresas.

(2) Índice Chile EMBI global.

Fuente: Bloomberg.

Tabla VI.1

Condiciones de acceso a financiamiento externo de la economía (porcentaje, puntos base y promedios)

	2004		2005	
	Ene.-Dic.	Nov.	Ene.-Mar.	Jun.
<i>Libor</i> (US\$) a 6 meses (porcentaje)	1,8	2,5	3,1	3,6
Tasa de bonos del Tesoro norteamericano a 10 años (porcentaje)	4,3	4,2	4,3	4,0
<i>Spread</i> bonos soberanos (Chile EMBI Global) (puntos base)	83	73	63	66
<i>Spread</i> bonos empresas (Chile Empresas) (puntos base)	185	157	138	163

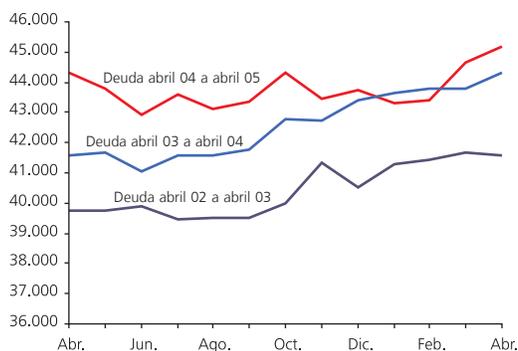
Fuentes:

Bloomberg.

Elaboración del Banco Central de Chile sobre la base de información de JP Morgan.

Gráfico VI.2

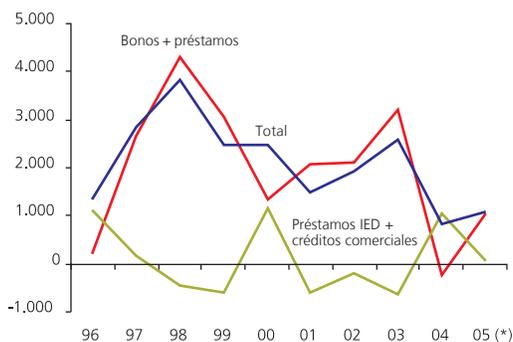
Evolución de la deuda externa bruta
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.3

Flujos netos de deuda por tipo
(millones de dólares)



(*) Acumulado a abril del 2005.

Fuente: Banco Central de Chile.

VI.1.2 Evolución de la deuda externa

Bajo el contexto de favorables condiciones de acceso al financiamiento externo, la evolución de la deuda externa bruta de la economía continuó desacelerándose (gráfico VI.2). Destaca el comportamiento de la deuda externa, que en abril creció 2,0% en doce meses, alcanzando un monto de US\$45.202 millones (tabla VI.2). Esto se debió, en términos agregados, a menores necesidades de financiamiento externo de la economía, lo que se reflejó en prepagos de deuda de largo plazo que alcanzaron el máximo histórico de US\$ 3.700 millones, más del doble del promedio de los últimos años. Al igual que durante el 2004, ello se relacionó con un mayor uso de fuentes de financiamiento domésticas, tal como se analizó en los capítulos anteriores, en un contexto de superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se estima de aproximadamente 0,6% del producto interno bruto (PIB) para este año.

Tabla VI.2

Deuda externa de la economía chilena
(millones de dólares)

	2004		2005
	Abr.	Oct.	Abr.
Deuda externa total por sector	44.319	44.305	45.202
Deuda externa corto plazo por sector	7.960	8.387	8.199
Bancos	2.273	2.626	2.028
Empresas y personas	5.677	5.757	6.158
Gobierno consolidado	10	4	13
Deuda externa largo plazo por sector	36.359	35.918	37.003
Bancos	3.229	2.666	4.760
Empresas y personas	28.183	28.511	27.563
Gobierno consolidado	4.947	4.741	4.680

Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a la composición de la deuda, a nivel agregado continuó la tendencia hacia un menor endeudamiento externo asociado a fuentes más sensibles a las condiciones de mercado, aun cuando desde el cierre del *Informe* anterior se han revertido los pagos netos de este tipo de deuda que se habían realizado el año pasado^{1/}. Los flujos por este concepto han alcanzado a US\$1.362 millones desde octubre, monto levemente inferior al promedio registrado en igual periodo durante los dos años anteriores. Por otra parte, también se evidenció una reversión del endeudamiento externo de fuentes menos sensibles a las condiciones de mercado. Así, desde octubre del 2004 se ha producido un desendeudamiento neto por US\$170 millones, debido principalmente a prepagos de préstamos. Ello contrasta con el endeudamiento neto de US\$275 millones, en promedio, que la economía había venido adquiriendo por este concepto durante igual periodo en los últimos dos años (gráfico VI.3).

^{1/} Las fuentes de endeudamiento externo más sensibles a las condiciones de mercado incluyen la deuda correspondiente a créditos y préstamos no vinculados a la inversión extranjera directa o al comercio exterior, y la deuda en bonos. Las fuentes de endeudamiento externo menos sensibles a las condiciones de mercado incluyen los créditos comerciales vinculados al comercio exterior y los préstamos asociados a la inversión extranjera directa.

El menor ritmo de endeudamiento externo se ha reflejado en una disminución neta de la deuda externa de corto plazo de US\$190 millones y en la mantención de un moderado ritmo de crecimiento de la deuda de largo plazo, que aumentó US\$1.100 millones (tabla VI.2).

Por su parte, el análisis por agente (tabla VI.2 y gráfico VI.4) muestra que las empresas disminuyeron su deuda externa en US\$550 millones, al mismo tiempo que realizaron significativos prepagos y aumentaron sus fuentes domésticas de financiamiento, principalmente deuda con los bancos, emisión de bonos y utilidades retenidas (ver sección III.1). Esto se reflejó en que las empresas aumentaron su deuda externa de corto plazo y continuaron reduciendo aún más su nivel de deuda externa de largo plazo, tanto en lo referido a préstamos como a bonos, principalmente como resultado de los prepagos realizados en el periodo.

El sector Gobierno Consolidado también disminuyó su deuda externa, en US\$50 millones, los que correspondieron casi en su totalidad a obligaciones de largo plazo. Como se analiza en la sección III.3, esto ha sido el resultado de los mayores ingresos fiscales por el mayor precio del cobre y la mayor actividad económica, que le han permitido reducir sus emisiones de bonos y prepagar deuda externa.

Desde el cierre del *Informe* anterior, los bancos han aumentado su deuda externa en US\$1.500 millones, debido a la expansión del crédito otorgado a empresas y a hogares (ver Capítulo V). Al tiempo que han aumentado los pasivos externos de la banca, los activos externos también se han incrementado, fundamentalmente para constituir reserva técnica por un monto de US\$1.530 millones. Cabe destacar que el crecimiento de la deuda externa de los bancos se ha concentrado en el largo plazo, destacando las emisiones de bonos por US\$700 millones.

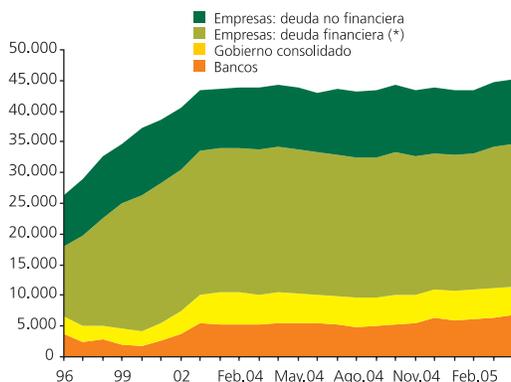
VI.1.3 Evolución de otros flujos de financiamiento externo

Tal como se destacaba en el último *Informe*, continúa observándose un alto nivel de flujos de inversión extranjera directa (IED) (tabla VI.3). Así, el flujo neto de IED en la forma de participaciones de capital hacia Chile alcanzó a US\$3.325 millones entre noviembre del 2004 y abril recién pasado, cifra comparable con los US\$2.880 millones de igual periodo del año anterior. Esta mayor IED se asocia a una mayor reinversión de utilidades de empresas de propiedad de extranjeros en Chile, que entre noviembre y abril acumuló US\$3.615 millones, y a repatriaciones de capital por US\$290 millones. No obstante, el flujo neto de IED hacia Chile en la forma de deuda se revirtió, como resultado de importantes prepagos de deuda a empresas relacionadas en el extranjero, principalmente por parte de empresas del sector minero, alcanzando a una salida de US\$315 millones en el periodo. De este modo, el flujo total de IED neta (capital y deuda) hacia Chile sumó US\$3.010 millones durante el periodo, monto comparable con el promedio de US\$2.720 millones alcanzado a abril en los dos años anteriores.

Por otra parte, el flujo total de inversión de cartera neta (capital y deuda) se ha mantenido estable, ascendiendo a US\$690 millones en el periodo. De estos, destaca el aumento del flujo de inversión de cartera como participaciones en el capital, que llegó a US\$180 millones. Esta cifra se

Gráfico VI.4

Deuda externa bruta por sector institucional
(millones de dólares)

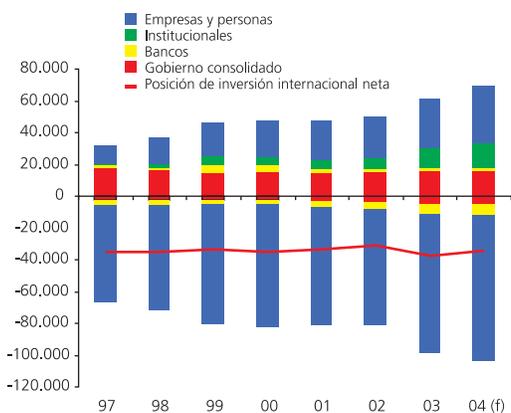


(*) Deuda financiera excluye créditos comerciales y préstamos vinculados a IED.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5

Posición de inversión internacional, por tipo de institución
(millones de dólares) (*)



Valores positivos: Activos.

Valores negativos: Pasivos.

(*) Cifras a diciembre de cada año.

(f) Proyección agregando transacciones de la cuenta financiera a los stocks a junio de 2004.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla VI.4

Indicador de solvencia externa: deuda externa / PIB
(porcentaje)

Año	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
(%)	35	35	41	48	49	56	60	60	47	46

Fuente: Banco Central de Chile.

compara favorablemente con el flujo casi nulo en igual periodo de los dos años anteriores y representa casi el doble de lo registrado en el segundo semestre del año pasado.

Tabla VI.3

Flujos de la cuenta financiera de la balanza de pagos
(millones de dólares)

	Nov.03-Abr.04	May.04-Oct.04	Nov.04-Abr.05
Pasivos	4.359	2.971	4.312
Inversión extranjera directa (capital)	2.878	3.603	3.326
Inversión de cartera (capital)	23	-52	181
Deuda	1.814	-230	1.190
Derivados	-356	-350	-386
Activos	3.725	3.553	3.137
Inversión extranjera directa (capital)	262	192	586
Inversión de cartera (capital)	2.205	1.676	1.733
Deuda	1.787	1.920	1.166
Derivados	-529	-235	-348

Fuente: Banco Central de Chile.

Cabe destacar que, en términos globales, los flujos de activos y pasivos internacionales han ido creciendo a tasas que más que duplican el aumento del PIB. De esta forma, entre diciembre del 2003 y junio del 2004, los flujos netos de activos externos mayores que los de pasivos explican el 40% de la disminución en la posición deudora neta de la economía (tabla VI.3, gráfico VI.5). El 60% restante es atribuible a la depreciación del peso ocurrida durante el primer semestre de 2004, que redujo el valor de los pasivos externos, principalmente el de las participaciones de la inversión extranjera directa en el capital. La reducción de la posición pasiva neta ha estado liderada por las empresas y los agentes institucionales, principalmente fondos de pensiones (gráfico VI.5). Desde junio del 2004, sin embargo, aun cuando los flujos de activos externos han sido altos (US\$7.680 millones a abril), estos han sido levemente inferiores a los de pasivos externos (US\$8.805 millones a abril), con lo cual la posición deudora neta de la economía ha tendido a aumentar^{2/}.

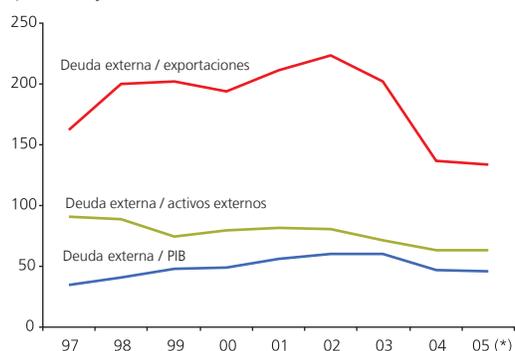
VI.2 Indicadores de solvencia y liquidez externa**VI.2.1 Indicadores de solvencia externa**

Los indicadores de solvencia externa de la economía han continuado mejorando, como resultado del menor ritmo de crecimiento de la deuda externa, el mayor crecimiento del PIB y la dinámica exhibida por las exportaciones. Así lo confirman diversos indicadores, como, por ejemplo, la evolución de la razón deuda externa sobre PIB, que ha ido disminuyendo desde 50% en septiembre del 2004 hasta alcanzar 46% en marzo último. Una situación similar se observa en el caso de la razón deuda externa sobre exportaciones, que ha disminuido desde 148 a 131% entre octubre del 2004 y abril último, así como en la razón deuda externa sobre activos externos (gráfico VI.6 y tabla VI.4).

^{2/} Proyección agregando los flujos netos de la cuenta financiera a los stocks de la posición de inversión internacional a junio del 2004, que es el último periodo para el cual está disponible.

Gráfico VI.6

Indicadores de solvencia externa
(porcentaje a diciembre de cada año)



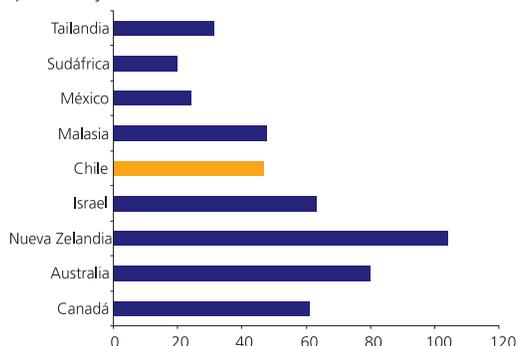
(*) Indicadores a marzo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.7

Comparación internacional de razón deuda externa / PIB (*)

(porcentaje)



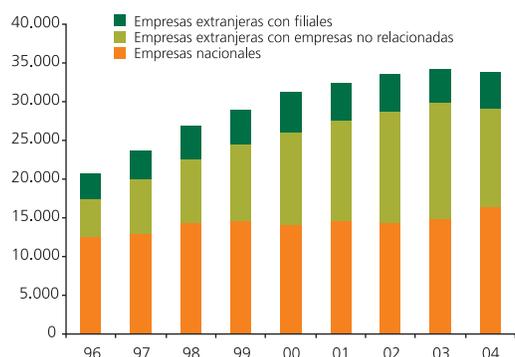
(*) Cifras a diciembre de 2004.

Fuentes:
Banco Mundial.
FMI.
Banco Central de Chile.

Gráfico VI.8

Deuda externa sector privado por país de origen del deudor (*)

(millones de dólares)



(*) Cifras a diciembre de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile.

La comparación internacional, por su parte, muestra que el nivel de deuda externa de Chile se mantiene en un nivel intermedio entre economías con clasificación de riesgo levemente inferior a la nuestra y economías desarrolladas, cuya estructura exportadora, al igual que en el caso de Chile, contempla una significativa participación de las materias primas (gráfico VI.7).

Otros aspectos de la economía que son significativos para la solvencia externa también han evolucionado favorablemente. Por una parte, destaca la alta participación de empresas de propiedad de extranjeros en el total de la deuda externa. Esta alcanzó a US\$17.450 millones en diciembre del 2004, representando el 52% de la deuda externa del sector privado y el 40% de la deuda externa bruta total (gráfico VI.8). Aproximadamente, la cuarta parte de esta deuda está contratada con empresas directamente relacionadas en el extranjero. Cabe destacar que la alta participación de extranjeros y empresas relacionadas en la propiedad de la deuda externa contribuiría a una mayor estabilidad y solvencia externa de la economía, pues las filiales en Chile pueden contar con el respaldo financiero de sus empresas matrices en el exterior para administrar su endeudamiento.

La participación del Gobierno Consolidado en la deuda externa total también ha continuado baja, alcanzando en abril a 10%, mientras que la de los bancos y la de las empresas llegó a 15 y 75%, respectivamente (tabla VI.2). Esta distribución de la deuda externa por agente, con una participación baja del Gobierno Consolidado, es un aspecto que contribuye a la estabilidad financiera externa, pues una parte menor de la deuda externa de la economía sería potencialmente vulnerable a las contingencias presupuestarias del sector fiscal.

Por otra parte, la participación de los contratos de deuda externa de corto plazo ha continuado baja, disminuyendo levemente desde 19% del total en octubre del 2004 a 18% del total en abril último (gráfico VI.9). Esta tendencia, que se ha manifestado más significativamente en el sector bancario, contribuye a la estabilidad financiera, ya que disminuye el riesgo de refinanciamiento de la economía, a la vez que acerca más la duración de los pasivos externos a la duración de los activos externos de la economía^{3/}.

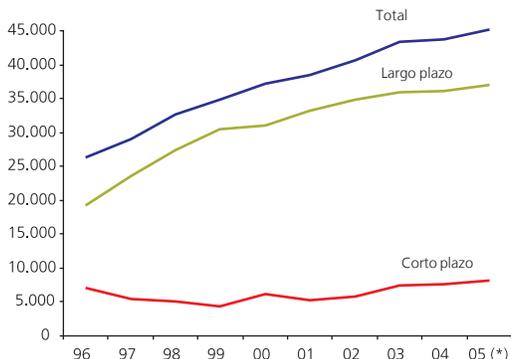
Asimismo, se ha evidenciado un aumento en la participación de la deuda externa contratada a tasa fija. Esta sería aún mayor si a la deuda originalmente contratada a tasa fija se le agregara el efecto neto del creciente uso de contratos *swap* de tasa de interés variable-fija de los últimos años. De este modo, el 55% de la deuda externa vigente se encuentra sujeta a tasa fija, ya sea según la tasa pactada en el contrato original o por operaciones *swap* realizadas con posterioridad (gráfico VI.10). En un ambiente de aumentos esperados en las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, este desarrollo reduce la exposición externa de la economía, estabilizando el servicio de la deuda.

