

2009  
PRIMER  
SEMESTRE

IEF

# Informe de Estabilidad Financiera



BANCO CENTRAL DE CHILE

# Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2009



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
I. Entorno y riesgos financieros locales	11
II. Financiamiento externo	19
III. Mercados financieros locales	27
IV. Usuarios de crédito	35
V. Sistema bancario	49
VI. Normativa e infraestructura financiera	59
Recuadros	
Crisis financiera y comercio internacional	18
Comparación de las cuentas externas de la economía chilena de 1998-99 versus 2008-09	23
Determinantes de la diferenciación entre países en la actual crisis financiera internacional	25
Paridad cubierta de tasas de interés de largo plazo en Chile	32
Medidas estatales para facilitar el acceso al crédito de personas y empresas	34
Consumo privado y mercados del crédito	46
Caracterización de los depósitos a plazo	56
Referencias bibliográficas	67
Glosario	68
Abreviaciones	71
Índice de tablas y gráficos	73

\*/ El cierre estadístico del *Informe* fue el 12 de junio de 2009.



# Prefacio

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

La atención del Banco Central de Chile en lo referente a la estabilidad financiera está centrada principalmente en el adecuado funcionamiento del sistema y el acceso de la economía chilena a los mercados financieros internacionales. El seguimiento efectuado por el Banco Central de Chile a la estabilidad financiera es complementario al que realizan los supervisores especializados, siendo un elemento de análisis independiente respecto de las atribuciones y funciones que les corresponde ejercer a estos en relación con las entidades sujetas a su fiscalización.

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

**El Consejo**



# Resumen

**Desde el cierre del *Informe* anterior, la economía mundial ha experimentado una caída sincronizada de actividad sin paralelo en los últimos 60 años.** Este negativo desempeño, ha sido el resultado tanto de la incertidumbre y del pesimismo que se apoderó del entorno económico de las principales economías del mundo, como de las tensiones ocurridas en sus sistemas financieros. En la actualidad, las perspectivas se han estabilizado y se proyecta una recuperación a partir del 2010.

**Las principales economías avanzadas han tomado medidas de política sin precedentes, tanto para estimular la economía como para apoyar a los intermediarios financieros en problemas.** El estímulo monetario por la vía de reducción de tasas de interés ha llegado a su máximo, por lo que se han agregado políticas monetarias cuantitativas. Se mantienen mecanismos excepcionales de apoyo a la liquidez bancaria, así como seguros a los pasivos bancarios; se han implementado planes de capitalización y seguros de activos y, se ha avanzado en distintos grados en la remoción de los activos securitizados “tóxicos” del balance de los bancos. Estas medidas de política macrofinanciera han disminuido la posibilidad de quiebra de bancos de importancia sistémica en economías avanzadas.

**Las mejores perspectivas para la economía real —en especial, la menor probabilidad de una implosión financiera— han impulsado desde marzo, un aumento en los precios de muchos activos financieros, revirtiendo parcialmente las caídas registradas desde septiembre del 2008.** Los premios por riesgo, implícitos en los precios de distintos activos, se han reducido paulatinamente y los índices accionarios en los principales centros financieros han mostrado ganancias significativas.

**La mejoría en las perspectivas económicas globales se asocia más con el fuerte impulso de políticas económicas, que con una mejora sustancial en los problemas subyacentes de los sistemas financieros.** En particular, hay incertidumbre respecto de la capacidad de los sistemas financieros de algunas economías avanzadas, para sostener la expansión del crédito al sector privado. Un primer factor detrás de esta incertidumbre es la capitalización de la banca. Un segundo factor, es la reactivación de la intermediación financiera no bancaria. Esta intermediación estaba dominada por la securitización de activos, la que por ahora no muestra señales de recuperación. Dado lo anterior, existe el riesgo de que la velocidad de recuperación de la economía mundial sea menor a la estimación actual de consenso.

**Si bien la contracción global del crédito redujo su disponibilidad para las economías emergentes, es destacable, que en el caso de Chile, los diferentes usuarios locales de crédito hayan mantenido su acceso al**

**crédito.** En general, el financiamiento de menos de un año, tanto para bancos como empresas, ha continuado disponible, si bien a plazos menores y *spreads* más altos. Esto último ocurre en un contexto de tasas de interés de referencia sustancialmente menores, por lo que, mayoritariamente, el costo final de los créditos ha disminuido respecto de los niveles previos a la crisis. La sólida posición de solvencia y liquidez de la economía nacional está detrás de esta continuidad en el acceso a financiamiento externo en condiciones razonables. La situación financiera del Gobierno Central y la posición de liquidez del Banco Central han contribuido, en forma determinante, a dicha solidez.

**La fortaleza financiera del Gobierno Central —entre otros factores— llevó a una de las principales agencias clasificadoras de riesgo, en marzo de este año, a subir la clasificación de la deuda soberana chilena.** Con ello, dicha clasificación se ubica entre las más altas de las economías emergentes. Considerando incluso las necesidades de financiamiento para el 2009, los activos netos del Gobierno Central seguirían ubicándose en niveles elevados según los estándares internacionales.

**Las restricciones al financiamiento externo de largo plazo para empresas, se han manifestado en el segmento de créditos de alto monto.** Mientras el endeudamiento de empresas con el exterior muestra un crecimiento igual o superior al de períodos anteriores, para todos los plazos, los créditos sindicados —asociados a montos altos— muestran una caída congruente con la fuerte contracción de este tipo de colocaciones en el mundo. Simultáneamente, el costo del financiamiento vía bonos en el exterior experimentó un aumento significativo, a partir del último trimestre del 2008. Algunas de las empresas, que requieren de este tipo de financiamiento, han encontrado una alternativa en moneda local en el mercado de bonos, a tasas más bajas que en los mercados externos, contratando derivados para llegar a la posición deseada en monedas.

**La posibilidad de encontrar dicho financiamiento en el mercado interno, se debe al grado de desarrollo del mercado local de bonos y a la presencia de inversionistas institucionales con importantes activos en el exterior, que pueden ajustar sus portafolios y proveer financiamiento de magnitud para aprovechar estas coyunturas.** Así, desde el último *Informe* se ha observado un aumento considerable en la colocación de bonos en el mercado local.

**Desde el último *Informe*, el mercado monetario local, tanto en pesos como en dólares, ha operado con mayor normalidad, a la vez que se ha reducido la volatilidad de los distintos mercados financieros locales.** Al igual que en períodos pasados, las tasas de los instrumentos de deuda pública se han visto más afectadas por eventos internos que por factores financieros externos. Las tasas de interés de largo plazo del mercado local, llegaron a mínimos históricos en enero, en momentos en que las tasas de interés internacionales ajustadas por riesgo subían. La diferencia se debería a una menor percepción de riesgo por los inversionistas locales en comparación con los inversionistas extranjeros. El alza en la demanda por instrumentos locales en lugar de activos externos es un hecho destacable.

**Las condiciones de financiamiento de las empresas no financieras han sido cambiantes.** La estrechez de fines del año pasado redujo de manera importante la disponibilidad de liquidez para las empresas, observándose caídas significativas en sus indicadores de liquidez hacia esa fecha. Una de las respuestas para enfrentar esta dificultad fue la mayor inscripción de efectos de comercio por parte de empresas no financieras, algunas de las



cuales han sido colocadas mientras otras son mantenidas como opción para enfrentar eventuales episodios similares en el futuro. **Como era de esperar, la desaceleración económica ha aumentado la materialización de riesgo de crédito en las empresas.**

**La evolución reciente del endeudamiento de los hogares refleja un comportamiento cauteloso, tanto de oferentes como de demandantes de crédito, en todos los tipos de crédito.** La deuda de consumo registra un leve crecimiento en doce meses en términos reales, mientras que el crecimiento mensual de los últimos meses ha sido negativo. El crédito hipotecario, en tanto, muestra por primera vez en varios años, un crecimiento real anual en doce meses bajo el 10% al primer trimestre del 2009, con una tendencia en el margen que sugiere que la desaceleración continuaría. Lo anterior, junto con el alza del ingreso disponible, ha llevado a una caída de la relación de deuda a ingreso. **Un deterioro del empleo, coherente con la evolución del ciclo económico, aumentaría el riesgo de crédito de las colocaciones de consumo.** Estimaciones de la deuda en riesgo sugieren que es acotada.