En cuanto al riesgo cambiario asociado a la deuda externa, los análisis muestran que el uso de instrumentos derivados de cobertura ha

^{3/} Cabe señalar que las normas tributarias vigentes, fundamentalmente el impuesto de timbres y estampillas, han inducido a los bancos a que casi la totalidad de los créditos de largo plazo estén contratados originalmente con vencimientos a trece meses.

Gráfico VI.9

Deuda externa por plazo según contrato original (*) (millones de dólares)



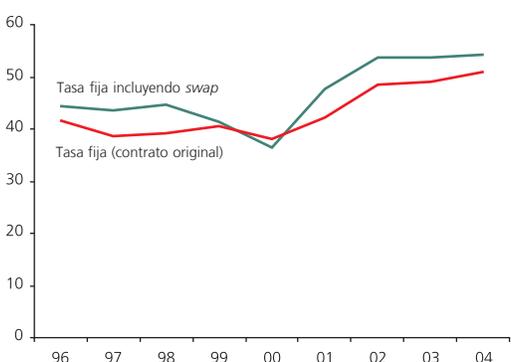
(*) Cifras a diciembre de cada año, excepto el 2005 (abril).

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.10

Deuda externa por condiciones de tasa. Porcentaje a tasa fija (*)

(porcentaje)



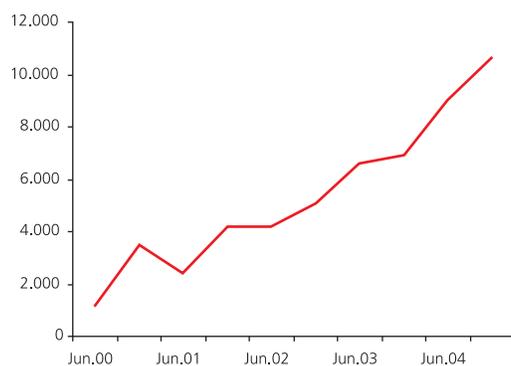
(*) Cifras a diciembre de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.11

Operaciones de derivados sobre moneda con contraparte externa (1) (2)

(millones de dólares)



(1) Incluye operaciones de moneda extranjera contra moneda local.

(2) Montos nominales vigentes.

Fuente: Banco Central de Chile.

experimentado un desarrollo significativo. En particular, se ha evidenciado un mayor uso de *forwards* de moneda con contrapartes no residentes en el último año (gráfico VI.11).

VI.2.2 Indicadores de liquidez externa

La liquidez externa de la economía se ha mantenido en niveles holgados durante los últimos seis meses, lo que se ha reflejado en la evolución que muestran las reservas internacionales del Banco Central de Chile (BCCh) y la deuda externa de corto plazo residual.

Las reservas internacionales aumentaron US\$540 millones aproximadamente en el periodo (gráfico VI.12). No obstante, se espera que este sea un aumento transitorio, como resultado de mayores depósitos de corto plazo que han efectuado las instituciones bancarias con el propósito de constituir reserva técnica.

En un horizonte más largo, se espera una disminución gradual de las reservas internacionales durante el resto del año, de US\$2.400 millones, como consecuencia de la amortización de los bonos emitidos en dólares por el BCCh (BCX). Esta reducción programada de las reservas está basada en la evaluación que se ha hecho del balance entre los beneficios de disponer de un determinado nivel de reservas internacionales y el costo de oportunidad de mantenerlas, que es aproximadamente equivalente al diferencial entre su rendimiento y el costo de financiamiento externo de la economía. En el contexto del actual régimen cambiario y la apertura de la cuenta de capitales, se estima que el nivel de reservas que se alcanzará tras el programa será suficiente para una adecuada posición de liquidez externa de la economía.

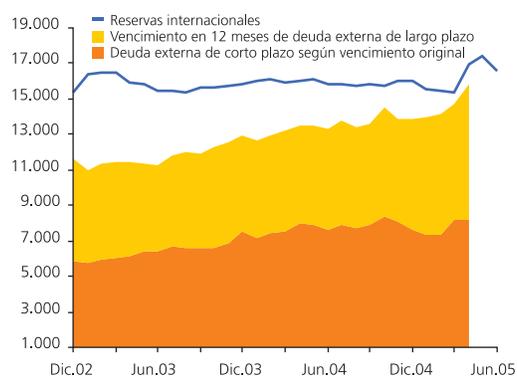
Por otra parte, en abril último la deuda externa de corto plazo residual representó el 35% de la deuda externa total. Respecto de octubre del 2004, ésta registró un aumento de 9,1%, alcanzando un monto de US\$15.870 millones. Esta alza se debió a un mayor endeudamiento de corto plazo de fuentes sensibles a las condiciones de mercado, por un monto de US\$1.390 millones, compensado parcialmente por una disminución de la deuda de fuentes menos sensibles, de US\$64 millones. En cuanto a la composición por sector institucional (gráfico VI.13), bancos y empresas aumentaron sus niveles de deuda externa de corto plazo residual en US\$1.440 millones durante los últimos seis meses. A su vez, los préstamos asociados a la inversión extranjera directa presentaron una leve disminución respecto del *Informe* anterior.

VI.3 Escenarios de riesgo

Los principales riesgos del escenario central de este *Informe* consideran los efectos financieros externos de una posible corrección desordenada de los déficit fiscal y de cuenta corriente en EE.UU., un aumento mayor que lo esperado en las tasas de interés externas y la mantención del precio del petróleo en niveles más altos y por un tiempo más largo que lo proyectado. Estos riesgos podrían implicar un deterioro en las condiciones de acceso a financiamiento externo y variaciones bruscas y significativas en los flujos de financiamiento externo de la economía.

Gráfico VI.12

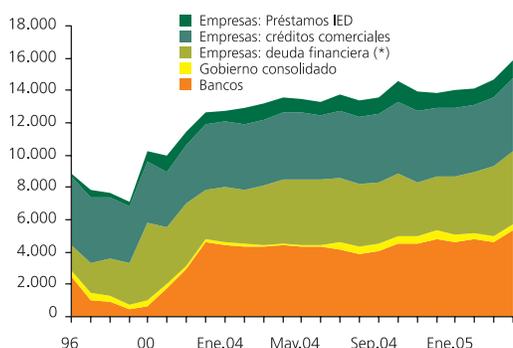
Liquidez externa
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.13

Deuda externa de corto plazo residual, por sector institucional
(millones de dólares)



(*) Deuda financiera excluye créditos comerciales y préstamos vinculados a IED.

Fuente: Banco Central de Chile.

Un aumento mayor que lo esperado en las tasas de interés externas aumentaría el costo de financiamiento externo de la economía, tanto a través de mayores tasas base como de mayores premios por riesgo de la deuda pública y privada. Las estimaciones en este sentido muestran que por cada 100 puntos base de aumento en las tasas de interés, el servicio de la deuda externa aumentaría US\$200 millones aproximadamente. Esto implica que el efecto directo sobre la cuenta financiera de un aumento de 550 puntos base en las tasas de interés sería una mayor salida de capitales de US\$1.000 millones aproximadamente, que se reflejaría en un aumento equivalente en el déficit en cuenta corriente.

El riesgo de fluctuaciones bruscas en los mercados financieros internacionales también podría implicar una disminución brusca y significativa o una reversión de los flujos de financiamiento externo de fuentes más sensibles a las condiciones de mercado. En el hipotético caso de concretarse una reducción a la mitad de los montos de financiamiento externo de fuentes más sensibles en el corto plazo, habría un efecto directo adicional sobre la cuenta financiera de alrededor de US\$4.500 millones. Aproximadamente 53% de este efecto correspondería a la deuda externa de corto plazo residual de los bancos y el 47% restante a los vencimientos de corto plazo de la deuda externa financiera de las empresas (bonos, créditos y préstamos vinculados a fuentes más sensibles). La evaluación de la solvencia y de la liquidez externas de la economía muestra que ésta tiene una capacidad suficiente para administrar los efectos señalados.

La proyección de un elevado superávit en cuenta corriente para este y el próximo año, así como los desarrollos sectoriales y agregados que han llevado a una estabilización del nivel de la deuda externa y a una favorable posición en su composición de plazos, condiciones de tasas de interés, estructura de propiedad y utilización de instrumentos de cobertura de riesgo cambiario y de tasas de interés, hacen prever que las necesidades de financiamiento externo continuarán siendo bajas para este año y el próximo.

Finalmente, el marco de política del BCCh, basado en un objetivo de meta de inflación, flotación del tipo de cambio, apertura de la cuenta de capitales y mantención de un nivel de reservas internacionales suficiente, además de una sólida situación de las cuentas públicas, permitirían a la economía adaptarse a desviaciones muy adversas respecto del escenario central de este Informe.

Recuadro VI.1: **Contraste de los criterios de clasificación de riesgo soberano de la economía chilena**

Recientemente, una agencia clasificadora internacional realizó una mejora en la clasificación de riesgo soberano en moneda extranjera de la deuda externa de largo plazo del Gobierno de Chile, ubicando a la economía chilena en el nivel de clasificación histórico más alto de Latinoamérica^{4/}. No obstante, se observan diferencias entre los criterios aplicados por las agencias al efectuar la clasificación de riesgo soberano de Chile.

En primer término, cabe destacar que la clasificación de riesgo soberano es una evaluación de las posibilidades de que un gobierno deudor no cumpla con sus obligaciones financieras. Su importancia radica en que afecta las condiciones de acceso a los mercados de capitales internacionales, tanto de gobiernos (los emisores más importantes de deuda en estos mercados) como de deudores de la misma nacionalidad.

En el proceso de clasificación del riesgo soberano, ocho variables son citadas habitualmente por las agencias clasificadoras de riesgo: el ingreso per cápita, el crecimiento del producto interno bruto (PIB), la tasa de inflación anual, la deuda externa relativa a exportaciones o PIB, el nivel de desarrollo económico (es decir, si el país es industrializado o no), la historia de incumplimiento de deuda, el déficit del Gobierno Central respecto del PIB y el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB.^{5/} A pesar de que, en general, la clasificación de riesgo soberano de un país efectuada por diferentes agencias coincide, estas variables, especialmente la razón de deuda externa a exportaciones o PIB, parecen tener distinta importancia en los modelos utilizados por cada agencia.

Mientras la ponderación de estos elementos ha significado para Chile una clasificación de “crédito de alta calidad” por parte de *Standard & Poor's* (S&P's) y *Fitch*, *Moody's* ha mantenido constante su evaluación, ubicándola en Baa1 (“crédito de calidad media”) (tabla VI.5). Sin embargo, esta última modificó recientemente las perspectivas de clasificación soberana de nuestro país de “estable” a “positivo” (tablas VI.6 y VI.7).

^{4/} El 28 de marzo *Fitch Ratings* mejoró la clasificación de riesgo soberano de largo plazo en moneda extranjera de Chile desde A- a A.

^{5/} Cantor R. y F. Packer (1996) “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”, *Economic Policy Review*. Los autores conducen un análisis econométrico de los determinantes de las clasificaciones de riesgo soberano asignados por *Moody's Investor Services* y *Standard and Poor's*, encontrando estadísticamente significativos (con un ajuste del 90%) sólo a los seis primeros factores.

Tabla VI.5

Detalle de la clasificación de riesgo soberano de largo plazo en moneda extranjera (última información disponible)

Moody's

Baa1

Crédito de calidad media (ni altamente protegido ni pobremente asegurado). El pago de intereses y principal parecen adecuados en el presente, pero ciertos elementos se consideran ausentes o poco confiables en el tiempo, de modo que estos bonos todavía poseen ciertas características especulativas.

El modificador 1 indica que el crédito está en el nivel más alto de esta categoría genérica.

Fitch, S&P

A

Crédito de alta calidad, con una fuerte capacidad de pago oportuno de las obligaciones financieras. Estos créditos son más susceptibles a efectos adversos de cambios en las condiciones económicas que categorías con mayor clasificación.

Fuente: *Comptroller's handbook, rating credit risk.*

Tabla VI.6

Correspondencia de las escalas de clasificación de riesgo soberano

Grado	Moody's	Fitch S&P
INVERSIÓN		
Máxima calidad	Aaa	AAA
Alta calidad	Aa1	AA+
	Aa2	AA
	Aa3	AA-
Fuerte capacidad de pagos	A1	A+
	A2	A
	A3	A-
Adecuada capacidad de pago	Baa1	BBB+
	Baa2	BBB
	Baa3	BBB-
ESPECULATIVO		
Pago probable, pero persiste incertidumbre	Ba1	BB+
	Ba2	BB
	Ba3	BB-
Obligaciones de alto riesgo	B1	B+
	B2	B
	B3	B-
Dudosa probabilidad de pago	Caa1	CCC+
	Caa2	CCC
	Caa3	CCC-
	Ca	CC
	C	C
Mora o incumplimiento efectivo		D

Fuentes:
Revista Estrategia.
Cantor y Packer (1996).

Las tres principales agencias clasificadoras de riesgo coinciden en la evaluación general de la economía chilena. Entre sus fortalezas destacan una prudente conducción económica, la credibilidad de las políticas fiscales y monetarias, la reducción sostenida de la deuda del Gobierno, la solidez del sistema financiero y las mejoras en las proyecciones de crecimiento.

Entre sus debilidades señalan la reducida base económica del país, el alto nivel de indexación de la deuda pública, reformas insuficientes en los mercados de educación y trabajo, dependencia de las exportaciones de

Tabla VI.7

Chile: Evolución de clasificación de riesgo de deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera

Clasificación	Fecha de ajuste de la clasificación	Outlook
<i>Moody's</i>		
Baa1	25 May. 1999	Estable
Baa1	14 Feb. 2005	Positivo
<i>Fitch</i>		
BBB+	10 Nov. 1994	-
A -	30 Ago. 1995	-
A -	21 Sept. 2000	Estable
A -	02 Feb. 2004	Positivo
A	28 Mar. 2005	Estable
<i>Standard and Poor's</i>		
BBB	12 Jul. 1992	Estable
BBB+	Dic. 1993	Estable
A -	Jul. 1995	Estable
A -	16 Abr. 2002	Positivo
A	14 Ene. 2004	Estable

Fuentes:
Martell (2005).
Fitch, Complete sovereign rating history.

materias primas, un gasto en investigación y desarrollo con baja participación privada y por debajo de países con igual clasificación, el bajo nivel de ingreso per cápita y las desigualdades en la distribución del ingreso.

Asimismo, *Moody's* destaca particularmente el elevado nivel de deuda externa total y privada de nuestro país como un elemento que impide mejorar la clasificación de riesgo, dado que aparece por sobre el promedio del registro sobre PIB de países con clasificación de riesgo similar. Las agencias *S&P's* y *Fitch*, por su parte, si bien mencionan este factor como una debilidad, no lo han considerado un elemento determinante en las evaluaciones que han efectuado.

Cabe destacar que existen una serie de particularidades respecto de la economía chilena y de la composición de la deuda externa, que califican de manera importante el planteamiento que hace *Moody's*, y resulta extraño que dicha agencia no las mencione ni las valore. En primer lugar, más del 50% de la deuda externa privada de Chile está relacionada con empresas de propiedad extranjera y una parte importante de ella ha sido contratada con sus respectivas matrices en el exterior. De acuerdo a ello, esta porción de la deuda externa se asemeja más a inversión extranjera directa, en la medida que se ha constituido como una forma de aporte de capital.

Por otra parte, el nivel y evolución que ha exhibido la deuda externa debe entenderse en el contexto del vigoroso proceso de integración financiera externa que ha caracterizado a la economía chilena durante los últimos años. De esta forma, mayores niveles de deuda externa están en correspondencia con mayores niveles de activos en el exterior que otras economías en su clasificación de riesgo, lo que fortalece su sostenibilidad. En términos comparados, el grado de integración financiera de la economía chilena está muy por sobre el promedio de las economías emergentes con grado de inversión e, incluso, del que presentan algunas economías más desarrolladas^{6/}.

Asimismo, la deuda externa de Chile está mayoritariamente concentrada en el largo plazo^{7/}. En efecto, en términos comparados con otras economías de clasificación de riesgo similar, la participación de la deuda de corto plazo es significativamente inferior. De esta forma, las necesidades de disponer de liquidez son menores, reduciendo en forma significativa los riesgos asociados.

Por último, la deuda externa del Gobierno de Chile, que es de la que, en definitiva, se intenta evaluar su probabilidad de cumplimiento, es una de las más bajas entre las economías emergentes. A abril, el sector gobierno consolidado representaba tan sólo un 10% de la deuda externa total, muy inferior al promedio de las economías emergentes con grado de inversión, que se encuentra en torno a 34%.

^{6/} Ver Jadresic, E.; Lehmann S.; Rojas, A.; Selaive, J. y A. Naudon (2003) "Análisis del Balance Financiero Externo de Chile", Documento de Política Económica N° 7, Septiembre.

^{7/} Según cifras del 2004, la duración de la deuda externa total del país era de 4,7 años, mientras que la del sector privado era de 4,5 años.

Referencias bibliográficas

- b| Banco Central de Chile. “Informe de Política Monetaria.” Varios números.
Banco Central de Chile. “Informe de Estabilidad Financiera.” Varios números.
- d| Dirección de Presupuestos. 2005a. “Deuda del Banco Central a Diciembre de 2004.” Marzo.
Dirección de Presupuestos. 2005b. “Evaluación de la Gestión Financiera del Sector Público en 2004 y Actualización de Proyecciones para 2005.” Junio.
- f| Feller Rate. 2004.
Feller Rate. 2005.
Fondo Monetario Internacional. 2005. “Global Financial Stability Report”. Abril.
- i| Institute of International Finance. 2005. “Growing Challenges for Emerging Market Economies”. Mayo.

Provisiones bancarias y ciclo económico: el caso de Chile

Autor: Alejandro Jara

I. Introducción

Uno de los principales riesgos que enfrenta la industria bancaria es el riesgo de crédito, es decir, el riesgo de que sus deudores pierdan la capacidad de pago (total o parcialmente) de las obligaciones comprometidas. Las pérdidas originadas por la materialización de este riesgo tienen efectos negativos sobre la rentabilidad y el nivel de adecuación de capital de cada institución bancaria. Por otra parte, las provisiones por riesgo de crédito se constituyen, en teoría, con el objeto de cubrir las pérdidas esperadas originadas en la cartera de colocaciones. Por este motivo es importante conocer los factores que explican su evolución al momento de evaluar la estabilidad del sistema bancario^{1/}.

¿Qué factores explican la evolución de las provisiones? De acuerdo con la «visión clásica», en la práctica, las provisiones responden al comportamiento de pago pasado y no al esperado. En ese contexto, se espera que las provisiones tengan un comportamiento contracíclico, dado que la capacidad de pago de los deudores bancarios mejora durante la fase expansiva del ciclo económico. La evidencia empírica internacional al respecto favorece la existencia de esta relación contracíclica de las provisiones. Pain (2003), por ejemplo, muestra que las provisiones por riesgo de crédito en Inglaterra dependen negativamente del crecimiento del producto y positivamente de las tasas de interés reales, lo que es similar a lo presentado por Valckx (2003) para los bancos de la Unión Europea y por Bikker y Metzmakers (2002) para 29 países de la OECD.

Este aparente comportamiento contracíclico de las provisiones podría tener implicancias importantes para la estabilidad de los sistemas financieros, debido a que en

periodos de bajo crecimiento económico la vulnerabilidad de la banca aumenta producto del debilitamiento de la rentabilidad y de la base de capital, como consecuencia del aumento de las provisiones^{2/}.

Alternativamente, Borio et al (2001) postula que el riesgo de crédito se acumula durante periodos de mayor expansión económica, cuando el crédito bancario crece fuertemente. En periodos recesivos, en cambio, la materialización del incumplimiento de pago de ciertos préstamos no necesariamente implica un aumento del riesgo de crédito. En este sentido, aquellos bancos cuya política de provisiones incorpora la evolución futura de los riesgos, deberían mostrar un comportamiento procíclico de las provisiones y, en particular, una alta correlación con el crecimiento del crédito bancario (ver Fernández de Lis (2001) para evidencia empírica al respecto).

Por otra parte, varios autores han enfatizado el rol estabilizador de los ingresos de la política de provisiones (Ahmed et al (1999), Lobo and Yang (2001) y Hasan y Wall (2004)). En ese contexto, si el objetivo es el de estabilizar las fluctuaciones de las utilidades provocadas por el ciclo económico, la banca aumentará sus provisiones en periodos de utilidades altas y las reducirá cuando sean relativamente menores. La evidencia empírica en favor de esta visión es bastante significativa para países industrializados (Greenawalt y Sinkey (1988) y Hasan y Wall (2004)).

Una visión distinta surge a partir de las normas de adecuación de capital de Basilea I. Ellas permiten que las provisiones voluntarias formen parte del patrimonio efectivo hasta el equivalente a 1,25% de los activos ponderados por riesgo.

^{1/} En Chile, la actual normativa sobre provisiones por riesgo de crédito enfatiza la importancia de clasificar la cartera de colocaciones de acuerdo al criterio de pérdidas esperadas, para lo cual permite a los bancos aplicar metodologías propias de clasificación y exige un mayor involucramiento de la alta administración, el directorio y los auditores externos (ver Capítulo 7-10 de la Recopilación Actualizada de Normas de la SBIF). Sin embargo, en la práctica, existen varias restricciones a un sistema de provisiones basado enteramente en pérdidas esperadas, puesto que este tipo de sistema requiere de ajustes permanentes en el nivel de provisiones y, por lo tanto, en el nivel de las tasas de interés cobradas, lo que puede ser difícil de implementar desde el punto de vista legal y contable.

^{2/} Para mitigar este impacto, las instituciones bancarias más expuestas a este riesgo tienden a mantener márgenes de intermediación más elevados y mayores niveles de adecuación de capital que el resto de la industria bancaria.

De este modo, las provisiones voluntarias podrían ayudar a administrar el nivel de adecuación de capital, en particular, en aquellas instituciones cuyos niveles de adecuación de capital fueren relativamente menores. La evidencia empírica al respecto es variada: mientras Ahmed et al (1999) y Lobo y Yang (2001) encuentran evidencia en favor de la teoría de administración del capital, Collins (1995) encuentra lo contrario.

En este artículo se describen las principales características de la evolución de las provisiones bancarias en Chile durante el periodo 1989-2004. El principal énfasis de este análisis está puesto en la relación entre las provisiones y el ciclo económico. Además, se analiza la importancia relativa de distintos factores que ayudan a la determinación de las provisiones bancarias. En línea con lo anterior, se estima un modelo de panel para el gasto en provisiones, con el objeto de evaluar la importancia relativa de factores idiosincráticos o específicos de cada institución en la determinación de las provisiones, así como la importancia de factores comunes o agregados, tales como las fluctuaciones macroeconómicas (crecimiento del PIB, tasas de interés, desempleo). La metodología empleada en este artículo es, en términos generales, similar a la presentada por Pain (2002), Bikker y Metzmakers (2003) y Valckx (2004) y a otros estudios interesados en la construcción de modelos de panel aplicados a la simulación de pruebas de tensión del riesgo de crédito (Kearns (2004)).

II. Evolución de las provisiones bancarias en el periodo 1989-2004

En el periodo 1989-2004, se observó un comportamiento contracíclico tanto del stock como del gasto en provisiones de la banca en Chile. Los gráficos 1 y 2 exhiben la evolución de ambos indicadores como porcentaje de los activos totales y la evolución del crecimiento anual de la economía chilena, la que creció, en promedio, 8%, 2,5% y 4,9% en los periodos 1989-1997, 1998-2002 y 2003-2004, respectivamente. Durante el periodo de mayor expansión económica, el stock y el gasto en provisiones del sistema se redujeron desde un máximo de 2,9% a un mínimo de 1% y desde 1,7 a 0,5%, respectivamente. Lo opuesto ocurrió en el periodo siguiente (1998-2002), cuando ambos indicadores alcanzaron niveles máximos del 2 y 1,5%, respectivamente. Posteriormente, a partir del 2003, se observó una caída sistemática del gasto en provisiones y del stock, precisamente en el periodo en el que la actividad económica comenzó a fortalecerse.

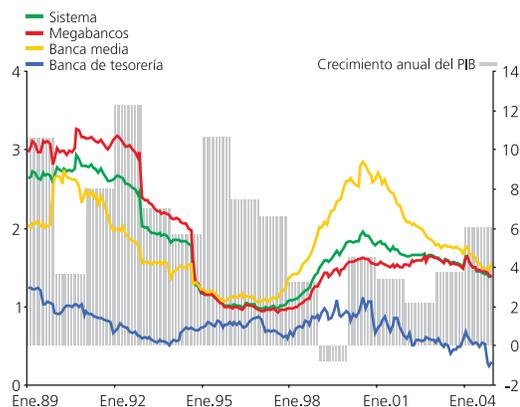
En Chile, la industria bancaria se ha caracterizado por presentar un cierto grado de heterogeneidad en la

determinación de las provisiones. Los megabancos no solo han presentado, en promedio, niveles de provisiones inferiores al promedio exhibido por la banca de tamaño medio, sino que su evolución ha sido más estable durante el periodo de análisis. En particular, la banca media ha incrementado el nivel de provisiones más fuertemente durante los años de menor crecimiento económico. La banca de tesorería, en cambio, ha constituido, en forma sistemática, provisiones por montos sustancialmente inferiores al resto del sistema. Lo anterior se explica, en parte, porque los megabancos se caracterizan por ser una banca multiproducto, cada uno con activos superiores al 10% del sistema. La banca media, en tanto, está compuesta por bancos comerciales de nicho y de multibancos de menor tamaño. La banca de tesorería, por su parte, comprende a instituciones cuya principal labor es la de transar instrumentos financieros y no la actividad crediticia.

En periodos de mayor expansión, sin embargo, se observó un cierto grado de convergencia del stock de provisiones en los distintos grupos de bancos. Mientras este nivel de convergencia se situó en torno al 1% en el periodo previo a 1998, a partir del 2003 estuvo en torno al 1,5%, con la excepción de la banca de tesorería. Lo anterior es consistente con la tendencia decreciente que experimentó la dispersión del stock de provisiones hasta el año 1998^{3/} (gráfico 3). A partir del 2001, esta dispersión tendió a aumentar, probablemente debido a la incorporación de nuevos bancos, cuyo nivel de provisiones difiere significativamente del promedio del sistema^{4/}.

Gráfico 1

Evolución del stock de provisiones (porcentaje de los activos)



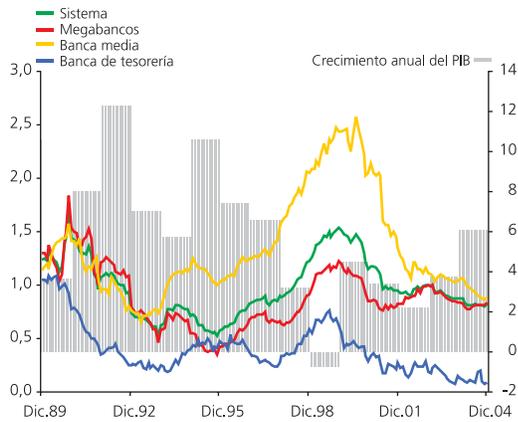
Fuentes:
Elaboración propia en base a información de la SBIF.
Banco Central de Chile.

^{3/} La dispersión se mide a partir de la diferencia entre los percentiles 75 y 25 como porcentaje de la mediana.

^{4/} En el caso de los nuevos bancos de nicho originados a partir de la cartera de colocaciones de casas comerciales, el stock de provisiones es superior al promedio del sistema.

Gráfico 2

Evolución del gasto en provisiones (porcentaje de los activos)



Fuentes:
Elaboración propia en base a información de la SBIF.
Banco Central de Chile.

Gráfico 3

Dispersión de las provisiones (*) (porcentaje de los activos; promedio 12 meses)



(*) Diferencia entre el percentil 75 y 25 dividido por la mediana.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

El significativo ajuste en el nivel de provisiones experimentado por los bancos de tamaño medio en el periodo 1998-2000 se tradujo en un gasto en provisiones promedio mayor que el doble del incurrido por los megabancos en todo el periodo de análisis. La tabla 1 muestra que, en promedio, el gasto en provisiones de la banca media se situó en torno al 1,9% de los activos, superior al 0,8% de los megabancos.

La banca media también presentó un nivel de gasto en provisiones más volátil que el resto del sistema. La desviación

estándar de este indicador en los bancos de tamaño medio superó en más de cinco veces la de los megabancos, mientras que sus niveles máximos de gasto en provisiones alcanzaron niveles incluso superiores al 25% de los activos totales, muy por sobre el máximo de los megabancos de 3,2%.

Tabla 1

Estadísticas descriptivas del gasto en provisiones (porcentaje de los activos; periodo 1989-2004)

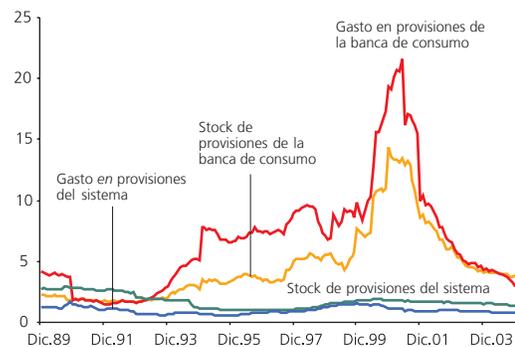
	Prom.	D. Est.	Mín.	Máx.	p25	p50	p75
Megabancos	0,8	0,5	0,0	3,2	0,5	0,7	1,1
Banca media	1,9	2,6	-0,8	25,1	0,6	1,1	1,9
Banca de tesorería	0,5	0,8	-1,0	10,7	0,1	0,3	0,7
Banca de consumo	6,8	4,4	1,5	21,6	3,8	6,7	8,6
Sistema	1,0	0,3	0,5	1,7	0,7	1,0	1,5

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Adicionalmente, dentro de la banca media podemos distinguir a aquellos bancos cuya principal actividad es el otorgamiento de créditos de consumo; a éstos los denominamos «banca de consumo»^{5/}. En este grupo, tanto el gasto como el stock presentaron niveles promedio muy superiores al resto del sistema, lo que refleja el mayor riesgo relativo presente en este segmento del crédito. A su vez, la desaceleración de la actividad económica ocurrida después de 1997 impactó de manera más severa al riesgo de este tipo de bancos. De hecho, en promedio, tanto el gasto como el stock más que duplicaron los niveles registrados antes de esa fecha. El gasto en provisiones superó el 20% de los activos con posterioridad al ajuste económico de 1998, lo que en algunas instituciones de este grupo implicó un aumento de más de tres veces el indicador registrado con anterioridad a esa fecha.

Gráfico 4

Provisiones de la banca de consumo (porcentaje de los activos)



Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

^{5/} Durante el periodo de análisis, la denominada banca de consumo estuvo compuesta por las antiguas financieras y, más recientemente, por los denominados bancos de nicho originados en la cartera de casas comerciales. No se consideran las divisiones de consumo bancarias, por no contar con esa información. En este grupo de bancos, la participación de los créditos de consumo en el total de las colocaciones supera el 75%.

En resumen, el stock y el gasto en provisiones como porcentaje de los activos totales tuvieron un comportamiento contracíclico durante el periodo de análisis. Sin embargo, tanto el nivel como la evolución de ambos indicadores difirieron en cierta medida entre los distintos grupos de bancos. En particular, la banca de consumo mostró mayores niveles, tanto de stock como de gasto de provisiones, que el resto del sistema. Lo anterior se explica, en parte, por el fuerte aumento experimentado por las provisiones de la banca de consumo luego del ajuste económico del 1998. Este aumento se debió, entre otras cosas, al poco conocimiento acumulado a esa fecha sobre el comportamiento de pago del segmento de los créditos de consumo. Lo anterior derivó en una sobreexposición a ese sector, que finalmente se revirtió.

III. ¿Qué factores explican la evolución de las provisiones?

Un análisis estadístico básico sugiere que los factores idiosincráticos son relativamente más relevantes en el caso de la banca media, mientras que los factores comunes (macroeconómicos) lo son para los megabancos. Así lo muestran los coeficientes de variación de las provisiones para ambos grupos de bancos, tanto respecto a la variabilidad entre bancos como a la variabilidad en el tiempo (tabla 2). En ambos indicadores el coeficiente de variación entre bancos es superior en la banca de tamaño medio que en los megabancos. En el caso de los megabancos el coeficiente de variación en el tiempo es superior al coeficiente de variación entre banco; lo opuesto ocurre con la banca media.

Tabla 2

Coefficiente de variación

(porcentaje de los activos; periodo 1989-2004)

	Entre bancos	En el tiempo
Gasto en provisiones		
Megabancos	0,5	0,6
Banca media	1,2	0,7
Stock de provisiones		
Megabancos	0,5	0,5
Banca media	0,8	0,5

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

Una de las variables idiosincráticas que puede explicar la evolución de la política de provisiones es el nivel de utilidades antes de provisiones. Si un banco desea estabilizar sus ingresos, es esperable que el gasto en provisiones se correlacione positivamente con las utilidades^{6/}. Por otra parte, algunos bancos pueden querer utilizar la política de

provisiones para administrar el capital. En este caso, es posible que ellos prefieran retener utilidades antes que aumentar las provisiones voluntarias cuando el nivel de capital es reducido, ya que las provisiones voluntarias forman parte del capital regulatorio en solo una porción de éstas, mientras que la totalidad de la retención de utilidades es considerada como parte del capital básico. En este caso, se espera una correlación positiva entre el índice de adecuación de capital y el gasto en provisiones.

De igual manera, tal como lo enfatiza Borio et al (2001), si la política de provisiones considera los riesgos futuros acumulados durante periodos de mayor expansión crediticia, el gasto en provisiones debería correlacionarse positivamente con alguna variable que represente la expansión de las colocaciones.

Finalmente, la heterogeneidad que se observa en la evolución del gasto en provisiones puede deberse a diferencias en la capacidad de los bancos para monitorear el riesgo de crédito, en cuyo caso, aquellos bancos que cuenten con tecnologías más adecuadas para la evaluación de riesgos, deberían mostrar, en promedio, niveles más bajos de sus provisiones.

Tabla 3

Tabla de correlaciones

Megabancos	gprov	Δpib	u	tipcol	roa (*)	cap	grcol	gao
gprov	1,0							
Δpib	-0,4	1,0						
u	0,3	-0,6	1,0					
tipcol	0,2	-0,2	0,4	1,0				
roa (*)	0,5	-0,1	0,1	0,0	1,0			
iac	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,2	1,0		
grcol	-0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	1,0	
gao	0,2	-0,3	0,4	0,5	-0,5	-0,2	-0,2	1,0

Banca media	gprov	Δpib	u	tipcol	roa	cap	grcol	gao
gprov	1,0							
Δpib	0,0	1,0						
u	0,1	-0,6	1,0					
tipcol	0,2	-0,2	0,4	1,0				
roa (*)	0,9	-0,1	0,1	0,2	1,0			
cap	-0,1	0,1	-0,1	0,1	0,0	1,0		
grcol	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,2	1,0	
gao	0,6	0,0	-0,1	0,0	0,6	0,2	0,2	1,0

(*) Utilidad después de impuestos sobre activos totales, antes de gastos en provisiones.

La tabla 3 muestra las correlaciones entre el gasto en provisiones sobre activos (gprov) y los siguientes factores macroeconómicos: crecimiento anual del PIB (Δpib), el nivel de desempleo (u) y la tasa de colocación en pesos de corto plazo (tipcol). Además, muestra las correlaciones entre las provisiones y factores idiosincráticos tales como: la rentabilidad de los activos, antes del gasto en provisiones

^{6/} En la práctica, ante la expectativa de un empeoramiento del riesgo de crédito, las instituciones bancarias interesadas en estabilizar los ingresos pueden adelantar una ampliación de sus márgenes.