**La actual coyuntura ha impuesto presiones, dentro de lo esperable, sobre el sistema bancario.** Este ha mantenido sus funciones de intermediación, dando cuenta de que el sistema no acumuló desequilibrios en los años previos. Superadas las tensiones de liquidez del último trimestre del año pasado, los mayores *spreads* alcanzados tanto en pesos como en dólares han ido disminuyendo, mientras los bancos mantienen reservas de liquidez. La exposición de la banca al riesgo de moneda es baja.

**Las colocaciones han disminuido su ritmo de expansión, mientras ha aumentado la cartera vencida.** Las colocaciones de consumo han continuado la tendencia a la baja que exhiben desde hace un par de años, llegando a un crecimiento real negativo, en los primeros meses de este año. Estas, que representan el 11% de las colocaciones totales, han liderado el incremento del gasto en provisiones, dada su mayor sensibilidad al ciclo económico. Por otra parte, se profundizó la desaceleración de las colocaciones comerciales a partir del último trimestre del 2008. Esto ha ocurrido en la mayoría de los segmentos, siendo el de las empresas más grandes una de las excepciones.

**Debido a la coyuntura macroeconómica y a problemas específicos en algunos sectores de la economía, los indicadores de riesgo de crédito han aumentado en todos los segmentos del crédito bancario, en especial en el de consumo.** El gasto en provisiones se ha acelerado en el 2009, a una velocidad mayor que los castigos y que el crecimiento de la cartera vencida, lo que se ha traducido en un crecimiento del stock de provisiones y en la mantención del índice de cobertura de cartera vencida. Esto es apropiado, considerando que es probable que la materialización del riesgo de crédito continúe en los próximos meses, y se diferencia respecto de períodos de desaceleración anteriores, cuando los bancos aumentaban las provisiones solo al momento que el riesgo de crédito se materializaba.

**Desde el último Informe, la banca ha reducido su rentabilidad, como consecuencia del mayor gasto en provisiones y del deterioro transitorio en los márgenes de intermediación, debido a los registros negativos de inflación recientes.** No obstante las caídas en rentabilidad, el sistema bancario en su conjunto, muestra niveles razonables de capitalización, con una base importante de capital básico. Cabe destacar los aumentos de capital efectuados por la banca desde el último Informe, en particular

los que aumentan capital básico o primario. El índice de capitalización se mantiene por sobre 12%, con una leve tendencia al alza, mientras el capital básico del sistema supera el 10% de sus activos ponderados por riesgo. En el contexto internacional, la banca chilena mantiene niveles de apalancamiento congruentes con su volatilidad macroeconómica, y significativamente menores que los de países avanzados.

**Las fortalezas de la banca chilena se han reflejado tanto en la evolución de los índices de precios accionarios, como en la clasificación crediticia de sus títulos de deuda.** La cotización bursátil de los bancos locales presenta un comportamiento muy disímil al de los índices accionarios de la banca de EE.UU. Adicionalmente, otros indicadores de carácter cualitativo subrayan las fortalezas del sistema bancario nacional. Entre ellos, destacan la calidad de la supervisión y la positiva percepción de las agencias clasificadoras de riesgo.

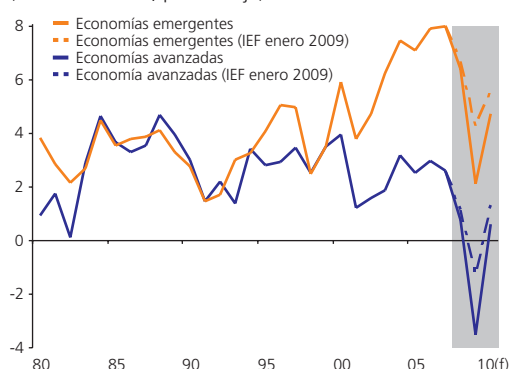
**En el actual contexto de crisis financiera internacional, se identifican tres principales amenazas para la estabilidad financiera de la economía chilena.** La principal, es la prolongación de la profunda contracción económica que está experimentando la economía mundial. La segunda, sigue siendo la salud del sistema financiero internacional. De particular preocupación son los efectos de una recesión, más profunda o prolongada que la esperada, sobre la banca y otros intermediarios financieros. Es por ello, que no se pueden descartar nuevos episodios de incertidumbre y/o contracción crediticia, que a su vez limiten la oferta de financiamiento externo a las economías emergentes. Por último, y a pesar de una disminución en los déficits de cuenta corriente de algunas economías de altos ingresos, la corrección desordenada de los desbalances globales, a través de una depreciación abrupta de las monedas de los países con cuenta corriente deficitaria —incluyendo EE.UU.— podría aumentar la incertidumbre global y provocar una disrupción severa de los flujos financieros y comerciales a nivel global.

**Con todo, el actual esquema de políticas macroeconómicas, el marco de regulación prudencial, la situación patrimonial de la banca, así como los niveles de solvencia y liquidez que presenta la economía chilena, han contribuido y deberían seguir contribuyendo a mitigar el impacto de la significativa desaceleración mundial, así como de condiciones financieras globales restrictivas.** En el actual contexto financiero internacional, el Banco Central de Chile continuará con sus políticas activas de apoyo a la liquidez en moneda externa y en pesos de la banca local, de modo que pueda seguir desarrollando su rol en la provisión de crédito a empresas y hogares solventes. Al igual que se planteó en el *Informe* anterior, las condiciones financieras externas aún estrechas y la menor actividad mundial continuarán teniendo un impacto negativo relevante en la economía chilena. Sin embargo, el análisis contenido en este *Informe* sugiere que el sistema financiero chileno estaría preparado para enfrentar este entorno externo adverso sin convertirse en una fuente adicional de riesgo o volatilidad.

# I. Entorno y riesgos financieros

**Gráfico I.1**

Crecimiento mundial a PPC (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Paridad del Poder de Compra. La clasificación por regiones y sus ponderaciones corresponden a las definidas por el FMI.  
(f) Cifras proyectadas.

Fuente: Elaboración propia a base de datos de bancos de inversión, Consensus Forecast y FMI.

En este capítulo se revisan las condiciones y acontecimientos recientes de los mercados financieros internacionales. Además, se describe y fundamenta el juicio del Banco Central de Chile respecto de los principales factores externos de riesgo para la estabilidad financiera nacional.

## Evolución de la crisis financiera internacional

*Desde el último Informe, la amenaza de una reducción drástica del crecimiento global se ha materializado*

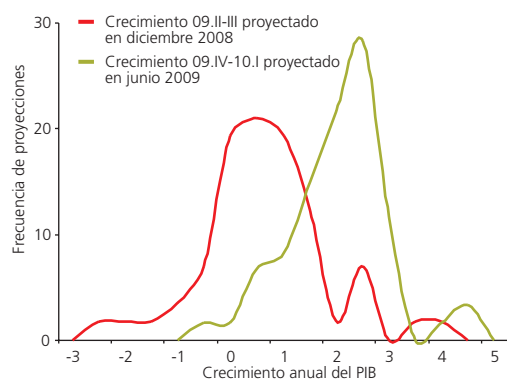
La actividad económica global se redujo fuertemente en el cuarto trimestre del 2008 y el primero del 2009<sup>1/</sup>. En particular, en el primer trimestre del 2009 se registraron caídas del PIB de 2,5% anual en EE.UU., 4,8% en la Zona Euro, 4,1% en el Reino Unido y 9,7% en Japón. Junto con la contracción sincronizada de la actividad, se ha observado una fuerte caída en el comercio internacional (recuadro I.1).

Este panorama ha llevado al FMI a reducir constantemente sus proyecciones de crecimiento del PIB mundial para el 2009 y el 2010 (gráfico I.1). Para este año, el Banco Central de Chile espera una contracción de la economía mundial de alrededor de 1,2%.

*En meses recientes se ha reducido la incertidumbre, tanto sobre el crecimiento global como sobre la salud del sistema financiero internacional. No obstante, el nivel de riesgo sigue elevado*

**Gráfico I.2**

Proyecciones de crecimiento del PIB de EE.UU. (\*)  
(porcentaje)



(\*) Para los seis meses que comienzan al término del trimestre inmediatamente siguiente al mes de proyección. Proyecciones de más de 55 analistas globales.

Fuente: Elaboración propia a base de datos de Bloomberg.