(roa^*) y el índice de adecuación de capital (cap), el crecimiento de las colocaciones ($grcol$) y el gasto de apoyo operacional como porcentaje de los activos (gao) como *proxy* del nivel de eficiencia, y por lo tanto, de la capacidad para monitorear el riesgo de crédito. Las correlaciones son presentadas tanto para los megabancos como para la banca media.

En términos generales, los signos de estas correlaciones son consistentes con lo esperado. En el caso de los megabancos, se corrobora el mayor impacto que produce la evolución del ciclo (crecimiento del PIB y tasas de desempleo) sobre las provisiones. La tasa de interés y el nivel de capital, se correlaciona débilmente con la evolución del gasto en provisiones en ambos grupos de bancos.

La correlación positiva del gasto en provisiones y la rentabilidad de los activos, antes de provisiones, refleja que las instituciones bancarias tienden a aumentar el gasto en provisiones cuando el nivel de utilidades es elevado, reflejando la utilización de la política de provisiones como estabilizador del ingreso.

IV. Un modelo de provisiones bancarias

A continuación se presentan los principales resultados de las estimaciones realizadas a partir de un modelo de gasto en provisiones bancarias. Dado que el principal objetivo de estas estimaciones es el de medir la significancia que tienen los cambios en los ciclos económicos en la determinación de las provisiones, controlando por la heterogeneidad observada al interior de la industria, el modelo propuesto considera variables macroeconómicas y variables idiosincráticas a cada institución bancaria. Las primeras son comunes a cada institución bancaria, pero varían en el tiempo, mientras que las segundas varían entre bancos y en el tiempo. Las variables idiosincráticas nos permiten controlar por eventuales diferencias en el manejo individual de las provisiones, las que surgen, por ejemplo, si el objetivo es el de estabilizar los ingresos o el de fortalecer el nivel de adecuación de capital.

La evidencia de la sección anterior mostró que existen importantes diferencias entre el comportamiento de las provisiones de los distintos tipos de instituciones bancarias, lo que es capturado por la importancia relativa de las colocaciones de consumo, por la eficiencia, como *proxy* de la capacidad de monitoreo del riesgo de crédito, por la rentabilidad y por el nivel de capital. En consecuencia, el modelo a ser estimado es el siguiente:

$$gprov_{i,t} = prov_t - prov_{t-4} = f(\Delta pib_{t-j}, i_{t-j}, u_{t-j}, (col/act)_{i,t-j}, roa_{i,t-j}, \Delta col_{i,t-j}, gao_{i,t-j}, cap_{i,t-j}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

donde $gprov$, corresponde al gasto en provisiones como porcentaje de los activos totales. El primer conjunto de variables explicativas capturan el efecto «macro», a través del crecimiento anual del PIB real (Δpib), la tasa de interés promedio de colocaciones de corto plazo ($tipcol$) y la tasas de desempleo (u). El segundo conjunto de variables explicativas considera la participación de las colocaciones de consumo en el portafolio total de colocaciones ($col.cons/act$), la rentabilidad antes de provisiones (roa^*), el crecimiento anual de las colocaciones reales ($grcol$), los gastos de apoyo operacional como porcentaje de los activos (gao) y el nivel de adecuación de capital (cap). Finalmente, se incluye el nivel rezagado del stock de provisiones como porcentaje de los activos, con el objeto de controlar por las condiciones iniciales en el nivel de provisiones ($prov$). La estrategia de estimación fue la de partir con una especificación lo más general posible, tanto en términos de las variables consideradas como del número de rezagos (j), para luego buscar una forma más parsimoniosa.

De confirmarse la contraciclicidad de las provisiones, el coeficiente que acompaña al crecimiento del pib debiera ser negativo. Mientras, un coeficiente positivo asociado a la rentabilidad mostraría evidencia a favor de la teoría de estabilización del ingreso.

Las estimaciones de este modelo fueron realizadas sobre la base de información trimestral para el periodo 1989–2004. En las estimaciones se incluyeron a los bancos cuya principal actividad es la de otorgar créditos y se excluyeron los de tesorería. Con lo anterior, se formó un panel desbalanceado de 796 observaciones para 16 instituciones bancarias^{7/}. El modelo fue estimado utilizando efectos fijos con el objeto de capturar características no observadas de cada banco. La tabla 4 muestra una de las especificaciones para la estimación de la ecuación de

Tabla 4

Coeficiente de variación
(porcentaje de los activos; periodo 1989-2004)

variables explicativas	coeficiente	t	p-value
Δpib (-4)	-0,044	-3,6	0,0
$u^*(col.cons/act.)$	0,001	3,7	0,0
$roa^*(-4)$	0,287	13,4	0,0
$prov$ (-4)	0,514	16,7	0,0
constante	-0,362	-2,8	0,0
Número de observaciones	796		
Número de grupos	16		
R^2 within	0,4757		
R^2 between	0,8831		
R^2 overall	0,7611		

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SBIF.

^{7/} Para efectos de estas estimaciones, las fusiones y adquisiciones de bancos de similar tamaño dan origen a un nuevo banco. En caso contrario, se mantuvo la base sin modificación.

provisiones (1). Las principales conclusiones de estas estimaciones son las siguientes:

1. El gasto en provisiones es contracíclico. Una caída en el crecimiento del PIB aumenta el gasto en provisiones en algo más de 4% de los activos; es decir, una caída en el crecimiento del PIB de 1% aumenta el gasto en provisiones desde 1 a 1,04%. El grado de contraciclicidad de las provisiones en Chile es similar al encontrado en varios estudios para otros países; los que, en promedio, fluctúan entre 5 y 15%^{8/}.
2. La tasa de desempleo resulta significativa cuando es considerada de manera contemporánea y en forma simultánea con la participación de las colocaciones de consumo en el total de colocaciones ($u*(col.cons/act)$). El coeficiente asociado a esta variable es, sin embargo, bastante pequeño (0.001).
3. La expansión de las colocaciones no resulta significativa en la determinación de las provisiones. Lo anterior reafirma la hipótesis de que la política de provisiones en Chile se basa en el comportamiento pasado de pago y no en los eventuales riesgos futuros.
4. El nivel de utilidades explica la evolución de las provisiones. El mayor impacto se da con rezagos de un año, lo que implica que los márgenes aumentan con anterioridad a un aumento del gasto en provisiones.
5. El nivel de adecuación de capital no resultó significativo. Esto implica que no existe evidencia de la utilización de la política de provisiones con el objeto de administrar el nivel de adecuación de capital^{9/}.
6. El nivel de las tasas de interés aparece significativo, pero inestable a las distintas especificaciones utilizadas^{10/}.

V. Conclusiones

La evolución de las provisiones impacta directamente la rentabilidad y la solidez patrimonial de la industria bancaria. Destaca la fuerte correlación negativa que existe entre las provisiones bancarias y el crecimiento económico consistente con la visión clásica de las provisiones, esto es, que en periodos de menor crecimiento económico, el empeoramiento de las condiciones financieras de los deudores bancarios se ve reflejado en aumentos en el gasto en provisiones. Tal como lo enfatiza Borio et al (2001), este comportamiento contracíclico de las provisiones bancarias tiende a exacerbar los ciclos económicos, lo que puede llegar

a constituirse en un factor de inestabilidad financiera durante periodos de menor crecimiento económico. Sin embargo, en la medida que la banca anticipe las pérdidas futuras por riesgo de crédito provocadas por cambios en los ciclos económicos, este factor de inestabilidad se mantendrá acotado. De cualquier modo, si los ciclos económicos son inesperados o aleatorios, la vulnerabilidad de los bancos puede aumentar ante la eventualidad de una desaceleración abrupta de la actividad económica. Con todo, el impacto final que tengan las provisiones sobre la estabilidad financiera dependerá de la suficiencia en el nivel de utilidades bancarias y de adecuación de capital para enfrentar dicho riesgo.

Referencias

- Ahmed, Anwer S., Carolyn Takeda, Shawn Thomas (1999), "Bank loan loss provisions: a reexamination of capital management, earnings management and signaling effects", *Journal of Accounting and Economics* 28, 1-25.
- Banco Central Europeo (2002), "Cyclicality of EU banks' loan-loss provisions: evidence and implications", Comité de Supervisión Bancaria, Enero.
- Bikker, Jaap A. and H. Hu (2002), "Cyclical patterns in profits, provisioning and lending of banks", DNB Staff Report No. 86, De Nederlandsche Bank.
- Bikker, Jacob and Paul Metzmakers (2003). "Bank provisioning behaviour and procyclicality". DNB Staff Reports, De Nederlandsche Bank.
- Borio, C. Furfine, C. and Lowe, P. (2001), "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", BIS Papers No. 1, "Marrying the macro- and micro prudential dimensions of financial stability".
- Cavallo, M. and Majnoni, G. (2001), "Do banks provision for bad loans in good time? Empirical evidence and policy implications", Banco Mundial, Working Paper No. 2619, Junio.
- Collins, J.H., D.A. Shackelford and J.M. Wahlen, (1995) "Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings, and Taxes" *Journal of Accounting Research*, 33, Autumn, 263-291.
- Fernandez de Lis, S. Martinez Pages, J. and Saurina, J. (2001), "Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain", BIS Papers No. 1, "Marrying the macro- and micro prudential dimensions of financial stability".
- Greenawalt, Mary Brady and Joseph F. Jr. Sinkey (1988), "Bank loan loss provisions and the income smoothing hypothesis: an empirical analysis, 1976-1984", *Journal of Financial Services Research* 1 (4), 301-318.

^{8/} Valckx (2003) estima que la caída de un punto porcentual en el crecimiento del PIB aumenta entre 5 a 15% el nivel de las provisiones como porcentaje de las colocaciones, mientras que Pain (2003) y Hoggard y Pain (2002) estiman que este impacto es de aproximadamente 7%, similar al 7,9% estimado por Fernández de Lis et al (2001).

^{9/} A futuro, mayor precisión puede ser necesaria al momento de cuantificar este efecto, dado que en la legislación chilena, los requerimientos de capital pueden diferir entre bancos, particularmente en aquellos de importancia sistémica.

^{10/} Para capturar el efecto acumulado de alzas de las tasas de interés se creó una variable equivalente a la media móvil anual de las tasas de interés activas de corto plazo.

- Hasan, Iftekhar and Larry D. Wall (2004), "Determinants of the Loan Loss Allowance: Some Cross- Country Comparisons", *Financial Review*, 39 (1), 129-152.
- Hoggart, Glenn, Darren Pain (2002), "Bank provisioning: the UK experience", *Financial Stability Review*, Junio, 116-127.
- Kearns, Allan (2004), "Loan Losses and the Macroeconomy: A Framework for Stress Testing Credit Institutions Financial Well Being", CBFSAI, Financial Stability Report.
- Kim, Myung-Sun and William Cross (1998), "The impact of the 1989 change in bank capital standards on loan loss provisions and loan write-offs", *Journal of Accounting and Economics* 25 (1), 69-99.
- Laeven, L. and Majnoni, G. (2002), "Loan loss provisioning and economic slowdowns: too much, too late?", Banco Mundial, Working Paper No. 2749.
- Lobo, Gerald J. and Dong-HoonYang (2001), Bank managers' heterogeneous decisions on discretionary loan loss provisions, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 16(3), 223-250.
- Pain, Darren (2003), "The provisioning experience of major UK banks: a small panel investigation", Bank of England, Working Paper No. 177.
- Shrieves, Ronald E. and Drew Dahl (2003), "Discretionary accounting and the behavior of Japanese banks under Financial duress", *Journal of Banking and Finance* 27, 1219-1243.
- Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. "Provisiones por riesgo de crédito", capítulo 7-10 de la Recopilación actualizada de normas.
- Valckx, Nico (2004). "What determines loan loss provisioning in the EU?". Working paper, European Central Bank.

Indicadores de deuda y carga financiera de los hogares en Chile: metodología y comparación internacional

Autores: Rodrigo Cifuentes y Paulo Cox

El crédito a los hogares en Chile representa una fracción importante de la cartera de crédito de la banca y de otros intermediarios financieros. En la actualidad, las colocaciones de vivienda y consumo llegan a un 30% de las colocaciones de los bancos, mostrando una tendencia creciente en el tiempo. En 1995, por ejemplo, esta participación era de 21%. Esta tendencia parece natural a medida que otros mercados financieros se desarrollan y permiten a otros clientes (empresas) financiarse sin recurrir a los bancos. La evidencia de países desarrollados así parece indicarlo, donde los créditos a las familias representan alrededor de 50% de las colocaciones de la banca. Este desarrollo indica que el monitoreo de la capacidad de las familias para hacer frente a sus obligaciones financieras se transformará progresivamente en un factor de mayor importancia para la evaluación de riesgos de la banca.

En este artículo se presentan dos indicadores construidos en el Banco Central de Chile para dicho propósito: la razón deuda sobre ingreso y la razón carga financiera sobre ingreso de los hogares en Chile. Estos son usados por un número de bancos centrales de países desarrollados para análisis tanto de estabilidad macro como de estabilidad financiera. En la primera sección se presentan los indicadores y distintas aproximaciones posibles para su construcción. La segunda sección describe la metodología y propiedades de los indicadores construidos, mientras que la tercera analiza los resultados y los compara con los de otros países. Una sección final resume los principales mensajes del artículo.

1. Indicadores de riesgo de los hogares

Los indicadores que se utilizan para evaluar los riesgos para la estabilidad financiera provenientes de los hogares deberían darnos una idea del riesgo de que estos no cumplan con sus obligaciones financieras. Este riesgo será función de tres factores: lo adeudado, lo que se debe pagar como servicio de esta deuda en un período de tiempo determinado, y la disponibilidad de recursos para ello. Una evaluación precisa de la probabilidad de pago de los deudores relacionaría estos factores al nivel de cada deudor. Esta información normalmente se obtiene a través de encuestas, las que no

están disponibles por el momento para Chile. No obstante, aún cuando esta información existiera, el análisis de la información de deuda e ingreso puede entregar una visión valiosa del desarrollo de los riesgos del sector aún cuando no haya un vínculo uno a uno entre ellos, como se muestra en este artículo.

Los tres factores mencionados se resumen en dos indicadores. Uno considera el monto de deuda de las familias sobre el ingreso disponible de los hogares (RDI), mientras que el segundo mide la carga financiera sobre el ingreso (RCI). La carga financiera es el flujo de pagos (principal e intereses) que genera un monto adeudado sobre un cierto período de tiempo. La comparación con el ingreso pretende mostrar los flujos de que disponen los hogares para hacer frente a sus obligaciones. Esta medida es parcial, ya que no considera otras fuentes de recursos con que cuentan, como activos y riqueza en general. Sin embargo, la incorporación de estas variables en una medida agregada introduciría sesgos en la dirección opuesta a la deseada desde un punto de vista prudencial, ya que la correlación entre tenencia de activos y tenencia de deuda es esperable que sea negativa en la población.

Cabe señalar que ambos indicadores son necesarios para el análisis, ya que ninguno de los dos resume toda la información relevante por sí sólo. Para evaluar los riesgos asociados a un cierto nivel de endeudamiento (RDI) es necesario conocer el impacto que este tiene sobre el presupuesto de los deudores. Éste es influido tanto por el monto de deuda como por la tasa y el plazo a la que están contratados. Esta información la resume la RCI. La RDI, por otra parte, nos da una visión de más largo plazo, mostrando el total de deuda que deben servir los hogares en el futuro. Nos indica, por ejemplo, las holguras del sector para captar más recursos vía deuda. Esto incide en la evaluación que se haga de un cierto nivel de RCI.

Respecto de la forma de medir la carga financiera, hay tres caminos posibles. Recordemos que lo que queremos es medir el pago de principal e intereses sobre un cierto período. Una primera forma de hacerlo es a partir de los estados financieros de los emisores de crédito, que informen intereses y principal

pagados. Esta aproximación tiene dos problemas. Uno es que mira lo que efectivamente se pagó y no lo que se debió haber pagado. La diferencia es principal e intereses que los deudores no pudieron pagar. La medida deseada es lo que se debe pagar en cada período, ya que esto indica la verdadera carga sobre el presupuesto de los hogares. En segundo lugar, esta medida se refiere a un período pasado, cuando lo que nos interesa es la carga financiera que se espera para el futuro^{1/}.

Una segunda forma de medición es construir la carga financiera esperada para el período siguiente a partir del monto adeudado y de información de plazo y tasa a la que está pactado ese monto. La forma en que se hace este cálculo se explica en este artículo. De los países desarrollados que publican información de carga financiera, EE.UU. es el único que sigue este camino. Esta forma supera los problemas de la anterior, en tanto mira hacia delante y mide la carga financiera que se debe pagar. La dificultad reside en obtener información lo más detallada posible de plazos y tasas por crédito. Por último, una tercera forma es a través de encuestas. Estas poseen una gran ventaja en tanto permite vincular la deuda, carga e ingreso al nivel de cada deudor. Permite además, tener información tanto de la carga financiera en el pasado como la esperada para los próximos períodos^{2/}.

2. Cálculo de los indicadores

Para el caso chileno, la construcción de la RDI es simple dado que existe información de montos de crédito otorgados de parte de los principales emisores de crédito. En general se trata de información de balance y pública. Los emisores considerados y las fuentes específicas se detallan más adelante.

Para calcular la RCI, se parte del total de deuda y se estiman los flujos de pagos de principal e intereses que esta genera. Para esto se deben incluir algunos supuestos. Uno es que todos los créditos se pagan a través de cuotas fijas en el tiempo. Este no es un supuesto fuerte dado que en la práctica esta es la forma de pago que tienen la mayoría de los créditos considerados en Chile. El saldo de capital de un crédito individual «representativo» debe ser igual al valor presente de todas las cuotas que le faltan por pagar al deudor, lo que, para el caso de cuotas fijas, puede representarse de la siguiente forma:

$$D_t = \bar{C} \sum_{i=t}^T \frac{1}{(1+r)^{i-t}} \quad (1)$$

Donde D_t es el saldo de capital en el momento t , T es el plazo original del crédito y r la tasa de interés, que se supone fija a lo largo del crédito. \bar{C} es el valor de la cuota, que no cambia en el tiempo. La sumatoria del lado derecho de la ecuación tiene solución conocida y por lo tanto podemos despejar el valor de la cuota. Así, ordenando los términos, se puede obtener la siguiente representación para la cuota:

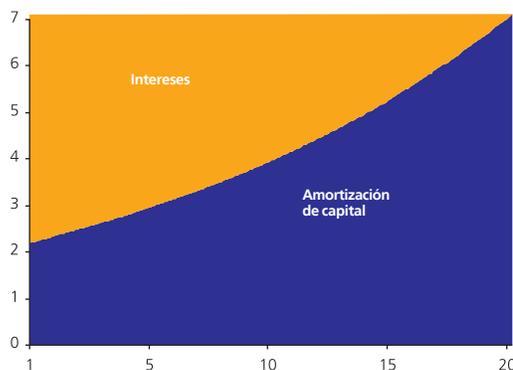
$$\bar{C} = \frac{D_t r}{1 - (1+r)^{-m}} \quad (2)$$

donde hemos definido $m = T - t$, igual al plazo residual del crédito en t .

De esta forma, podemos calcular la carga financiera a partir del saldo de deuda vigente, la tasa de interés y el plazo residual de este saldo. Una de las propiedades de esta forma de pago, es que las primeras cuotas tienen un mayor componente de pago de interés. Luego, a medida que el crédito se acerca a su vencimiento la proporción de la cuota destinada a amortizar el saldo capital va aumentando, al mismo tiempo que el componente de pago de interés va disminuyendo (gráfico 1).

Gráfico 1

Forma de pago de crédito a cuotas mensuales fijas: descomposición entre pago de interés y amortización del capital (*)
(pago mensual del crédito; años)



(*) Para un crédito por monto de 1000 unidades, a 20 años y una tasa de 6%.

Para el cálculo de la RCI calculamos separadamente la cuota o carga financiera asociada a cada tipo de crédito según la ecuación (2), a excepción de deuda por sobregiros bancarios, de la cual sólo incluimos el pago de interés. La lógica de esto es que estos no tienen un plazo definido de pago, es decir, los deudores no tienen obligación de pagarla en un período específico. Por otra parte, el pago de los intereses es el que mantiene el saldo de deuda constante en el tiempo. Para los otros créditos, la información de tasas y plazos residuales

^{1/} Más aún, en el caso de la mayoría de los países europeos que construyen este indicador estos sólo incluyen el pago de intereses.

^{2/} Es el caso de la encuesta de tipo panel a hogares (European Community Household Panel, ECHP) realizada de forma paralela en varios países de Europa.

se obtiene de información del sistema bancario, principalmente. Esto se detalla más adelante.

Otro supuesto importante en el cálculo de la RCI es que los créditos que expiran dentro del horizonte de tiempo considerado para hacer la medición de los flujos de servicio de deuda y de ingreso (anual en este caso), no se renuevan. Es importante notar que, dado este supuesto, el nivel de RCI no es independiente del horizonte de tiempo escogido para calcularla^{3/}. Por último, cabe señalar que cuando se trata de créditos expresados en unidades reajustables (UF), una vez determinada la carga financiera se amplifica por la evolución esperada de dicha unidad reajutable en el periodo de análisis.

La representación formal de la carga financiera obtenida en (2) nos permite analizar el efecto que tienen cambios en las tasas de interés y en los plazos residuales. Expresando (2) en tiempo continuo tenemos:

$$CF = \frac{Dre^{rm}}{e^{rm}-1} \quad (3)$$

De (3) es sencillo demostrar que la elasticidad de la carga financiera ante cambios en la tasa de interés es igual a:

$$\varepsilon_{\Delta CF, \Delta r} = 1 - \left(\frac{mr}{e^{rm}-1} \right) \quad (4)$$

que está acotada entre 0 y 1 y es decreciente en la vejez del crédito, a medida que el pago de interés va teniendo menor participación en el valor de la cuota. Del mismo modo, la elasticidad de la carga financiera ante cambios en el plazo residual promedio puede representarse como:

$$\varepsilon_{\Delta CF, \Delta m} = - \left(\frac{mr}{e^{rm}-1} \right) \quad (5)$$

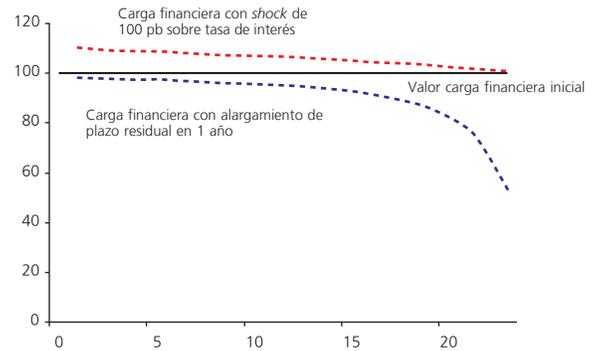
Como es natural, el alargamiento del plazo del crédito, manteniendo la tasa de interés constante, disminuye el valor de la cuota. Esta disminución es creciente en la vejez del crédito.

El gráfico 2 muestra la sensibilidad de la carga financiera a cambios en la tasa de interés y plazo de los créditos. Suponemos un crédito individual a 25 años plazo y tasa de 5%, y de monto tal que genera una cuota o carga financiera anual fija de 100 unidades. Si la tasa varía en 100 puntos base en distintos momentos de la vida del crédito, la carga financiera aumenta en distintos montos. Al inicio del crédito, por ejemplo, la cuota aumenta en cerca de 10%, mientras que hacia el final el efecto de un aumento en la tasa de interés del crédito sobre la cuota es cercano a 1%. Del mismo modo, el impacto de cambios en el plazo residual varía dependiendo del plazo residual, si bien

esta vez de manera no lineal. Un aumento de un año en el plazo reduce la carga financiera del crédito, y el efecto es creciente en la madurez del crédito. Mientras que los primeros años alargar el crédito en un año más reduce la carga financiera en menos de 3%, hacia el final el efecto puede llegar al 50%, a medida que el cambio en el plazo residual es proporcionalmente mayor comparado con el plazo residual respectivo.

Gráfico 2

Aumentos en la tasa de interés y alargamiento de plazos residuales: impacto sobre la carga financiera (*)
(pago anual; años)



(*) Para un crédito individual de 25 años plazo y a una tasa de interés de 5%.

A continuación se presentan las fuentes de información para las distintas variables necesarias para el cálculo de los indicadores.

Stock de deuda

Los emisores de crédito considerados para la estimación de ambos indicadores incluyen a las instituciones bancarias, que otorgan créditos hipotecarios y de consumo; las casas comerciales, cajas de compensación, cooperativas de ahorro y crédito y compañías de seguro de vida que otorgan créditos de consumo; financieras automotrices no bancarias que otorgan créditos automotrices; créditos universitarios bancarios o emitidos por el sistema universitario; administradoras de mutuos hipotecarios endosables que emiten mutuos endosables no bancarios que mantienen las compañías aseguradoras; y, finalmente, las carteras de crédito, tanto de consumo como hipotecario, que han sido securitizadas y que aparecen en los patrimonios separados de las compañías securitizadoras. Esta información proviene de distintas fuentes (tabla 1).

Plazos

La información sobre plazo residual de los créditos vigentes sólo está disponible para créditos bancarios. Para el resto de los

^{3/} A modo de ejemplo, si la RCI trimestral de un crédito con plazo residual igual a un trimestre es de 100%, la RCI medida en base anual sería de 25%.

componentes de la deuda se asumen plazos residuales basados en la información obtenida para el sistema bancario, cuando las características de los créditos muestran ser similares, o la mitad del plazo contractual en el que los emisores presentan la información en caso contrario. Para los créditos de cooperativas de crédito y ahorro y de las cajas de compensación, por ejemplo, asumimos un plazo residual

Tabla 1

Fuentes de información de los distintos componentes de la deuda de los hogares

Tipo de deuda	Fuente	Emisor
Consumo bancario	SBIF	Sistema bancario
Hipotecarios bancario	SBIF	Sistema bancario
Leasing habitacional	SBIF	Sistema bancario
Consumo casas comerciales	SVS, FECU	Casas comerciales
Consumo CCAF	SuSeSo (1)	CCAF
Consumo cooperativas	SBIF	Cooperativas (2)
MHE aseguradoras (3)	SVS	Aseguradoras
Consumo aseguradoras	SVS	Aseguradoras
MHE y CLH (4)	SVS	Agencia Securitizadora
Universitaria	SVS	Agencia Securitizadora
Casas comerciales	SVS	Agencia Securitizadora
Automotriz no bancaria (5)	SVS	Agencia Securitizadora
Automotriz no bancaria (6)	SVS, FECU	Financieras automotrices

(1) SuSeSo: Superintendencia de Seguridad Social.

(2) Estimación a partir de balances de cooperativas COOPEUCH y COCRETAL.

(3) Mutuos hipotecarios endosables emitidos por agencias aseguradoras.

(4) Mutuos hipotecarios endosables (MHE) y contratos de *leasing* habitacional (CLH) securitizados, originalmente emitidos por el sistema bancario.

(5) Estimación a partir de deuda securitizada de financiera FORUM.

(6) Estimación a partir de balance de financiera FORUM.

Tabla 2

Plazos residuales promedios para cálculo de la carga financiera

Tipo de deuda	% (1)	Plazo (años)
Deuda de más de 1 año	86	
Hipotecaria bancaria	45,5	15
MHE y CLH (2)	2,60	15
MHE aseguradoras (3)	6,26	15
Consumo bancaria	18,43	3,8
Consumo casas comerciales	0,77	1,5
Consumo CCAF	3,84	3
Consumo cooperativas de ahorro y crédito	2,13	3
Consumo aseguradoras	0,08	3
Automotriz no bancaria	1,99	4,4
Universitaria	4,5	n.a
Deuda de menos de 1 año	14	
Consumo bancaria	4,32	0,50
Sobregiros bancarios	3,25	n.a
Consumo casas comerciales (< 90 días)	3,98	0,13
Consumo casas comerciales (entre 90 días y 1 año)	1,70	0,63
Consumo casas comerciales securitizada	0,70	0,63

(1) Porcentaje respecto al total a diciembre de 2004.

(2) Mutuos hipotecarios endosables (MHE) y contratos de leasing habitacional (CLH) securitizados, originalmente emitidos por el sistema bancario.

(3) Mutuos hipotecarios endosables emitidos por agencias aseguradoras administradoras de mutuos hipotecarios endosables y adquiridos por compañías.

Fuentes:

SBIF.

SVS.

SuSeSo.

igual al que tienen los créditos de consumo bancario de más de un año. Para los créditos de casas comerciales, en cambio, asumimos plazos residuales de 45 días para los créditos que se clasifican como de menos de 90 días, un trimestre y medio para créditos clasificados entre 90 días y 1 año y de un año y medio para aquellos créditos clasificados como colocaciones de más de un año plazo (tabla 2).

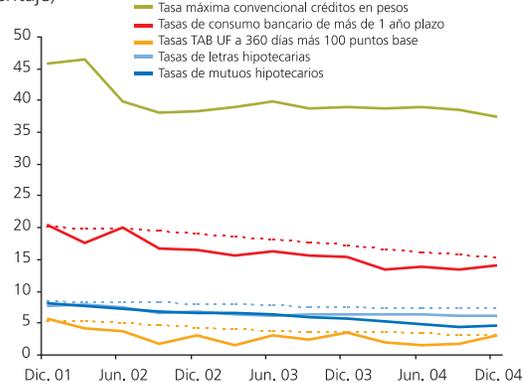
Tasas de interés

La información requerida es la tasa de interés promedio del saldo vigente de deuda. La información disponible se refiere a las tasas de los nuevos créditos otorgados en un cierto período (tasas marginales), para los que se conoce también el monto. Esta información está disponible para operaciones bancarias, por separado para créditos hipotecarios y de consumo. A partir de esta información estimamos una tasa para el promedio del saldo vigente ponderando las tasas marginales pasadas, donde los ponderadores representan el saldo de deuda vigente hoy que fue emitida en los distintos períodos pasados. No obstante, para saber esto último es necesario conocer la distribución de los plazos a la que fueron otorgados los créditos en cada período, de manera de saber cuánto sigue vigente hoy. Esta información no está disponible, pero se puede obtener una aproximación razonable a través de un ejercicio de calibración. Este consiste en buscar la distribución de plazos a la que fueron emitidos los créditos en cada período pasado, de manera que el paso del tiempo implique una madurez en el stock vigente de deuda hoy igual a la observada^{4/}. Esta última información si está disponible. Los ponderadores obtenidos dan más peso a las tasas recientes que usar una distribución exponencial. El gráfico 3 muestra las tasas marginales y del stock obtenidas con este método.

Gráfico 3

Tasas de interés anual promedio de nuevas colocaciones y de stock de deuda, según tipo de crédito (*)

(porcentaje)



(*) Tasas marginales en línea continua, tasas de stock en línea punteada.

^{4/} Como sólo hay una restricción, sólo podemos obtener un parámetro, por lo que debemos simplificar los supuestos de la distribución de plazos de emisión en cada período. Suponemos que en cada período los plazos de los créditos que se emiten tienen una distribución uniforme. Además, el plazo máximo de emisión es el mismo para todos los períodos.

Ingreso disponible de los hogares

El ingreso disponible utilizado corresponde a la suma de los últimos cuatro trimestres de la trimestralización de la serie de ingreso disponible de los hogares (neto de subsidios en especie) publicados anualmente por CC.NN en las Cuentas Económicas Integradas. Para trimestralizar las cifras anuales se usa la serie trimestral del ingreso privado disponible nominal estimada por el Banco Central de Chile.

3. Resultados y comparación internacional

En esta sección presentamos la medida de deuda y carga financiera para Chile. Ambos indicadores, RDI y RCI, se construyen considerando todos los tipos de deuda de los hogares. Para la interpretación y análisis de los indicadores, sin embargo, es importante distinguir entre distintos tipos de deuda. Una agrupación mínima consideraría tres categorías: hipotecaria, de consumo de menos de un año plazo y de consumo de más de un año plazo. La distinción entre deuda hipotecaria y de consumo tiene sentido dada la garantía de la primera, que implica un menor riesgo para el emisor. La distinción entre consumo de más y menos de un año se justifica tanto por su naturaleza como porque sus características de riesgo son distintas. En particular, el endeudamiento de menos de un año puede estar influido por el uso de tarjetas de crédito como medio de pago. Respecto de las diferencias en sus características de riesgo, la deuda corta es, por ejemplo, menos vulnerable a cambios en el entorno macro, dado que los emisores pueden ajustar su exposición a cambios previsible en este^{5/}. Esto no implica que uno u otro tipo de deuda sea más o menos riesgoso en general, si no sólo que tienen distintos grados de exposición a distintos riesgos.

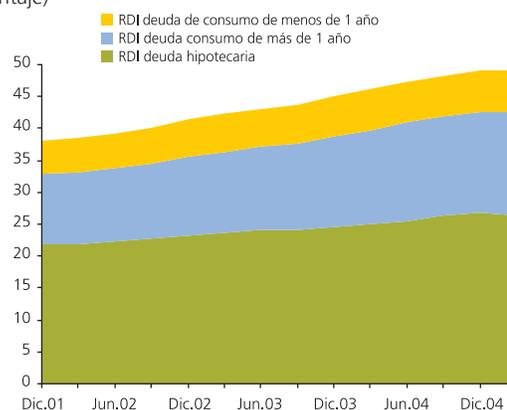
La RDI total alcanzó a marzo de 2005 49,5%, y la carga financiera derivada de ella llevó a la RCI a un nivel cercano a 15% en igual periodo. Los niveles observados en la actualidad se comparan con el 37% y 11% observados a finales de 2001. Las participaciones de los distintos tipos de deuda alcanzan a 54% la hipotecaria, 31% la de consumo de más de un año, y cerca de 15% la de consumo de menos de un año. Como se observa, la deuda con garantía es el principal componente de la deuda total (gráfico 4).

Sin embargo, al analizar la RCI comprobamos que la carga financiera derivada de la deuda de menos de un año representa cerca de la mitad (7,2%). A pesar de representar una proporción menor del total de deuda, la carga financiera derivada de ésta última es similar a la que se estima para la deuda total de más de un año (8%). Esto es reflejo de los

menores plazos residuales y las mayores tasas de interés de los créditos que forman parte de la primera (gráfico 5). Esto implica que al analizar la evolución de la RCI no puede perderse de vista la de sus componentes, tanto por sus magnitudes relativas como porque sus características de riesgo son diferentes.

Gráfico 4

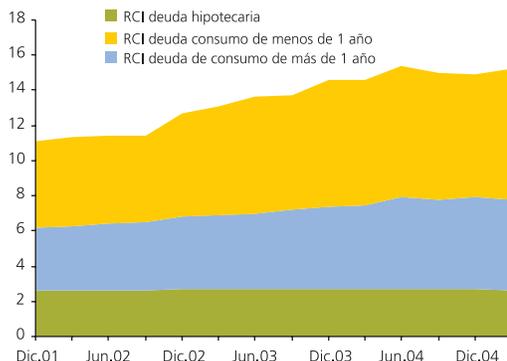
RDI: Deuda sobre ingreso
(porcentaje)



Fuentes:
SBIF.
SVS.
SuSeSo.
Banco Central de Chile.

Gráfico 5

RCI: Carga financiera sobre ingreso
(porcentaje)



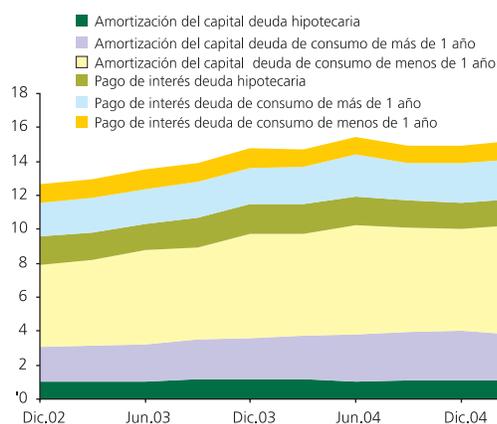
Fuentes:
SBIF.
SVS.
SuSeSo.
Banco Central de Chile.