Tras continuas correcciones a la baja de las expectativas de crecimiento anual del producto de EE.UU., estas estarían convergiendo en los últimos meses (gráfico I.2). En diciembre del 2008, las proyecciones exhibían una desviación estándar 17% mayor que las de junio del 2009.

El premio entre la tasa Libo y la tasa de los *Overnight Index Swaps* (OIS) bajó a niveles similares a los observados a mediados de septiembre del 2008, reflejando una mejora en la liquidez del mercado interbancario. Ello, a medida que se ha ido reduciendo el riesgo de contraparte en la banca y que ha caído la incertidumbre respecto de la capacidad de cubrir futuras necesidades de liquidez en este mercado (gráfico I.3). El VIX —la volatilidad esperada del

<sup>1/</sup> Ver Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo 2009, capítulo 1.

**Gráfico I.3**

Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses (\*) (puntos base)



(\*) Spreads entre la tasa Libo y la tasa de los Overnight Index Swaps (OIS) correspondientes a cada zona.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.4**

Volatilidad esperada del mercado bursátil (1) (puntos base)



(1) Volatilidad implícita en las opciones sobre acciones del índice S&P 500 y medida por el VIX.

(2) El VIX se mueve en un rango de 0 a 100.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico I.5**

Premios por riesgo de bonos corporativos en EE.UU. y de bonos soberanos emergentes (1) (2) (puntos base)



(1) Bonos corporativos genéricos a 10 años; spread respecto de la tasa del Tesoro a 10 años.

(2) Medidos por los premios del EMBI.

Fuente: Elaboración propia a base de datos de Bloomberg.

mercado bursátil, implícita en las opciones sobre acciones del índice S&P 500— también ha disminuido (a un nivel de 28, si bien sin igualar aún su promedio histórico de aproximadamente 20), después de haber alcanzado un máximo de 81 en noviembre del 2008 (gráfico I.4).

La positiva evolución que han tenido los premios de bonos corporativos con grado de inversión en EE.UU., de alto rendimiento (*high yields*), y de los EMBI Global —los que desde el cierre estadístico del último Informe han disminuido 137, 362 y 333 puntos base (pb), respectivamente— también es coherente con esta menor incertidumbre (gráfico I.5).

La menor incertidumbre descrita se ha reflejado también en el aparente cambio de tendencia observado, a partir de mediados de marzo del 2009, en los precios de acciones y bonos de los sectores financiero y no financiero en EE.UU. y Europa (gráfico I.6). Al cierre estadístico de este Informe, los índices de los mercados accionarios de las economías avanzadas se sitúan en niveles superiores a los del cierre estadístico del Informe anterior (con ganancias de 6,1% para el S&P 500 y 2,8% para el FTSE 100 desde dicha fecha) y los mercados emergentes han generado utilidades importantes (con aumentos de casi 34% en el índice MSCI de mercados emergentes).

Si bien la disminución de la incertidumbre global es positiva para los mercados financieros internacionales, todavía existen desafíos pendientes en el sector financiero de las economías avanzadas que deben ser enfrentados para permitir la reactivación del crédito al sector privado.

**En los últimos seis meses, se ha visto una acción decidida de los gobiernos en la implementación de políticas**

La reducción de la incertidumbre global ha estado asociada, en parte, a una fuerte reacción contracíclica de las políticas monetaria y fiscal alrededor del mundo, así como a la implementación y profundización de una serie de medidas excepcionales de apoyo al sistema financiero. Respecto de la política monetaria, destacan medidas convencionales de reducción de tasas de interés, además de medidas no convencionales como el relajamiento cuantitativo (*quantitative easing*), con el que se ha apoyado a distintos mercados de activos (gráfico I.7).

El relajamiento cuantitativo se refiere a la práctica de los bancos centrales de estimular una expansión del crédito en sus respectivos países a través de aumentos en su base monetaria, manteniendo inalterada la estructura de sus activos. El relajamiento cualitativo busca estimular el crédito aumentando la fracción de activos financieros (tales como deuda corporativa) en el balance de los bancos centrales, aumentando los precios de estos activos sin cambiar el tamaño de su base monetaria.

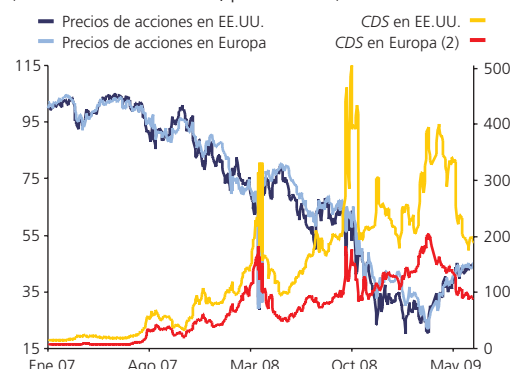
Dos medidas merecen mención especial. El 16 de diciembre de 2008, la Fed anunció la compra de activos securitizados de agencias respaldadas por hipotecas (*mortgage-backed securities, MBS*) y deuda de agencias<sup>2/</sup>.

<sup>2/</sup> Las agencias con apoyo estatal (*Government Sponsored Enterprises, GSE*) son entes híbridos, que mezclan características de empresas privadas y estatales. Son propiedad de agentes privados que las controlan, pero gozan de subsidios, beneficios tributarios y ventajas regulatorias, lo que les permite aumentar la disponibilidad de crédito y reducir su costo en ciertos sectores de importancia para el Estado.

**Gráfico I.6**

Valorización y premios por riesgo de incumplimiento de bancos (1)

(índice enero 2007=100, puntos base)



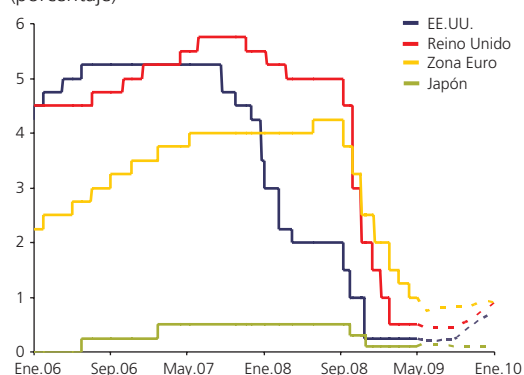
(1) Medido por el *spread* del *Credit Default Swap* (CDS) a 5 años.  
(2) Europa incluye Zona Euro más Reino Unido y Suiza.

Fuente: *Bloomberg*.

**Gráfico I.7**

Tasas de política monetaria en economías avanzadas (1) (2)

(porcentaje)



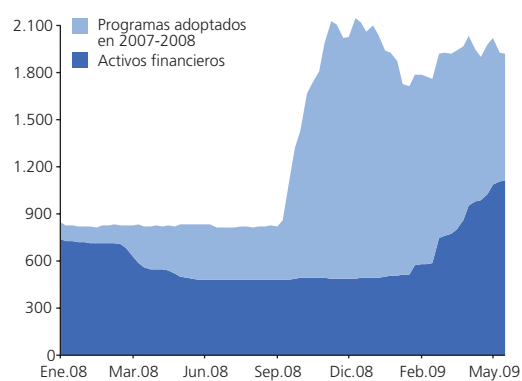
(1) Las líneas punteadas corresponden a proyecciones de mercado, elaboradas a base de contratos futuros de tasas de interés.  
(2) Información actualizada al 12 de junio de 2009.

Fuentes: *Bloomberg* y Banco Central de Chile.

**Gráfico I.8**

Impacto de los programas de apoyo financiero sobre el balance de la Reserva Federal de EE.UU.

(promedios semanales, miles de millones de dólares)



Fuentes: *Bloomberg*, Reserva Federal de EE.UU. y Banco Central de Chile.

Posteriormente, el 18 de marzo de 2009, la *Fed* decidió aumentar su balance con la compra adicional de US\$1,15 billón, mayoritariamente en activos securitizados de agencias respaldadas por hipotecas, a realizarse en un período de seis meses. Todo esto ha tenido un impacto en el balance de la *Fed*, especialmente en el nivel de activos financieros en cartera (gráfico I.8). Políticas similares han seguido el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, entre otros.

Con respecto a la política fiscal, destacan los importantes paquetes de estímulo aprobados por las grandes economías del mundo (gráfico I.9). Estos paquetes combinan medidas tanto de reducción de impuestos como de aumento de gasto público.