^{5/} No es correcto inferir de esto que un alargamiento de los plazos de los créditos sea un desarrollo negativo. Este desarrollo es positivo en tanto implica una profundización de los servicios a los que los demandantes de crédito tienen acceso. El hecho de que sean ofrecidos indica una mejor capacidad de los emisores para evaluar riesgos más complejos, lo que es un desarrollo positivo.

Finalmente, presentamos la descomposición de la carga financiera entre el pago de interés y la amortización del capital. La amortización total es mayor que el pago de interés (la amortización representa cerca de un 10% del ingreso disponible y el pago de interés un 5%) y se ha expandido a un ritmo mayor que éste último (gráfico 6). Esto se debe principalmente a la significativa expansión de créditos de menos de un año de casas comerciales y la disminución generalizada en las tasas de interés de este tipo de créditos. En efecto, si sólo analizamos la deuda de más de un año, por ejemplo, se comprueba que el componente de pago de interés es similar al de amortización del capital, con una participación sobre el ingreso disponible de 3,9%.

Gráfico 6

Pago de interés y amortización del capital según tipo de crédito (porcentaje del ingreso disponible)



Comparación internacional

Dado que los indicadores de carga financiera de otros países no utilizan para su cálculo la misma metodología que en Chile, se han construido indicadores de RCI para una muestra de países europeos, comparables a la medida obtenida en Chile. La muestra incluye Alemania, España, Irlanda y la Unión Europea (UE) %. Se ha incluido también la RDI y RCI de EE.UU. para el último trimestre de 2003, publicados por la Reserva Federal de EE.UU. Los datos de EE.UU. y UE corresponden a 2003; para el resto de la muestra de usa información para 2004. Para realizar la comparación sólo se ha considerado la deuda de más de un año, salvo en el caso de EE.UU., que incluye todos los plazos. La exclusión de créditos de menos de un año se justifica por comparabilidad, ya que la información para países europeos no incluye casas comerciales, que en Chile representa una proporción alta de este tipo de deuda.

Aunque existe información disponible sobre las tasas promedios de los saldos vivos de la deuda de la muestra de países europeos, separada según tipo de crédito y plazo contractual, no la hay sobre los plazos residuales respectivos. Para hacer la comparación hemos asumido que éstos son iguales a la mitad del largo del tramo de plazo contractual en el que está separada la información tanto de deuda como de tasas respectiva (tabla 3). Así, para el cálculo de la carga financiera de tanto la deuda hipotecaria como de consumo de plazo contractual entre uno y cinco años, se asume un plazo residual de 3 años. Para la deuda hipotecaria de más de 5 años de plazo asumimos que éste es igual al plazo residual de la deuda hipotecaria en Chile, de aproximadamente 16 años. Para la deuda de consumo de más de 5 años, finalmente, asumimos un plazo residual de 5 años.

Tabla 3

Composición de la deuda de los hogares, según tipo y madurez del crédito (porcentaje)

	Crédito para la vivienda			Créditos de consumo		
	hasta 1 año	1-5 años	> 5 años	hasta 1 año	1-5 años	> 5 años
España	0,2	1,2	66	6	8	18
Alemania	0,5	2,3	63	6	5	23
Irlanda	0,8	1,3	77	5	7	9
UE	0,4	1,7	66	7	8	17
Chile		54		14	32	

Fuentes:

Banco de España.

Bundesbank.

Banco Central Europeo.

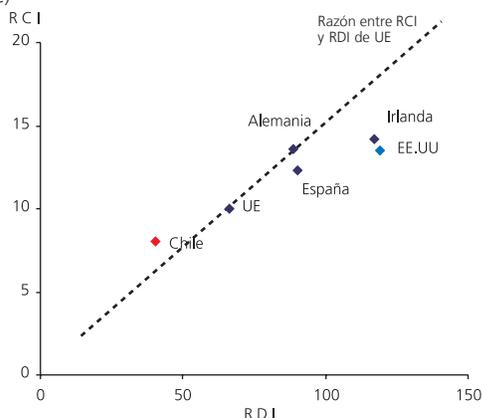
Banco Central de Chile.

Como se observa en el gráfico 7, la RDI de Chile llega a poco menos de la mitad de la RDI de países europeos, reflejo del menor desarrollo financiero de Chile. Sin embargo, la RCI no es proporcionalmente menor. La línea punteada denota la relación promedio entre la deuda y la carga de la UE. El hecho de que Chile se encuentre por encima de este rayo indica que la carga financiera en Chile es proporcionalmente mayor que la de la UE. En efecto, la RCI que existiría en Chile, de 8%, es un 30% superior a la que existiría de contar con las condiciones financieras europeas, que implicarían una RCI de 6,1%. Esta diferencia está explicada por diversos factores: mayores tasas de interés en Chile, tanto en los créditos de consumo como hipotecarios, mayores plazos para la deuda en los países europeos, y una mayor participación en Chile de la deuda de consumo, que con sus plazos menores y tasas mayores que las tasas de créditos hipotecarios, genera una mayor carga financiera para un mismo nivel de endeudamiento.

¶ Hemos utilizado información del balance agregado de las instituciones financieras y monetarias (IFM) de los respectivos países, publicada por las autoridades monetarias respectivas (European Central Bank (ECB), Bundesbank, Banco de España y Central Bank & Financial Services Authority of Ireland). El ingreso disponible de los hogares de Alemania y España ha sido obtenido de la base AMECO, de la Comisión Europea. Para el caso de Irlanda se obtuvo información publicada por el Central Bank & Financial Services Authority of Ireland; el ingreso disponible de los hogares de EU, finalmente, se obtuvo del Statistics Pocket Book de marzo 2005, publicado por el ECB.

Gráfico 7

RDI y RCI de más de un año plazo: comparación internacional (*)
(porcentaje)



(*) Para el caso de EE.UU. se presenta RDI y RCI total, respectivamente.

Fuente: Banco Central de Chile.

En efecto, en Chile, cerca de un 54% de la deuda total es hipotecaria, en tanto que en España, Alemania, Irlanda y UE dicha participación alcanza 68%, 66%, 79% y 68%, respectivamente (tabla 3). Por otra parte, las tasas de interés tanto de consumo como hipotecarias son superiores en Chile (tabla 4), mientras que las diferencias de plazo se mencionaron anteriormente.

Tabla 4

Tasas de interés de saldos vigentes, diciembre 2004
(porcentaje)

	Crédito a la vivienda			Créditos de consumo		
	hasta 1 año	1-5 años	> 5 años	hasta 1 año	1-5 años	> 5 años
España	4,4	4,8	3,4	6,2	6,6	4,9
Alemania	5,3	4,6	5,6	8,7	5,9	6,2
Irlanda	4,4	3,8	3,5	8,9	6,5	4,6
UE	4,7	4,5	4,8	7,9	7,0	5,8
Chile (1)	5,7 (2)			30	15,4	

(1) En el caso de la deuda hipotecaria de Chile se ponderaron las tasas de los stocks vigentes, de acuerdo a la participación de los stocks de las letras y mutuos hipotecarios y otros créditos de vivienda sobre el total de deuda hipotecaria bancaria, respectivamente. En el caso de los créditos de consumo de más de un año presentamos el promedio del saldo vivo de créditos de consumo bancario de más de un año.

(2) Tasa de interés en UF. Para obtener la tasa de interés nominal, comparable al resto de la muestra, se debe sumar la inflación esperada.

Estas diferencias se traducen en que el diferencial en la carga financiera efectiva de Chile y aquel que prevalecería de existir las condiciones financieras europeas en Chile, de 1,9 puntos porcentuales, se descompone de la siguiente manera: un 55% se explica por diferencias en las tasas de interés, un 24% por diferencias en los plazos de la deuda de consumo, y un 21% por diferencias de composición. En otras palabras, con las condiciones de tasa y plazo europeas en Chile la carga financiera caería en 1,5% del ingreso. El mayor uso relativo de endeudamiento de consumo en Chile explica el 0,4% adicional.

4. Resumen

Este artículo describe y discute la construcción de un indicador de endeudamiento (RDI) y otro de carga financiera (RCI). Luego se presentan y analizan los resultados para Chile y se comparan con los de otros países.

El artículo destaca la importancia de distinguir entre tipos de deuda al analizar el endeudamiento y la carga financiera. En Chile, por ejemplo, si bien más del 50% del endeudamiento de los hogares es de tipo hipotecario, y solo un 14% de consumo de corto plazo, la importancia relativa de ellos se invierte en la carga financiera. En efecto, cerca del 50% de la carga financiera se debe a endeudamiento de corto plazo, mientras que un 25% de ella se debe a endeudamiento hipotecario.

Una comparación internacional muestra un nivel de endeudamiento de los hogares en Chile inferior al de países desarrollados, cuando se les compara con sus respectivos ingresos disponibles. Por otra parte, la carga financiera que genera esa deuda es proporcionalmente superior en Chile, los que se explica por plazos menores, en créditos de consumo, y tasas de interés mayores, tanto en créditos de consumo como hipotecarios.

Referencias

- Del Río, A. (2002). "El Endeudamiento de los Hogares Españoles". Documento de Trabajo N°0228, Banco de España.
- Dynan, K., K. Johnson y K. Pence (2003). "Recent Changes to a Measure of U.S. Household Debt Service". Federal Reserve Bulletin, October 2003.
- Cox, P. (2005). "Indicadores de la situación financiera de los hogares: descripción metodológica y principales propiedades analíticas", Documento de Trabajo en preparación, Banco Central, 2005.

Estructura de financiamiento de las empresas que utilizan fuentes de mercado en Chile

Autores: Rodrigo Cifuentes y Carmen Gloria Silva

El crecimiento de los fondos administrados por inversionistas institucionales en Chile, en particular aquellos de los fondos de pensiones y compañías de seguros de vida, que han crecido fruto de la maduración del nuevo sistema previsional, ha propiciado el desarrollo de fuentes de financiamiento distintas de las bancarias para las empresas locales, tales como la emisión de deuda y de capital accionario (en adelante, financiamiento de mercado o de mercado de valores, indistintamente). En este contexto, este artículo busca determinar el impacto que este desarrollo ha tenido sobre la estructura de financiamiento de las empresas que tienen acceso a él. El artículo ilustra la evolución del uso de distintas fuentes de financiamiento y explora las diferencias por sector y tamaño.

Uno de los fenómenos específicos que ha destacado en este ámbito, ha sido el crecimiento explosivo del mercado de deuda privada a partir de fines de la década pasada. Este desarrollo se revisa en la primera parte de este artículo. Luego, en la segunda sección, se presentan hechos estilizados de la estructura de financiamiento de las empresas que utilizan financiamiento del mercado de valores en Chile y se analiza la intensidad de uso de cada una de las fuentes por parte de este grupo de empresas. Finalmente, se presentan los resultados de estimaciones de panel que buscan establecer los determinantes del uso de las distintas fuentes. En particular, se busca determinar el impacto del tiempo, del tamaño y sector de pertenencia de cada empresa.

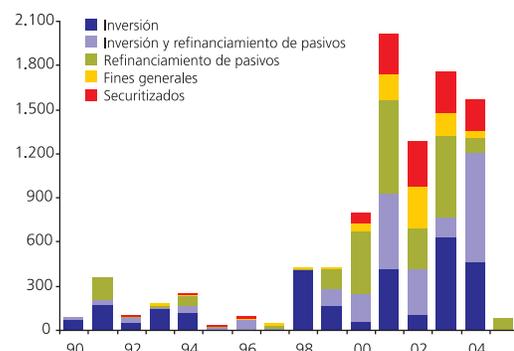
I. El mercado de deuda privada en Chile

A partir de 1998 comienza a observarse un aumento en los flujos de colocaciones de bonos en el mercado local (gráfico 1). Este fenómeno se relacionó íntimamente con los mayores niveles de premios por riesgo soberano y la reducción en el flujo de capitales que debieron enfrentar las economías emergentes como consecuencia de la crisis asiática en 1997-1998. En su mayoría, las colocaciones de deuda en 1998 provenían de emisores que ya existían (80%). Si bien ese año hubo sólo dos nuevos emisores, uno de ellos fue una empresa concesionaria de obras públicas, marcando el comienzo de la apertura de este mercado hacia nuevos sectores. La importancia de nuevos emisores comenzó a

aumentar gradualmente, llegando a representar 51% de las emisiones totales en 2000, las que continuaban creciendo. Sin embargo, es en el año 2001 cuando se marca un hito en nuevas emisiones: éstas casi triplican las del año anterior y aparecen 15 nuevos emisores.

Gráfico 1

Monto anual colocado por objetivo de emisión
(miles de millones de pesos a diciembre 2004)



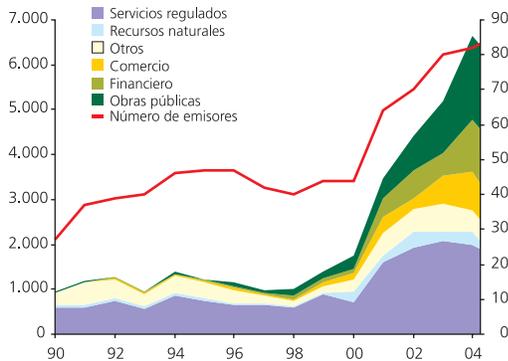
Fuente: SVS.

A partir de 2001, los flujos de emisión se han mantenido en niveles altos, mientras que tanto el número de emisores como el monto vigente de deuda ha aumentado sostenidamente (gráfico 2). Sin embargo, el crecimiento se ha concentrado fuertemente en pocos sectores: obras públicas (que incluye empresas de transporte de pasajeros), servicios regulados (comunicaciones, electricidad, sanitarias) y servicios financieros (securitización). En general, se trata de sectores de relativa estabilidad en sus flujos y donde las empresas tienen gran tamaño. De los sectores que no comparten estas características, sólo se destaca el crecimiento del sector comercio. Los sectores asociados a industria manufacturera y servicios presentan un escaso crecimiento en sus emisiones de bonos.

El incremento de las colocaciones de bonos fue motivada por distintas necesidades. Hasta el año 2003, el refinanciamiento de pasivos constituyó uno de los objetivos más relevantes de las nuevas emisiones. Sin embargo, a partir de ese año, la inversión ha cobrado más importancia (gráfico 1).

Gráfico 2

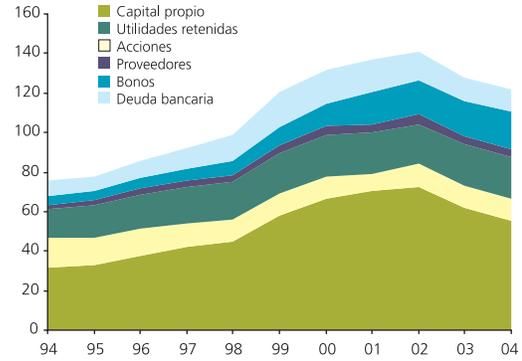
Deuda vigente por sector económico y número de emisores (miles de millones de pesos a diciembre de 2004)



Fuente: SVS.

Gráfico 3

Fuentes de financiamiento sobre PIB (porcentaje)



Fuentes:
Fecus.
Banco Central de Chile.

II. El financiamiento de las empresas con fuentes de mercado en Chile

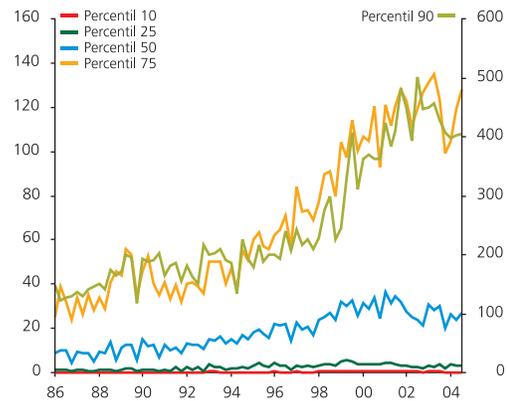
Esta sección presenta hechos estilizados de la evolución de la estructura de financiamiento de todas las empresas que recurren a fuentes de financiamiento de mercado en Chile, esto es, de aquellas que emiten distintos tipos de deuda pública y de las que emiten acciones. Todas estas empresas deben presentar estados financieros a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) trimestralmente, por lo que se cuenta con una cobertura universal de las empresas de nuestro interés^{1/}. La muestra aumentó de 112 empresas a 205 durante el período comprendido por los trimestres de marzo de 1986 y septiembre de 2004.

Los activos de las empresas que utilizan financiamiento de mercado, medidos con respecto al PIB, se duplicaron entre los años 1987 y 2004, desde 64% a 128% (gráfico 3). Este desarrollo ha estado dominado por la entrada de empresas durante los últimos años. En particular, el aumento del número de empresas en el periodo 1999-2004 aportó activos por un monto equivalente al 32% del PIB, mientras que en la década de los ochenta éste fue de sólo 7% del producto.

El aumento de los activos desde fines de la década pasada ha estado claramente dominado por el ingreso de grandes empresas más que por el ingreso de un gran número de empresas de tamaño medio. La distribución de los activos de las empresas muestra esta situación (gráfico 4).

Gráfico 4

Distribución de los activos totales de empresas FECU (billones de pesos de diciembre de 2004)



Fuente: Elaboración propia en base a información de Fecus.

Fuentes de financiamiento

En este artículo las fuentes de financiamiento se agrupan en las siguientes categorías: bancos (locales y extranjeros), bonos y efectos de comercio (emitidos en Chile y en el exterior), crédito de proveedores, utilidades retenidas, acciones y otros^{2/}. En el caso de las acciones, se distinguen las de minoritarios (*float*) de aquellas pertenecientes a quienes tienen el control de la empresa. Para esto, se consideró una metodología estándar (*Standard and Poor's*, 2004), que supone como minorista a todas las participaciones inferiores a 10%.

^{1/} Algunas sociedades deben entregar informes más que por una decisión de acceso a financiamiento de mercado, por una decisión de gobierno de empresa, debido a que adoptan una estructura accionaria. Ejemplos son colegios, clubes deportivos, asociaciones de feriantes, etc., que no son considerados en la muestra.

^{2/} El pasivo se completa con impuestos retenidos, provisiones por beneficios laborales y otros menores.

Para el sector agregado, se observa que las fuentes de financiamiento internas a la firma (capital de los controladores y utilidades retenidas) superaron ampliamente el financiamiento con instrumentos de oferta pública (gráfico 4). Más aún, la importancia de las primeras creció durante el decenio 1994-2004. De las fuentes de financiamiento del mercado de capitales, los bonos fueron los únicos cuya participación y monto absoluto crecieron. Bancos y accionistas minoritarios, en tanto, perdieron participación, mientras que el financiamiento vía utilidades retenidas se mantuvo aproximadamente constante.

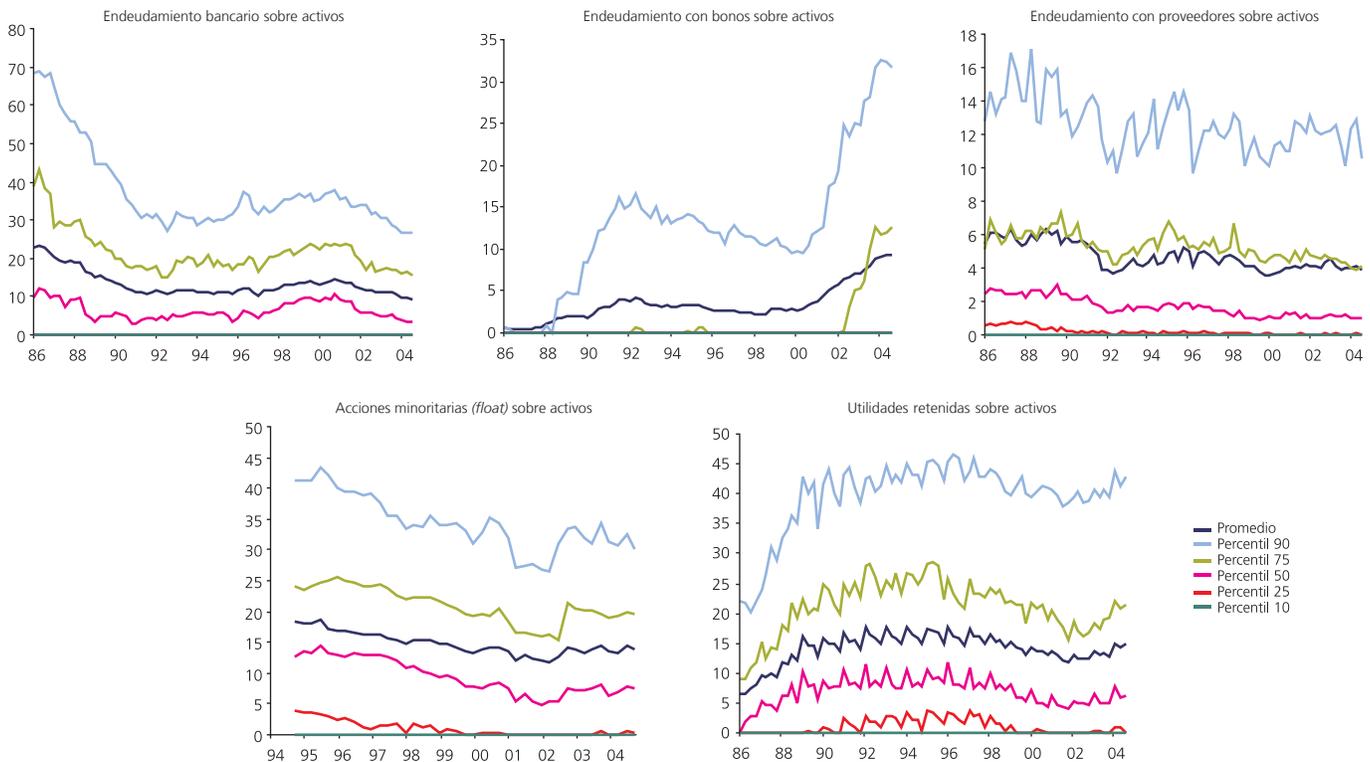
No obstante, los agregados pueden esconder información importante. En particular, estas cifras pueden estar influidas por la evolución de las empresas más grandes de la muestra y ser poco representativas de las empresas de menor tamaño. Para solucionar esto, se miden las distintas fuentes de financiamiento en relación a los activos totales de la empresa. Para los casos de empresas con pérdidas acumuladas, fue

necesario incorporar dos consideraciones: en primer lugar, el aporte de las utilidades como fuente de financiamiento se fijó en cero, ya que no tiene sentido hablar de una fuente de financiamiento negativa; en segundo lugar, se redefinió el denominador sobre el cual se mide la participación de las distintas fuentes de financiamiento. Si las pérdidas no superaban el patrimonio, el denominador sería el total de activos (o pasivos)^{3/}; si las pérdidas lo superaban, se mide la participación de cada fuente de financiamiento sobre el total de fuentes de financiamiento de mercado de la firma.

Los resultados muestran que el financiamiento bancario cayó en el periodo de la muestra, al igual que el de proveedores y de accionistas minoritarios. El financiamiento vía bonos, si bien creció, se concentró en un grupo reducido de empresas, mientras que el financiamiento con utilidades retenidas tuvo un comportamiento cíclico. El resto de esta sección describe los principales resultados que ilustra el gráfico 5.

Gráfico 5

Fuentes de financiamiento sobre activos (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia en base a información de Fecus.

^{3/} En el caso particular de la proporción de acciones, también se modificó el numerador por el menor valor entre acciones (float) y patrimonio.

La distribución del uso de financiamiento bancario mostró una fuerte caída entre mediados de los ochenta y el año 1992. Ésta parece haber sido generalizada en la muestra, dada la evolución proporcional en la distribución. El promedio del financiamiento bancario en ese período disminuyó desde 22% de los activos a 10%, mientras que la empresa de la mediana bajó desde 12% a 4%. No obstante, la caída en el uso de la banca por parte de estas empresas se detuvo e, incluso, se recuperó hacia el fin de la década pasada, llegando a financiar el 10% de los activos de las mismas. Esta alza coincidió con la merma en la capacidad de las empresas de generar recursos propios para financiarse vía utilidades retenidas. El protagonismo del financiamiento bancario volvió a disminuir en este grupo de empresas a lo largo del periodo 1994-2004, lo que coincidió con un mayor financiamiento vía bonos y una mayor generación de recursos.

De las fuentes de financiamiento contempladas, los bonos y efectos de comercio han sido las menos utilizadas. A fines del 2004, el 30% de las empresas consideradas en este artículo utilizaban este financiamiento, mientras que sólo el 3% emitía efectos de comercio. El uso de bonos mostró una primera expansión hasta 1992 y luego una segunda a partir del año 2000, lo que es consistente con lo descrito en la primera sección sobre mercado de deuda privada en Chile. En promedio, las empresas que emiten bonos han financiado el 4% de sus activos por esta vía.

El uso de financiamiento mediante crédito de proveedores ha sido generalizado, si bien en montos más acotados y con una tendencia decreciente en el tiempo. En promedio, esta vía pasó de financiar el 6% de los activos totales de la muestra en 1986 al 4% en la actualidad, y de 2,8% al 1,1% de los activos de la empresa media en igual periodo. No obstante, la distribución muestra que para el segmento de empresas en el extremo que más ha usado este financiamiento, éste sigue siendo significativo. El percentil 90 muestra un nivel de uso estable en torno al 12% en los últimos diez años.

El financiamiento a través de utilidades retenidas ha sido marcadamente procíclico, representando para la empresa media alrededor del 5% de su financiamiento. No obstante, se destaca el alto nivel que alcanza para un extremo de la distribución, el que no parece haberse visto mayormente afectado por los importantes cambios en la muestra. El 10% de las empresas financiaron más del 40% de sus activos por esta vía.

Finalmente, el financiamiento vía accionistas minoritarios cayó desde 18% a 14% de los activos totales en los últimos diez años. La empresa media mostró una tendencia similar. Sin embargo, la caída se detuvo y se revirtió alrededor del año 2002.

III. Estimaciones econométricas

Es esperable que el uso de fuentes de financiamiento de mercado esté influenciado por el sector y tamaño de la empresa. El financiamiento de mercado supone que los costos de monitoreo de la empresa que lo usa son bajos, ya que sus flujos de resultados son predecibles y/o la empresa tiene capacidad de generar información creíble a bajo costo. Lo primero implica que es más probable que estos mecanismos sean usados por sectores de servicios cuya demanda tiene bajas fluctuaciones, mientras que ambos indican que a mayor tamaño de la empresa es más probable el financiamiento de mercado.

Para confirmar esta hipótesis, se consideró un modelo de panel que combina datos de sección cruzada con series de tiempo. La ecuación a estimar es del siguiente tipo:

$$\text{razón_fuente}_{it} = \alpha + \beta * \text{tiempo}_t + \lambda * \log_activos_{it} + \delta * \log_activos_{it}^2 + \eta * \text{sectores}_i + \theta * \text{años}_t + \varepsilon \quad (1)$$

Donde,

<i>razón_fuente</i>	: es la variable dependiente y corresponde a las proporciones de <i>bancos/activos, bonos/activos, proveedores/activos, utilidades retenidas/activos y acciones/activos</i> ;
<i>a</i>	: es la constante de la regresión;
<i>tiempo</i>	: es una variable secuencial creciente en el tiempo, que toma el valor de 1 en marzo de 1986 y de 75 en septiembre del 2004;
<i>log_activos</i>	: corresponde al logaritmo natural de los activos totales, en términos reales;
<i>log_activos2</i>	: cuadrado del logaritmo de los activos;
<i>sectores</i>	: 5 variables dicotómicas que toman el valor de 1 si pertenece a un determinado sector y 0 si no. Los sectores considerados son: comercio, obras públicas, servicios regulados, recursos naturales, financiero y otros;
<i>años</i>	: 18 variables dicotómicas que toman el valor 1 si corresponde a un determinado año y 0 si no. Se consideran los años 1987 al 2004.
ε	: error de la regresión
<i>i</i>	: identifica a la empresa <i>i</i> .
<i>t</i>	: corresponde al trimestre de medición.

La estimación de la ecuación (1) puede ser realizada mediante el modelo de efectos fijos o aleatorios. La principal diferencia entre ellos es el supuesto sobre el impacto de los *shocks* a cada unidad (empresas), que, en el primer caso, se consideran relacionados entre sí. Para determinar cuál es la especificación más apropiada, se aplicó el test de especificación de Hausman (1978), que, bajo la hipótesis nula, considera que ambos

modelos son consistentes, pero efectos fijos es ineficiente, mientras que la hipótesis alternativa plantea que efectos fijos es consistente pero efectos aleatorios no lo es. De lo anterior, se concluyó que el modelo de efectos fijos es el que más se ajusta a las ecuaciones para las razones de bancos, bonos, proveedores y acciones, mientras que el comportamiento de utilidades retenidas es bien capturado con efectos aleatorios.

Los inconvenientes de utilizar el modelo de efectos fijos son la pérdida de grados de libertad y el impedimento de usar variables dicotómicas que tengan igual efecto para todas las unidades (firmas). De este modo, el modelo presentado en la ecuación (1) debe omitir las variables dicotómicas de sector.

Bajo este escenario, la metodología para testear las diferencias sectoriales se basó en el modelo de cambios estructurales de Chow (1960). A saber, se estimaron los parámetros correspondientes al sector n y luego se estimaron los parámetros para el resto de los sectores (todos los sectores menos el sector n). Ambas estimaciones se realizaron con efectos fijos y con todas las variables explicativas presentadas en la ecuación (1). Con los errores obtenidos en cada par de regresiones, se aplicó el test de Chow para determinar si los parámetros estimados para el sector n son significativamente distintos del resto^{4/}.

Al aplicar la prueba se encuentra, en su mayoría, una significativa diferencia entre sectores. Los resultados de las regresiones se presentan en la Tabla 1. La primera columna muestra los resultados de la regresión para todas las observaciones, sin control por sector. Las columnas siguientes muestran los resultados de las regresiones de aquellos sectores en que el test de Chow estableció que los parámetros de un sector dado eran significativamente distintos de los del conjunto de la muestra.

Los sectores que no son significativamente distintos del agregado son el sector comercio para la deuda a través de bonos, el sector de servicios regulados para el endeudamiento con proveedores y el sector obras públicas para el financiamiento vía utilidades retenidas.

Resultados

Efecto tiempo

El efecto tiempo se mide por el impacto combinado de la variable de tendencia temporal y de las variables dicotómicas para cada periodo de la muestra que resultan significativas.

En términos generales, se observa que a través del tiempo se reduce la participación del crédito bancario, los proveedores y el monto de acciones en manos de minoritarios como fuente de financiamiento de los activos. Al contrario, se aprecia una evolución positiva en el uso de utilidades retenidas, mientras que el efecto del tiempo no es relevante para explicar la evolución del endeudamiento a través de bonos y efectos de comercio sobre los activos. Cabe recordar que estos resultados controlan por el tamaño de las empresas.

En la Tabla 2 se presentan los cambios estimados en las razones de endeudamiento promedio para distintos periodos de tiempo. Como se desprende del primer panel, la desintermediación financiera se manifiesta más significativamente al pasar del periodo 1986-1990 a 1991-1995, con un cambio estimado de 6 puntos porcentuales. Al controlar por sector económico, se aprecia que las empresas del sector recursos naturales y financiero reducen su proporción de endeudamiento bancario en 8 puntos porcentuales cada sector, considerando todo el periodo de medición.

El financiamiento patrimonial a través de utilidades retenidas se incrementó durante todo el periodo de análisis, a un ritmo cada vez mayor, especialmente en empresas del sector comercio. La variable de tendencia no fue importante en la evolución del uso de bonos y efectos de comercio como fuente de financiamiento, sin embargo, los resultados evidencian que las empresas usaron menos bonos durante la segunda mitad de los noventa. Si bien el análisis de las secciones anteriores arrojaba un crecimiento en el uso de los bonos en el tiempo, los resultados econométricos evidencian que el determinante de esto es la aparición de empresas de mayor tamaño más que una tendencia secular.

Efecto tamaño

El impacto del tamaño de los activos se resume en la tabla 3, que muestra cómo cambia el uso estimado de cada fuente de financiamiento cuando cambia el tamaño de los activos, de acuerdo a los parámetros obtenidos para cada fuente de financiamiento y sector. La tabla sólo incluye los casos en que los parámetros son estadísticamente significativos. Dado que el impacto del tamaño de los activos no es lineal, este debe evaluarse en distintos niveles de los activos. Esto se hace en los percentiles de la distribución que indica la tabla.

Los resultados muestran que el efecto del tamaño es positivo para el financiamiento bancario y con bonos, y es negativo para el capital de accionistas minoritarios. Estos resultados son para el total de empresas, y al considerarlas por sector

^{4/} Para más detalles metodológicos, ver el documento de trabajo "Fuentes de financiamiento de mercado de las empresas en Chile", Banco Central de Chile.

sólo difieren en la intensidad del efecto. En el caso de proveedores y utilidades retenidas la dirección del efecto varía entre sectores.

En el caso del financiamiento bancario, la tabla 3 muestra que si una empresa pasa del tamaño asociado al percentil 10 de la actual distribución, al percentil 25, aumentaría en 9 puntos porcentuales el financiamiento de sus activos desde bancos. Este aumento se atenúa al ir aumentando el tamaño. El sector que presenta un aumento más fuerte en esta relación es el sector comercio, aumentando en 37 puntos porcentuales. En el caso de los bonos, el aumento en intensidad de uso asociado a mayores activos es menor que en el caso del financiamiento bancario para el total de las empresas, pero mayor para las empresas del sector comercio y obras públicas. Para estas últimas, el efecto es creciente.

El financiamiento de accionistas minoritarios pierde importancia al aumentar el tamaño de las empresas. Esto ocurre incluso a una tasa creciente para el total de las empresas, fenómeno especialmente marcado en el caso de las empresas del sector servicios regulados.

El financiamiento desde proveedores aumenta con el tamaño para empresas del sector comercio y obras públicas, mientras lo contrario ocurre para aquellas del sector financiero y otros. Por último, las utilidades retenidas disminuyen su importancia con el tamaño en los sectores comercio y servicios regulados, mientras que aumenta en recursos naturales y otros.

Efecto sector

Las diferencias entre los usos de fuentes de financiamiento también se pueden percibir entre empresas de distinto sector económico, controlando por los efectos de tiempo y tamaño descritos previamente.

En efecto, las empresas que tienen una mayor proporción de deuda bancaria son las del sector comercio y financiero. Les siguen las empresas de servicios regulados y sector otros, que mantienen aproximadamente la mitad de la proporción de deuda bancaria evidenciada por el sector comercio.

El endeudamiento a través del mercado de bonos es utilizado más intensamente por empresas de obras públicas y servicios regulados, que corresponden a empresas con flujos más estables, donde es más económico el financiamiento a través de bonos. Por su parte, el sector financiero mantiene una baja proporción de sus pasivos ligados a instrumentos de oferta pública (bonos), lo que es consistente con la mayor intermediación financiera detectada en este sector.

Finalmente, el uso de proveedores como fuente de financiamiento es significativamente mayor en empresas del comercio y obras públicas, que mantienen casi tres veces la proporción de deuda del resto de los sectores.

Resumen

En años recientes se ha apreciado una mayor diversidad de fuentes de financiamiento de las empresas chilenas explicado por razones macroeconómicas y por características propias de las empresas. En este artículo, que estudió la evolución del financiamiento de las empresas durante el periodo 1986-2004, se describieron características de tamaño y sector que motivan el endeudamiento de las empresas hacia una u otra fuente.

En términos generales, se determinó que el financiamiento bancario se relaciona positivamente con el tamaño de las empresas, negativamente con el efecto del tiempo y es más recurrente en empresas del sector comercio y financiero. El endeudamiento a través de bonos también se incrementa con el tamaño de las empresas y es más significativo en sectores regulados y obras públicas. Al contrario, el uso de proveedores se reduce con el tiempo y no presenta una evolución clara con el tamaño de la empresa.