Si bien esta combinación de políticas macroeconómicas adoptadas por las economías avanzadas podría tener efectos reales positivos en el corto plazo, también puede plantearles desafíos futuros, tales como: (i) dificultades de financiamiento, por un deterioro de los indicadores de solvencia, y (ii) inflación, dadas las dificultades para revertir el impacto de algunos de los programas implementados por los bancos centrales.

***La recuperación del crecimiento económico dependerá, entre otros factores, de la reactivación del crédito privado, lo que constituye un gran desafío, dado el colapso en el crédito no bancario***

El flujo anualizado del crédito total privado en EE.UU. muestra una contracción en los últimos dos trimestres, cayendo desde un nivel anualizado de US\$2,1 billones en el primer trimestre del 2006, a -US\$70 mil millones en el cuarto trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009. Esta reducción se debe, principalmente, al desplome del crédito no bancario, que llegó a representar 66% del flujo total de crédito en el primer trimestre del 2006 (gráfico I.10). La contracción del crédito total privado se ve reflejada en una fuerte disminución de los flujos netos de crédito, tanto a empresas como a hogares, en especial para préstamos hipotecarios (gráfico I.11).

La caída del crédito no bancario que se empezó a ver el segundo trimestre del 2007 fue liderada por las hipotecas financiadas por *asset-backed securities* (ABS), a pesar de la fuerte intervención efectuada por las agencias *Fannie Mae* y *Freddie Mac* con el objetivo de sostener el mercado hipotecario. En el primer trimestre del 2009, el crédito no bancario se vuelve nuevamente positivo, situándose en US\$293 mil millones. Este cambio de tendencia se debe principalmente a un aumento en la emisión de bonos corporativos, los que alcanzan a US\$570 mil millones —más del doble que el promedio anual de US\$263 mil millones, del período 2006-2007— antes que a una reactivación de los mercados de securitización.

La evidencia anterior sugiere que, no obstante los esfuerzos de política macroeconómica, el panorama actual del crédito todavía es débil, y puede comprometer la reactivación de la actividad económica mundial.

***Un problema central en el sistema financiero internacional es la posible subcapitalización del sistema bancario***

Las estimaciones de los costos totales de la crisis para el sistema financiero de los principales países avanzados bordean los US\$4,1 billones. Por su

**Tabla I.1**

Pérdidas estimadas para el sistema financiero (\*)  
(miles de millones de dólares)

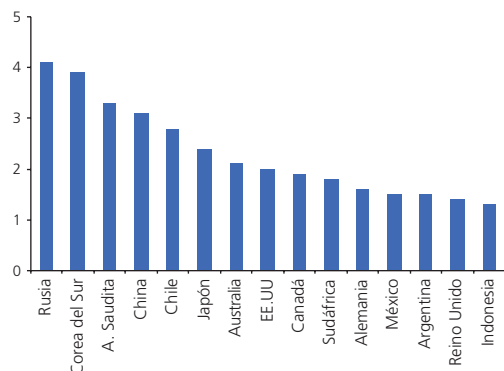
	Total	Bancos
<b>EE.UU.</b>	<b>2.712</b>	<b>1.604</b>
Préstamos	1.068	601
Activos securitizados	1.644	1.002
<b>Zona Euro + Reino Unido</b>	<b>1.193</b>	<b>737</b>
Préstamos	888	551
Activos securitizados	305	186
<b>Japón</b>	<b>149</b>	<b>129</b>
Préstamos	131	118
Activos securitizados	17	11
<b>Total</b>	<b>4.054</b>	<b>2.470</b>
Préstamos a economías emergentes	-	340

(\*) Estimaciones del FMI.

Fuente: FMI (2009b).

**Gráfico I.9**

Planes de estímulo fiscal (\*)  
(porcentaje del PIB)

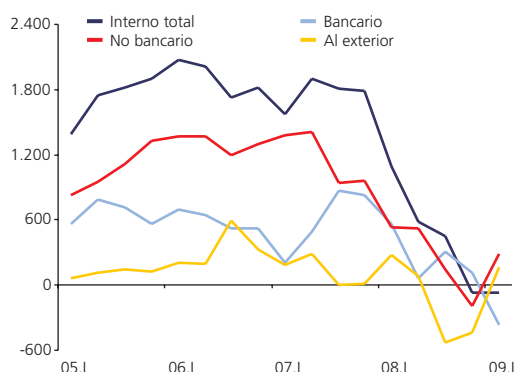


(\*) Corresponde al gasto fiscal extraordinario, que debido a la crisis financiera ha sido comprometido para el año 2009.

Fuente: FMI.

**Gráfico I.10**

Flujo total de préstamos netos privados en EE.UU.  
(flujos anualizados, miles de millones de dólares)



Fuente: Flujo de Fondos, Federal Reserve Board.

parte, el sistema bancario de estas economías estaría expuesto a pérdidas producidas por la disminución del valor de los activos financieros de alrededor de US\$2,8 billones. La mayoría de las pérdidas proyectadas para el sistema bancario estadounidense provendrían de activos securitizados (62% del total), mientras que para el sector bancario de la Zona Euro más el Reino Unido, vendrían de préstamos (74% del total). A lo anterior hay que sumar las potenciales pérdidas de algunos bancos de países de la zona Euro, debido a su exposición a Europa emergente (tabla I.1).

Del total estimado de pérdidas potenciales, los bancos solo han reconocido un porcentaje cercano a 36%. La banca de EE.UU. ha reconocido pérdidas por US\$583 mil millones, mientras la banca de la Zona Euro más el Reino Unido, ha reconocido pérdidas por US\$423 mil millones.

Al cierre estadístico de este *Informe*, el sistema bancario global se ha recapitalizado en US\$1 billón. Este monto cubre 91% de las pérdidas reconocidas hasta la fecha, pero solo 25% de las pérdidas totales estimadas. Más de 40% de los nuevos fondos proviene de fuentes gubernamentales, lo que es indicativo de la dificultad con la que se ha encontrado el sistema bancario global para atraer capitales. Para dimensionar correctamente esta dificultad, cabe recordar que la capitalización de mercado de la banca global al inicio de la crisis era de US\$3,6 billones, en tanto al cierre estadístico de este *Informe* rondaba US\$1,6 billón.

### ***La potencial subcapitalización de la banca internacional podría incrementarse con los aumentos esperados en la morosidad, ocasionados por la fuerte desaceleración económica***

La evolución de las variables macroeconómicas es de crucial importancia para la solvencia y liquidez de la banca, dado su impacto sobre los determinantes de los precios de los activos financieros que están en el balance de los bancos. Dos importantes determinantes de estos precios son las tasas de morosidad y los precios de las propiedades. Desde el último *Informe*, las tasas de morosidad de los créditos hipotecarios han aumentado y los precios de las propiedades han bajado en las economías avanzadas (gráfico I.12). En EE.UU., las moras de préstamos bancarios han mostrado un deterioro, pasando de 2,9% en el primer trimestre del 2008 a 5,6% en el primer trimestre del 2009. Esta negativa evolución fue liderada por los préstamos hipotecarios residenciales (3,7 a 7,9%), préstamos hipotecarios comerciales (3,4 a 6,4%) y tarjetas de crédito (4,8 a 6,5%).

Con una banca débilmente capitalizada, un deterioro de las variables macroeconómicas a nivel global —que deprima aún más los precios de los activos en su hoja de balance— podría tener fuertes repercusiones sobre la capacidad de expansión del crédito global.

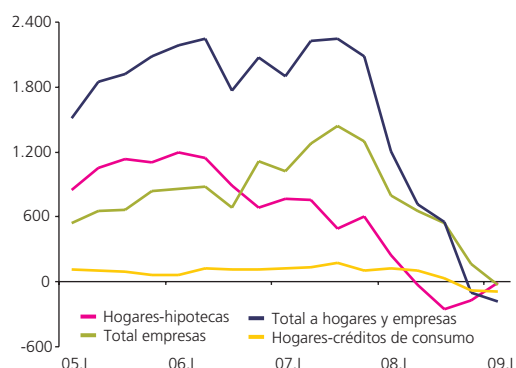
### ***La salud financiera del sistema bancario de EE.UU. depende fuertemente del estado de sus bancos más grandes***

Del número total de instituciones financieras supervisadas por el *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, las instituciones financieras definidas por la *Fed* como grandes (alrededor de 30 bancos) concentran más de 55% de los créditos totales bancarios. Más aún, las cuatro mayores, en términos de tamaño de activos, representan cerca del 40% de los créditos bancarios (gráfico I.13).



**Gráfico I.11**

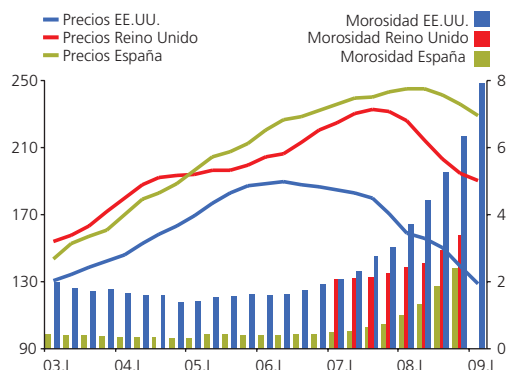
Flujos de préstamos netos de hogares y empresas en EE.UU.  
(flujos anualizados, miles de millones de dólares)



Fuente: Flujo de Fondos, *Federal Reserve Board*.

**Gráfico I.12**

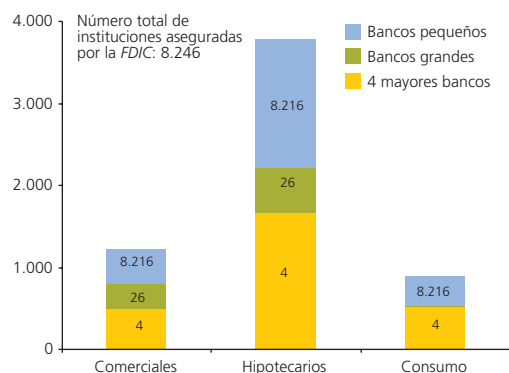
Precios de viviendas y morosidad hipotecaria residencial  
(índice enero 2000=100, porcentaje del total de créditos hipotecarios residenciales)



Fuentes: *Federal Reserve Board*, Banco de España, *Financial Services Authority* y *Bloomberg*.

**Gráfico I.13**

Crédito bancario total por tamaño de banco en EE.UU.  
(miles de millones de dólares)



Fuentes: Reserva Federal de EE.UU., *Federal Deposit Insurance Corporation* y *National Information Center*.

Existirían diferencias en la salud financiera de los mayores bancos de EE.UU. Al cierre de este *Informe*, diez de los 19 mayores bancos han sido autorizados a devolver los préstamos otorgados por el Tesoro estadounidense a través del programa TARP (*Troubled Asset Relief Program*). No obstante, cuatro de los cinco bancos de mayor tamaño aún no estarían en condiciones de hacerlo.

Lo anterior indica que gran parte del riesgo sistémico del sistema financiero estadounidense se focaliza en solo unos pocos bancos de gran envergadura.

### **El ejercicio de tensión que la Fed realizó a los mayores bancos de EE.UU. mostró que diez de ellos necesitan mayor capitalización**

Con el objeto de determinar si los principales bancos de EE.UU. cuentan con capital suficiente para enfrentar el impacto de un deterioro de la economía mayor que el anticipado por el consenso, la *Fed* realizó un ejercicio de tensión a los 19 bancos más importantes de EE.UU. El ejercicio puso énfasis en la razón de capital básico común (*tier 1 common capital*, que incluye solo el valor de las acciones comunes), dado que este es el primer elemento de la estructura de capital en absorber cualquier pérdida, dando protección a las partes más senior en la estructura de capital.

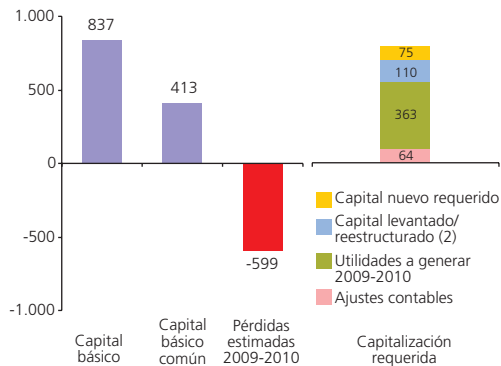
Los resultados del ejercicio indican que diez de los 19 bancos presentan una razón de capital básico común menor al 4% requerido por las autoridades. La *Fed* estima que las pérdidas de estos 19 bancos podrían alcanzar a US\$600 mil millones en los próximos dos años. Las autoridades esperan que los bancos recuperen más de 60% de estas pérdidas (US\$362 mil millones) con la generación de utilidades operacionales en el mismo período (gráfico I.14). Esto se traduce en necesidades de capitalización total estimadas en US\$75 mil millones (12% de las pérdidas estimadas).

Cabe señalar, que los resultados de los ejercicios de tensión podrían ser algo optimistas, por al menos dos razones. Primero, porque las necesidades finales de capital de los bancos obtenidas del ejercicio incorporan estimaciones de utilidades relativamente altas para los próximos dos años. Por ejemplo, para los cuatro bancos más grandes, los ejercicios proyectan utilidades anuales mayores al promedio de los años 2004-2007. Segundo, porque las estimaciones de pérdidas por reconocer realizadas por el FMI, son mayores que las de la *Fed*, debido, en parte, a la utilización de supuestos más pesimistas sobre la evolución macroeconómica futura de EE.UU. que los considerados por el regulador estadounidense.

Desde el último *Informe*, los precios de las acciones de los principales bancos estadounidenses, de la Zona Euro, Suiza y del Reino Unido han mostrado una recuperación de más de 20% desde los mínimos registrados en enero del 2009. Los premios de CDS sobre la deuda senior de la banca se han reducido sustancialmente. Esto debido a (i) los buenos resultados logrados por la banca el primer trimestre del 2009, que incorporaron efectos positivos de los cambios contables en la valoración de activos aprobados por el *Financial Accounting Standards Board* (FASB), (ii) la disminución del riesgo de nacionalización e insolvencia, y (iii) la menor incertidumbre acerca de los estados financieros de algunos bancos importantes tras la publicación de los resultados de los ejercicios de tensión realizados en EE.UU. No obstante,

**Gráfico I.14**

Resultados de las pruebas de tensión a bancos de EE.UU. (1)  
(miles de millones de dólares)

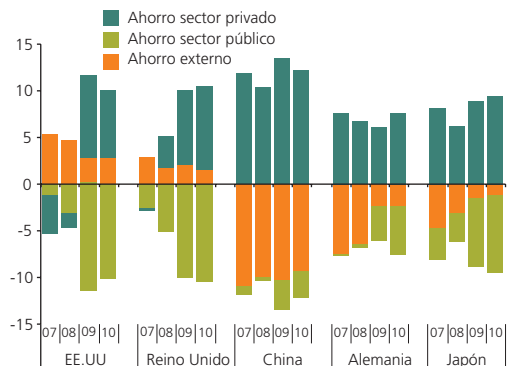


(1) Para los 19 mayores bancos del sistema.  
(2) Cambios en la estructura de capital de los bancos realizados durante el período en el que se llevó a cabo el ejercicio, y que por ello no fueron incluidos en este.

Fuente: Reserva Federal de EE.UU.

**Gráfico I.15**

Balances financieros proyectados por sector (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) El ahorro externo corresponde al inverso de la cuenta corriente. Ahorro externo = Ahorro sector privado + Ahorro sector público.

Fuente: Elaboración propia a base de datos del FMI (2009a) y *Consensus Economics*.

ambos precios todavía están bajo los niveles previos a los de mediados de septiembre del 2008 (gráfico I.6).

Todo lo anterior parece indicar que los riesgos de que un banco sistémico quiebre han disminuido de manera relevante. No obstante, la banca global presenta niveles de capitalización menores que en el período 2002-2007 y, por lo tanto, su capacidad para expandir el crédito al sector privado sería menor que la de esos años.

Los ejercicios de tensión se realizaron con el objetivo de entregar información sobre el estado actual de los balances de los bancos y sus necesidades de capitalización. Para remover los llamados activos tóxicos de los balances de los bancos se diseñó el Programa de Inversión Público-Privado. Este programa está basado en dos supuestos: que el problema principal de la banca en EE.UU. es la liquidez de sus activos y que el sistema de securitización puede ser reactivado a los niveles previos a la crisis. Con este objetivo en mente, el gobierno estadounidense proveería gran parte del financiamiento y garantía para la compra de estos activos por parte de fondos de inversión creados por capitales privados especialmente para estos fines. Sin embargo, recientemente este programa fue suspendido por las autoridades argumentando falta de interés por parte de los bancos tenedores de activos tóxicos. Dos explicaciones han surgido para la suspensión del programa. Una explicación positiva es que los bancos no estarían interesados en participar, ya que se encontrarían en mejores condiciones a las previamente pensadas. La otra explicación —más negativa— es que el precio que alcanzarían los activos al ser vendidos serían inferiores al valor libro actual, lo que obligaría a los bancos vendedores a reconocer pérdidas adicionales.