Por su parte, el endeudamiento patrimonial a través de acciones de minoritarios se reduce con el tamaño de las empresas y el tiempo, mientras que las utilidades retenidas aumentan a tasas crecientes sólo por efecto del tiempo. Ninguna de estas fuentes presenta una diferencia significativa por sector económico.

Referencias

- Chow, G. C., "Test of equality between subsets of coefficients in two linear regression models", *Econometrica*, 1960, pp. 591-605.
- Cifuentes, Rodrigo y Silva, Carmen Gloria. "Fuentes de financiamiento de mercado de las empresas en Chile" Documento de trabajo en preparación, Banco Central de Chile.
- Hausman, J.A., "Specification test in econometrics", *Econometrica*, Vol. 46, No. 6, noviembre 1978, pp. 1251-1271.
- Standard and Poor's, (2004) Float Adjustment: Definitions for the upcoming conversion to float adjustment of the S&P 500, S&P MidCap 400, S&P SmallCap 600 and S&P REIT Composite.
- Kennedy, Peter (2003) *A guide to econometrics*. The MIT press, Cambridge Massachusetts 5ta edición.

Tabla 1

Determinantes del financiamiento de las empresas (modelo de efectos fijos)

Coeficiente	Total	Sectores					
		Comercio	Obras públicas	Servicios regulados	Recursos naturales	Financiero	Otros
Financiamiento bancario							
Tiempo	-0,0043*	-0,0107*	-0,0011*	-0,0023*	-0,0035*	-0,0042*	-0,0045*
Log. activos	0,0525*	0,4636*	0,0086	0,0951*	0,0176**	-0,0338*	0,1354*
Log. activos 2	-0,0003*	-0,0102*	0,0004	-0,0015*	0,0009*	0,0029*	-0,0032*
Años (1)	(1989-1999)	(1988-1999)		(1990-1992)		(1990-1994)	(1988-1998)
Constante	-0,4251*	-4,1303*	-0,0965	-0,9599*	-0,3175*	0,0769	-0,9520*
R ²	12,26	27,34	0,90	9,19	23,15	30,16	15,25
Prob. F	0	0	0,0076	0	0	0	0
Financiamiento vía bonos y efectos de comercio							
Tiempo	-0,0004*		-0,0018*	-0,0007*	-0,0004*	0*	-0,0004*
Log. activos	-0,0387*		-0,1341*	-0,0634*	-0,0046	-0,0008	-0,02*
Log. activos 2	0,0018*		0,0061*	0,0027*	0,0003**	0	0,001*
Años (1)	(1996-2001)						
Constante	0,1972		0,6467*	0,3805*	0,013	0,0075	0,107*
R ²	9,45		16,7	10,12	1,23	0,68	5
Prob. F	0		0	0	0,0069	0,0446	0
Financiamiento de proveedores							
Tiempo	-0,0004*	-0,0065*	-0,0046*		-0,0009*	0,0001	0,0002*
Log. activos	-0,0177*	0,1712*	0,0778*		-0,0204*	-0,0190*	-0,0113*
Log. activos 2	0,0005*	-0,0031*	-0,0005		0,0006*	0,0003**	0,0002**
Años (1)	1989	(1991-1998)	(1992-1993)			1990	
Constante	0,2049*	-1,4990*	-0,9134*		0,2186*	0,2145*	0,1778*
R ²	2,53	30,41	16,72		6,92	10,49	1,90
Prob. F	0	0	0		0	0	0
Financiamiento accionistas minoritarios							
Tiempo	0,0013*	0,0008*	-0,0002	0,0004	-0,0030*	0,0028*	0,0015*
Log. activos	0,0853*	-0,3777*	-0,0051	0,2444*	0,0292*	0,1926*	0,0181
Log. activos 2	-0,0043*	0,0098*	-0,0001	-0,0087*	-0,0012*	-0,0098*	-0,0026*
Años (1)							
Constante	-0,0788	3,6501*	0,2113	-1,4815*	0,1628*	-0,3922*	0,5284*
R ²	8,73	8,97	0,69	18,72	20,50	27,51	7,71
Prob. F	0	0	0,0908	0	0	0	0
Financiamiento con utilidades retenidas (2)							
Tiempo	-0,0056*	-0,0007		-0,0093*	-0,0021	-0,0069*	-0,0052*
Log. activos	0,0028	0,0919*		-0,0373*	-0,0311*	-0,0112	0,0526*
Log. activos 2	0,0002*	-0,0036*		0,0008*	0,0015*	0,0008**	-0,0008*
Años (1)	1987-2004	1992-1995		1987-2004	1988-1997	1988-2004	1987-2004
Constante	-0,0238	-0,5249		0,4123*	0,1715*	0,0889	-0,4909*
R ²	2,41	0,75		1,52	25,51	0,15	6,03
Prob. F	0	0		0	0	0	0

(*) Significativos al 5% de confianza.

(**) Significativos al 10% de confianza.

(1) Se indican los años cuyas *dummies* resultaron significativas y no el respectivo coeficiente. El paréntesis corresponde a un valor negativo.

(2) Estimaciones con efectos aleatorios.

Fuente: Estimaciones propias en base a información de Fecus.

Tabla 2

Cambio en razón de endeudamiento por sector y período de tiempo
(puntos porcentuales)

Periodos (1)	Total	Sectores					
		Comercio	Obras públicas	Servicios regulados	Recursos naturales	Financiero	Otros
Financiamiento bancario							
1 al 2	-6	0	-1	0	-4	-6	-9
2 al 3	1	2	4	6	-1	-3	-2
3 al 4	-1	-3	-4	-3	-2	0	0
Total (2)	-6	-1	-1	3	-8	-8	-10
Financiamiento vía bonos y efectos de comercio							
1 al 2	2	-1	2	5	1	0	2
2 al 3	-1	-2	-3	-1	-2	0	-1
3 al 4	3	5	11	4	2	1	1
Total (2)	4	3	10	8	1	0	2
Financiamiento de proveedores							
1 al 2	-2	-4	-8	-2	-3	-3	-1
2 al 3	-1	-5	0	0	-1	0	0
3 al 4	0	-2	0	0	-1	0	0
Total (2)	-3	-12	-8	-2	-4	-3	-1
Financiamiento accionistas minoritarios							
2 al 3	-2	-2	0	-5	-4	0	-1
3 al 4	-1	0	-2	-3	-6	1	0
Total (2)	-3	-2	-2	-8	-11	1	-2
Financiamiento con utilidades retenidas							
1 al 2	4	8	4	4	7	0	5
2 al 3	0	2	-1	0	2	4	-1
3 al 4	-1	2	0	0	-4	-2	-2
Total (2)	3	12	3	3	5	2	2

(1) Período 1: 1986-1990; período 2: 1991-1995; período 3: 1996-2000 y período 4: 2001-2004.

(2) Diferencia entre razones de endeudamiento promedio de los períodos 1 y 4.

Fuente: Elaboración propia en base a información de Fecus.

Tabla 3

Cambio en razón de uso de fuente de financiamiento (1) ante cambio en activos de la empresa (puntos porcentuales)

Cambios de activos en percentiles (2)	Sector						
	Todos	Comercio	Obras públicas	Servicios regulados	Recursos naturales	Financiero	Otros
Financiamiento bancario							
10 al 25	9	37		11	9	10	10
25 al 50	7	24		8	8	10	6
50 al 75	6	15		6	7	9	3
75 al 90	5	10		5	6	9	2
Financiamiento via bonos y efectos de comercio							
10 al 25	3	35	8	3			2
25 al 50	3	30	10	4			2
50 al 75	3	25	11	4			2
75 al 90	4	24	12	5			2
Financiamiento de proveedores							
10 al 25	-1	17	16		-1	-4	-2
25 al 50	0	12	13		0	-3	-2
50 al 75	0	8	11		0	-3	-2
75 al 90	0	7	10		0	-2	-1
Financiamiento accionistas minoritarios							
10 al 25	-8	-21		0	-1	-18	
25 al 50	-9	-11		-6	-1	-21	
50 al 75	-9	-5		-8	-2	-21	
75 al 90	-10	-1		-10	-2	-22	
Financiamiento con utilidades retenidas							
10 al 25		-2		-3	2		6
25 al 50		-4		-2	3		5
50 al 75		-5		-1	3		3
75 al 90		-6		-1	3		3

(1) Razón de uso se define como stock adeudado a una fuente sobre activos totales de la empresa.

(2) El monto de activos en millones de pesos de pasar de un percentil al siguiente son: percentil 10 al 25: \$3.267, percentil 25 al 50: \$16.870, percentil 50 a 75: \$59.900, y percentil 75 a 90: \$201.500.

Fuente: Elaboración propia en base a información de Fecus.

Índice de Tablas y Gráficos

Tablas

II.1: Crecimiento de economías desarrolladas y proyecciones	16
III.1: Evolución de las clasificaciones de riesgo	31
III.2: Crecimiento de la deuda de hogares por componente	33
III.3: Clasificación de bonos soberanos	37
IV.1: Inversiones del sector financiero no bancario	39
IV.2: Cartera de inversiones de las IFNB	39
IV.3: Cartera de inversiones de los FP	41
IV.4: Cartera de inversiones de las CSV	42
IV.5: Indicadores financieros de CSV	43
IV.6: Cartera de los FM por instrumento	45
IV.7: Cartera de inversión de los FP por países	48
V.1: Crecimiento de las colocaciones bancarias	49
V.2: Composición del ROA	51
V.3: Estructura del balance en moneda extranjera de la industria bancaria	54
VI.1: Condiciones de acceso a financiamiento externo de la economía	57
VI.2: Deuda externa de la economía chilena	58
VI.3: Flujos de la cuenta financiera de la balanza de pagos	60
VI.4: Indicador de solvencia externa: deuda externa / PIB	60
VI.5: Detalle de la clasificación de riesgo soberano de largo plazo en moneda extranjera	65
VI.6: Correspondencia de las escalas de clasificación de riesgo soberano	65
VI.7: Chile: Evolución de clasificación de riesgo de deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera	65

Gráficos

I.1: Condiciones de financiamiento para instrumentos de alto retorno	8
I.2: Tasas de interés de corto plazo	8
I.3: Tasas de interés del Banco Central de Chile	8
I.4: Rentabilidad y márgenes del sector empresas	9
I.5: Razón deuda sobre ingreso (RDI)	10
I.6: Balance convencional y estructural del Gobierno Central Total	10
I.7: Variación de cartera neta de rentabilidad de las IFNB	10
I.8: Patrimonio neto por tipo de fondo	11
I.9: Indicadores de riesgo de crédito	12
I.10: Evolución del índice de adecuación del capital	12
I.11: Condiciones de acceso al financiamiento externo. Premio de bonos corporativos y tasa <i>Libo</i> en dólares a 6 meses	13
I.12: Deuda externa sector privado por país de origen del deudor	13
I.13: Liquidez externa	14
II.1: Tasas de política monetaria y futuros <i>Libo</i> 3 meses para Estados Unidos y zona euro	15
II.2: Rendimiento de bonos de gobierno a 10 años de economías desarrolladas	16
II.3: Tipos de cambio de economías desarrolladas	16
II.4: Condiciones de financiamiento para instrumentos de alto retorno	16
II.5: Flujos de fondos de inversión de cartera y premios soberanos	17
II.6: Emisión total de bonos de economías emergentes	17
II.7: Índices bursátiles de economías desarrolladas	17
II.8: Desempeño de instrumentos financieros de economías emergentes	18
II.9: Índice de precios al productor y consumidor de economías desarrolladas y precio del petróleo	18
II.10: Saldo en cuenta corriente, saldo fiscal y TCR de Estados Unidos	18
II.11: Crecimiento del PIB y gasto interno	19
II.12: Inflación IPC, IPCX, IPCX1	19
II.13: TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	19
II.14: Tasas de interés corto plazo	20
II.15: Tasas de interés del Banco Central de Chile	20
II.16: Tasas de letras hipotecarias y mutuos hipotecarios	20
II.17: Tasas de bonos corporativos	21
II.18: Emisión de bonos corporativos	21

II.19: Índices bursátiles internacionales	21
II.20: Razón precio utilidad	22
II.21: Emisión de acciones	22
II.22: Nivel y volatilidad del tipo de cambio nominal	22
III.1: Deuda total como porcentaje del PIB	25
III.2: Fuentes de financiamiento, cambios en stocks en 12 meses	25
III.3: Bonos de empresas, cambio en stock en 12 meses	26
III.4: Distribución de las fuentes de financiamiento vía deuda	26
III.5: Rentabilidad y márgenes del sector empresas	27
III.6: Utilidad del ejercicio sobre patrimonio	27
III.7: Costo de financiamiento y cobertura de intereses	28
III.8: Indicador de cobertura de intereses	28
III.9: Razón deuda sobre patrimonio	29
III.10: Razón deuda sobre patrimonio	29
III.11: Estado de flujo de efectivo	29
III.12: Flujos de inversión	30
III.13: Fuentes de financiamiento	30
III.14: Flujos de financiamiento	30
III.15: Empresas con pérdidas	31
III.16: Ejercicio de tensión de tasa de interés: efecto en cobertura de intereses	32
III.17: Ejercicios de tensión combinados: distribución de deuda bancaria local en torno al indicador de cobertura	32
III.18: Razón deuda sobre ingreso (RDI)	32
III.19: Tasas de interés efectivas de créditos a hogares	33
III.20: Composición del stock de deuda de hogares	34
III.21: Razón carga financiera sobre ingreso (RCI)	34
III.22: Plazos residuales promedios ponderados por monto, según tramo de montos colocados	35
III.23: Indicadores de riesgo de carteras de consumo e hipotecario, sector bancario	35
III.24: Balance convencional y estructural del Gobierno Central Total	36
III.25: Deuda neta GC, BC y SGC	37
III.26: Deuda pública	37
IV.1: Variación de cartera neta de rentabilidad de las IFNB	39
IV.2: Prepagos trimestrales de letras hipotecarias	40
IV.3: Evolución de la holgura en renta variable por tipo de fondo	40
IV.4: Depósitos a plazo de los FP por tipo de banco	41
IV.5: Prima directa trimestral de las CSV	42

IV.6: Rentabilidad de las inversiones y margen de largo plazo en rentas vitalicias	43
IV.7: Patrimonio neto por tipo de fondo	44
IV.8: Rentabilidad comparada de instrumentos	44
IV.9: Cartera de instrumentos fondo tipo 3	44
IV.10: Depósitos a plazo en el fondo tipo 3	45
IV.11: Número de partícipes por tipo de fondo	45
IV.12: Duración de los FM de renta fija y total sistema	46
IV.13: Portafolio de inversiones de los FP por tipo de instrumento	47
IV.14: Portafolio de inversiones de los FP por tipo de instrumento	47
IV.15: Participación de los FP en el total de depósitos a plazo de la banca	48
V.1: Préstamos bancarios a empresas según monto de la deuda	50
V.2: Índice de adecuación del capital	50
V.3: Composición del margen de intermediación	51
V.4: Indicadores de riesgo de crédito	52
V.5: Holguras de los bancos frente a <i>shocks</i> de riesgo de crédito	52
V.6: Impacto de <i>shocks</i> de riesgo de crédito	53
V.7: Contribución al financiamiento bancario	53
V.8: Exposición al riesgo de liquidez	54
V.9: <i>Gap</i> de duración	54
V.10: Ejercicio de tensión de riesgo de tasas de interés	55
V.11: Ejercicio de tensión de riesgo de tasas de interés	55
VI.1: Condiciones de acceso al financiamiento externo. Premio de bonos corporativos, soberanos y tasa <i>Libo</i> en dólares a 6 meses	57
VI.2: Evolución de la deuda externa bruta	58
VI.3: Flujos netos de deuda por tipo	58
VI.4: Deuda externa bruta por sector institucional	60
VI.5: Posición de inversión internacional, por tipo de institución	60
VI.6: Indicadores de solvencia externa	61
VI.7: Comparación internacional de razón deuda externa / PIB	61
VI.8: Deuda externa sector privado por país de origen del deudor	61
VI.9: Deuda externa por plazo según contrato original	62
VI.10: Deuda externa por condiciones de tasa. Porcentaje a tasa fija	62
VI.11: Operaciones de derivados sobre moneda con contraparte externa	62
VI.12: Liquidez externa	63
VI.13: Deuda externa de corto plazo residual, por sector institucional	63

Tablas de Artículos

Estadísticas descriptivas del gasto en provisiones	71
Coeficiente de variación	72
Tabla de correlaciones	72
Coeficiente de variación	73
Fuentes de información de los distintos componentes de la deuda de los hogares	80
Plazos residuales promedios para cálculo de la carga financiera	80
Composición de la deuda de los hogares, según tipo y madurez del crédito	82
Tasas de interés de saldo vigentes, diciembre 2004	83
Determinantes del financiamiento de las empresas (modelo de efectos fijos)	91
Cambio en razón de endeudamiento por sector y período de tiempo	92
Cambio en razón de uso de fuente de financiamiento ante cambio en activos de la empresa	93

Gráficos de Artículos

Evolución del stock de provisiones	70
Evolución del gasto en provisiones	71
Dispersión de las provisiones	71
Provisiones de la banca de consumo	71
Forma de pago de crédito a cuotas mensuales fijas: descomposición entre pago de interés y amortización del capital	78
Aumentos en la tasa de interés y alargamiento de plazos residuales: impacto sobre la carga financiera	79
Tasas de interés anual promedio de nuevas colocaciones y de stock de deuda, según tipo de crédito	80
RDI: deuda sobre ingreso	81
RCI: carga financiera sobre ingreso	81
Pago de interés y amortización del capital según tipo de crédito	82
RDI y RCI de más de un año plazo: comparación internacional	83
Monto anual colocado por objetivo de emisión	85
Deuda vigente por sector económico y número de emisores	86
Fuentes de financiamiento sobre PIB	86
Distribución de los activos totales de empresas Fecu	86
Fuentes de financiamiento sobre activos	87

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Junio 2005

ISSN 0718-0977

Registro de Propiedad Intelectual N° 141.570

Edición de 1.400 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.