**Algunos de los factores estructurales que produjeron los desbalances globales parecen persistir**

A pesar de la disminución de los déficits de cuenta corriente de algunas economías de altos ingresos, los desbalances globales persisten, empujados ahora por déficits del sector público. La última información disponible muestra una significativa corrección al alza en el ahorro privado de los países con cuentas corrientes deficitarias, los que seguirían, por ahora, siendo alimentados por los altos déficits del sector público. No obstante, no se observan ajustes a la baja en el ahorro del sector privado de los países con superávit en cuenta corriente (gráfico I.15). Esto pareciera indicar la intención de los países con superávit a continuar con un modelo de desarrollo basado en exportaciones y acumulación de reservas internacionales, lo que reactivaría los desbalances. En ese sentido, China, por su condición de principal acreedor de EE.UU., surge como un actor crucial en la resolución de los desequilibrios internacionales. Si bien es poco probable que China tome la iniciativa de disminuir sus reservas en dólares, expectativas de rebalanceo de portafolio hacia otras monedas por parte de otros actores (motivados quizás por expectativas de depreciación del dólar) podrían traducirse en una pérdida brusca del valor del dólar.



## Principales amenazas a la estabilidad financiera de la economía chilena

En el actual contexto de crisis financiera internacional, se identifican tres principales amenazas para la estabilidad financiera de la economía chilena.

La principal amenaza es la prolongación de la profunda contracción económica que está experimentando la economía mundial. Esta ha impactado negativamente el valor de las exportaciones de Chile en los mercados mundiales, contribuyendo, junto con el cambio de las expectativas y la mayor incertidumbre, a la desaceleración de la actividad local.

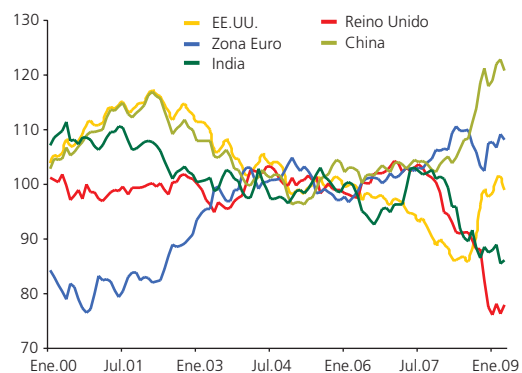
Si bien hay signos alentadores que hacen pensar que lo peor de la desaceleración mundial y, por ende, de la crisis, está en el pasado, existe la posibilidad de que la velocidad de recuperación de la economía mundial sea menor que la contemplada en el escenario base del último *Informe de Política Monetaria*. Si bien se ha implementado una serie de políticas macrofinancieras que han disminuido las posibilidades de quiebra de un banco de importancia sistémica en economías avanzadas, quedan dudas respecto de la capacidad de la banca internacional para apoyar el otorgamiento de crédito al sector privado. Asimismo, persisten las dudas respecto del grado en que la tasa de crecimiento natural (o de mediano plazo) de la economía mundial ha sido afectada negativamente.

La segunda amenaza a la estabilidad financiera nacional sigue siendo la salud del sistema financiero internacional. Como se discute en detalle en este capítulo, se han dado pasos significativos en la normalización del sistema financiero de las economías avanzadas. Sin embargo, persiste una serie de problemas cuya solución aún está pendiente. Entre estos se encuentran la situación de solvencia de la banca en la Zona Euro, el funcionamiento de los mercados no bancarios en EE.UU. y la valoración de los activos tóxicos. De particular preocupación son los efectos sobre la banca y otros intermediarios financieros, de una recesión más profunda o prolongada que la incorporada en las pruebas de tensión. Es por ello que no se puede descartar nuevos episodios de incertidumbre y/o contracción crediticia, que a su vez limiten la oferta de financiamiento externo a las economías emergentes.

Finalmente, como amenaza a más largo plazo y a pesar de una disminución de los déficits de cuenta corriente de algunas economías de altos ingresos, los desbalances globales podrían reaparecer en una situación de mayor actividad, y serían ahora empujados por déficits del sector público. La permanencia de los desbalances globales mantendría el riesgo de una solución desordenada de los mismos, a través de una depreciación abrupta de las monedas de los países con déficits en cuenta corriente, incluyendo EE.UU. Una caída abrupta del dólar podría aumentar la incertidumbre global, con efectos negativos sobre los precios de activos financieros en el mundo, disminuir el valor real de las reservas internacionales de diversos bancos centrales y provocar una disrupción más severa de los flujos financieros y comerciales a nivel global (gráfico I.16).

**Gráfico I.16**

Tipo de cambio nominal multilateral (\*)  
(Índice 2005=100)



(\*) Aumentos del tipo de cambio implican una apreciación de la moneda.

Fuente: BIS.

## Recuadro I.1: Crisis financiera y comercio internacional

La actual crisis financiera internacional no se ha traducido solo en una contracción generalizada de la actividad mundial, sino también, en una reducción significativa del comercio global. Si bien parte importante de esta reducción del comercio es consecuencia de la recesión mundial, existen factores adicionales que podrían explicar por qué el comercio se ha contraído más fuertemente que el producto mundial. Uno de ellos es la creciente integración vertical de la producción, que ha hecho que el comercio internacional sea más sensible a los *shocks* de demanda<sup>3/</sup>. Otro factor, que ha sido recientemente enfatizado por organismos internacionales, es el alza que ha experimentado el costo del financiamiento para el comercio exterior. El objetivo de este recuadro es analizar, si efectivamente, estas mayores dificultades de financiamiento son un factor importante en la contracción observada del comercio internacional.

Una encuesta realizada por el FMI a entidades bancarias en varios países, muestra un significativo incremento del costo del financiamiento para el comercio exterior<sup>4/</sup>. Para Chile, la información disponible muestra un alza en el costo del financiamiento para el comercio exterior en octubre del 2008. Sin embargo, este ha retornado a los valores observados antes de la crisis (gráfico I.17).

La contracción del crédito externo podría ser la consecuencia y no la causa de la caída en el comercio internacional. En el caso chileno, la evidencia indica que la reducción de los préstamos al comercio exterior es precedida por la caída del comercio con el resto del mundo, y no al revés (gráfico I.18). Además, estudios internacionales muestran que, aunque las condiciones de crédito afectan el comercio, la magnitud de este efecto es relativamente baja. Los resultados de estos estudios sugieren que la mayor parte de la contracción del comercio sería explicada por la menor actividad económica (Thomas, 2009)<sup>5/</sup>.

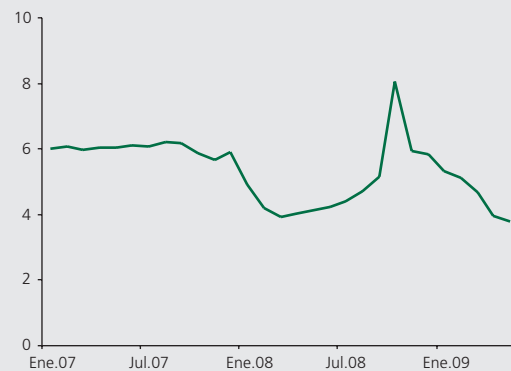
<sup>3/</sup> Esto es el resultado de una tendencia creciente hacia una modalidad en que las distintas etapas de producción de un bien final se realizan en diferentes países.

<sup>4/</sup> FMI (2009c).

<sup>5/</sup> Thomas (2009). Ver también Ronci (2004).

**Gráfico I.17**

Tasa de interés de préstamos de comercio exterior  
(promedio, porcentaje)

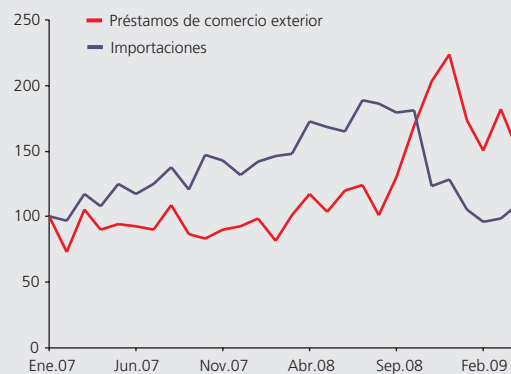


Fuente: Banco Central de Chile.

Un aspecto más difícil de evaluar con la información disponible, es saber cuánto de la actual reducción de las exportaciones chilenas podría deberse a una menor disponibilidad de crédito, entre socios comerciales, y si este podría ser sustituido por fuentes locales de financiamiento.

**Gráfico I.18**

Préstamos de comercio exterior e importaciones  
(índice enero 2007=100)

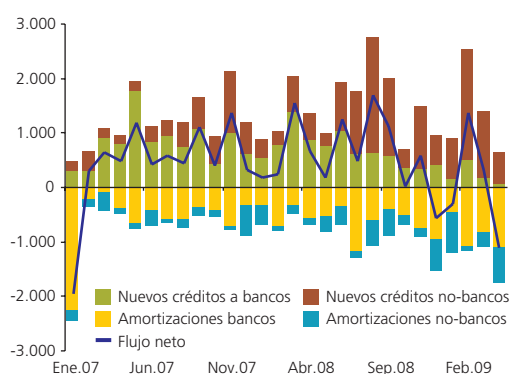


Fuente: Banco Central de Chile.

## II. Financiamiento externo

**Gráfico II.1**

Flujos de préstamos externos a residentes  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

En este capítulo se examina la evaluación reciente y las perspectivas para el financiamiento externo y la liquidez internacional de la economía chilena, en el contexto de las amenazas descritas en el capítulo I.

### Condiciones de acceso al financiamiento externo

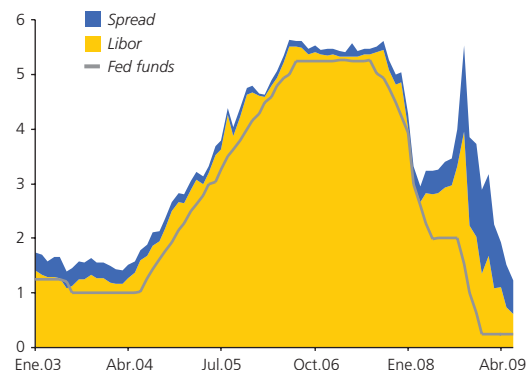
*Desde el último Informe, la economía chilena ha mantenido su acceso a nuevo financiamiento en los mercados internacionales*

A pesar de condiciones crediticias más estrechas, los bancos han podido renovar y/u obtener nuevas deudas en el exterior. Las empresas también han logrado acceder a nuevos créditos externos, en montos que superan el promedio observado entre enero del 2007 y enero del 2009 (US\$607 millones) (gráfico II.1).

En el caso de los bancos, el entorno externo más restrictivo se ha manifestado principalmente en los menores plazos de los créditos contratados. El plazo promedio entre enero y mayo del 2009 alcanzó a siete meses, superior al de fines del 2008, pero por debajo del plazo habitual, más cercano a trece meses. Los altos *spreads* de la deuda externa del sector bancario local, observados hasta fines del año pasado, han ido declinando desde un máximo de 170 puntos base en diciembre del 2008 hasta 62 puntos base en junio del 2009 (gráfico II.2). De modo similar, la tasa *Libor* llegó a sus niveles más bajos desde el 2003, con lo que el costo total de financiamiento externo continúa a la baja.

**Gráfico II.2**

Costo del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes (\*)  
(promedio mensual, porcentaje)



(\*) Correspondiente a préstamos bancarios a tasa variable.

Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

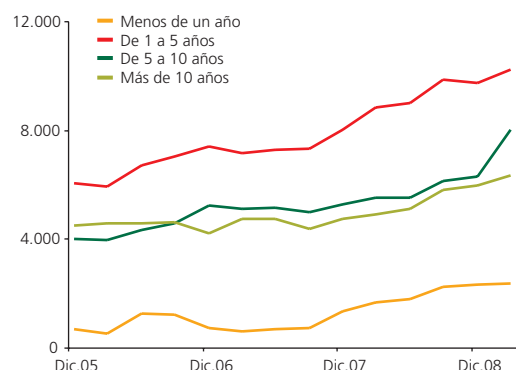
Los bancos nacionales han podido acceder a nuevas fuentes de financiamiento externo, originando un cambio en la matriz de bancos acreedores. Mientras en junio del 2008, los tres mayores bancos concentraban un 53% de la deuda, en marzo del 2009, dicha cifra alcanzaba a 29%.

El financiamiento externo de corto plazo del sector corporativo residente, en tanto, muestra aumentos en los *spreads*. El volumen de préstamos ha aumentado y sus plazos se han alargado significativamente, desde un promedio menor a cuatro meses en el 2007, a uno cercano a diez meses en los primeros cinco meses del 2009.

En los préstamos de largo plazo a empresas se observa un patrón similar al anterior. Los volúmenes, a distintos plazos, han aumentado en los últimos meses, evidencia de la capacidad de las empresas de financiarse a largo plazo en una coyuntura internacional adversa (gráfico II.3). Por su parte, los créditos sindicados internacionales a empresas chilenas han caído en los últimos trimestres, lo que es congruente con la contracción observada en otras economías emergentes (gráfico II.4).

**Gráfico II.3**

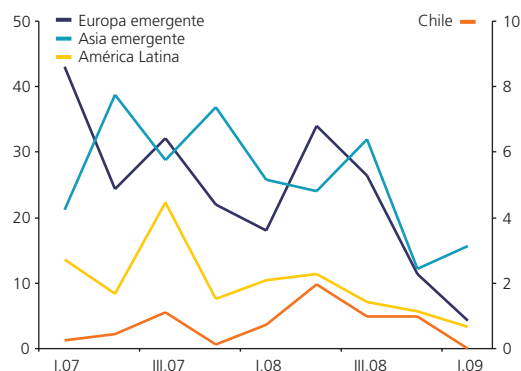
Préstamos externos a empresas residentes  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.4**

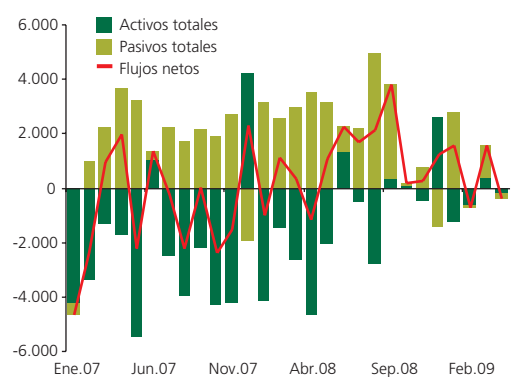
Créditos sindicados internacionales  
(miles de millones de dólares)



Fuente: B/S.

**Gráfico II.5**

Flujos de la cuenta financiera (\*)  
(millones de dólares)



(\*) Excluye activos de reserva.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Desde el último Informe, los flujos financieros totales hacia la economía chilena registran una entrada neta**

Las mayores entradas netas de flujos financieros observadas en los últimos seis meses son consecuencia de un mayor financiamiento externo (aumento de pasivos), que compensa sobradamente la salida de capitales (aumento de activos). El aumento de los pasivos se explica, en parte, por un aumento de los pasivos de portafolio y por una reversión de los flujos de “otros pasivos”. Hasta enero del 2009, estos habían registrado saldo negativo, en línea con la baja en los créditos comerciales, asociada a menores importaciones. En los activos totales, destaca una menor acumulación de activos de portafolio en el exterior (gráfico II.5).

Las mayores salidas de capitales se han concentrado en los bancos e inversionistas institucionales (fondos de pensiones y fondos mutuos), de sobra compensadas por la entrada de capitales de empresas, personas y del sector público. Estos movimientos en las cuentas de activos de portafolio en el exterior han ayudado a compensar los cambios en la oferta de financiamiento externo en la actual coyuntura (recuadro II.1).

**Liquidez y solvencia**

**La deuda externa total no ha presentado cambios significativos en los últimos meses; no obstante, la deuda externa de corto plazo ha disminuido**

En abril del 2009, la deuda externa chilena se mantuvo en niveles muy similares a los de diciembre del 2008. Sin embargo, se observa un notorio cambio en el plazo, debido a una caída del stock de deuda de corto plazo y un pequeño aumento de la deuda de largo plazo. Este ajuste se explica, principalmente, por un número menor de créditos comerciales a corto plazo. Esta evidencia fortalece la posición de liquidez de Chile, sustentada en la baja de la deuda externa de corto plazo residual (DECPR) en el primer trimestre del 2009 (tabla II.1).

**Tabla II.1**

Deuda externa de la economía chilena  
(millones de dólares)

	2005	2006	2007	2008	2009	
	Dic.	Dic.	Dic.	Dic.	Mar.	Abr.
Deuda externa total	46.211	49.234	55.822	64.823	64.876	63.548
Deuda externa de corto plazo (1)	7.095	9.318	11.175	14.966	12.939	12.730
Bancos	1.162	1.873	974	3.055	3.455	3.202
Empresas y personas	5.912	7.428	10.185	11.896	9.477	9.522
Créditos comerciales	5.088	6.508	8.455	8.308	6.473	6.826
Gobierno Consolidado	16	17	16	15	7	6
Deuda externa de largo plazo (1)	39.116	39.916	44.647	49.857	51.937	50.818
Bancos	6.222	5.761	9.512	10.117	8.050	7.234
Empresas y personas	27.740	29.830	31.335	36.751	41.022	41.164
Gobierno Consolidado	4.241	4.325	3.800	2.989	2.865	2.420
DECPR (2)	16.182	17.478	22.556	29.070	24.138	24.138
Bancos	5.502	5.300	7.001	10.105	8.463	8.463
Empresas y personas	10.562	11.467	14.653	18.348	15.106	15.106
Créditos comerciales	5.256	6.685	8.456	8.253	6.473	6.473
Gobierno Consolidado	118	710	902	616	570	124

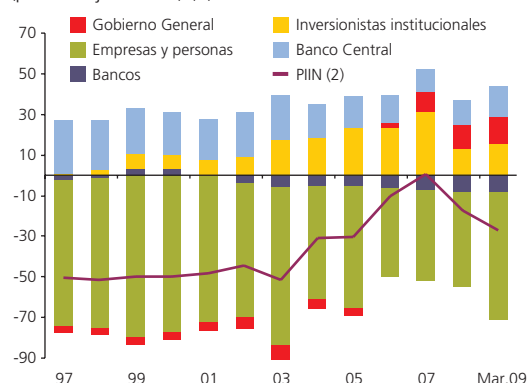
(1) Plazo contractual.

(2) Deuda externa de corto plazo residual.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.6**

Posición de inversión internacional neta  
(porcentaje del PIB) (1)



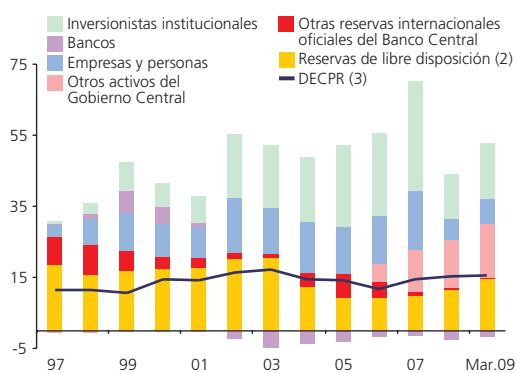
(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice marzo 2009=100).

(2) Posición de inversión internacional neta.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.7**

Disponibilidad de liquidez financiera externa neta  
(porcentaje del PIB) (1)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice diciembre 2009=100). Liquidez externa incluye préstamos de corto plazo, moneda y depósitos, e inversión de cartera. No incluye posiciones en instrumentos derivados.

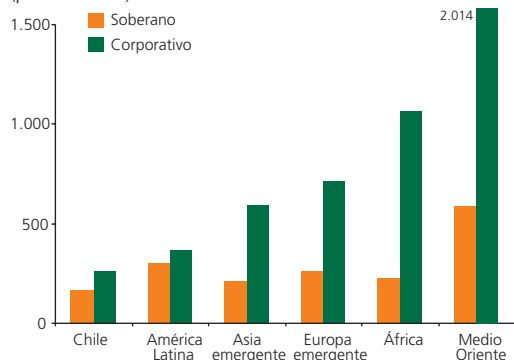
(2) Reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, *swaps*).

(3) Deuda externa de corto plazo residual.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.8**

Variación de los premios por riesgo (\*)  
(puntos base)



(\*) Corresponde a la diferencia de promedios de premios del *EMBI*, donde el primer período va desde el 15 sep.08 hasta el 18 dic.08 y el segundo, desde el 1º jun.07 hasta el 15 sep.08. El valor de cada región corresponde a la variación mediana del grupo de países.

Fuente: *Bloomberg*.

## La economía chilena sigue exhibiendo una posición favorable de solvencia y liquidez internacional

Si bien los indicadores de solvencia de la economía chilena han mostrado un deterioro desde el último *Informe*, estos se mantienen en niveles más favorables que los promedios del periodo 2001-2004 (tabla II.2).

**Tabla II.2**

Indicadores de solvencia y liquidez externa  
(porcentaje)

	2005	2006	2007	2008	2009
	Dic.	Dic.	Dic.	Dic.	Mar.
<b>Solvencia (1)</b>					
Deuda externa/PIB	38	33	34	38	41
Saldo en cuenta corriente año móvil/PIB	1,1	4,7	4,4	-2,0	-2,7
Saldo en cuenta corriente (anualizada)/PIB	3,5	5,3	3,1	-5,0	1,6
Deuda externa/exportaciones	90	70	83	98	110
Posición internacional neta/PIB	-30,4	-10,1	0,4	-17,6	-27,2
<b>Liquidez (2)(3)</b>					
DECPR/deuda externa	33	34	40	45	37
DECPR/reservas internacionales oficiales	89	85	133	126	103
DECPR/RIN de libre disposición	153	127	146	129	107
DECPR financiera/RIN de libre disposición	110	83	91	92	78
DECPR/(RIN de libre disposición + Cuentas por cobrar externas)	92	78	87	93	107
<b>Otros</b>					
Deuda externa de largo plazo/deuda externa	82	78	80	77	80
Deuda externa vigente a tasa fija (neta de <i>swaps</i> )/deuda externa	56	58	59	60	59
<b>Memo:</b>					
DECPR/(RIN + FEES) (4)			73	67	56
DECPR/(RIN de libre disposición+FEES)(5)			77	68	57

(1) Para marzo del 2009, se utiliza el PIB acumulado cuatro trimestres.

(2) DECPR: deuda externa de corto plazo residual.

(3) RIN de libre disposición: reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, *swaps*), depósitos del Fisco en el Banco Central y otros.

(4) Valores trimestrales estimados a partir de proyecciones del servicio de la deuda externa.

(5) FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social.

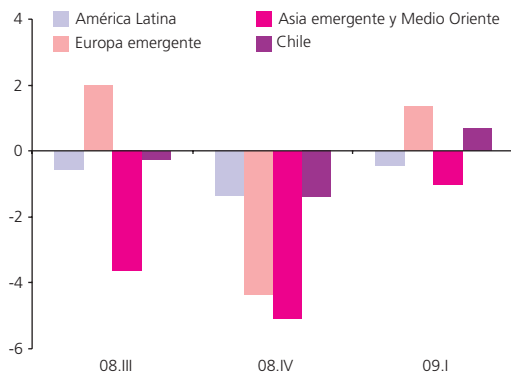
Fuente: Banco Central de Chile.

La posición de inversión internacional neta (PIIN) de la economía chilena como porcentaje del PIB —la cual considera tanto pasivos como activos externos— se ha deteriorado en los últimos meses. Esto se explica por caídas en el valor de los activos externos de los inversionistas institucionales y por un aumento importante de los pasivos externos de las empresas (gráfico II.6).

Los indicadores convencionales de liquidez internacional muestran una mejora desde el último *Informe*, a pesar del menor plazo promedio contractual de los nuevos créditos externos (tabla II.2). Al cierre de este *Informe*, la DECPR financiera llegaba a 78% de las reservas internacionales netas, mientras que los activos del sector público consolidado cubrían con holgura la DECPR total (gráfico II.7).

**Gráfico II.9**

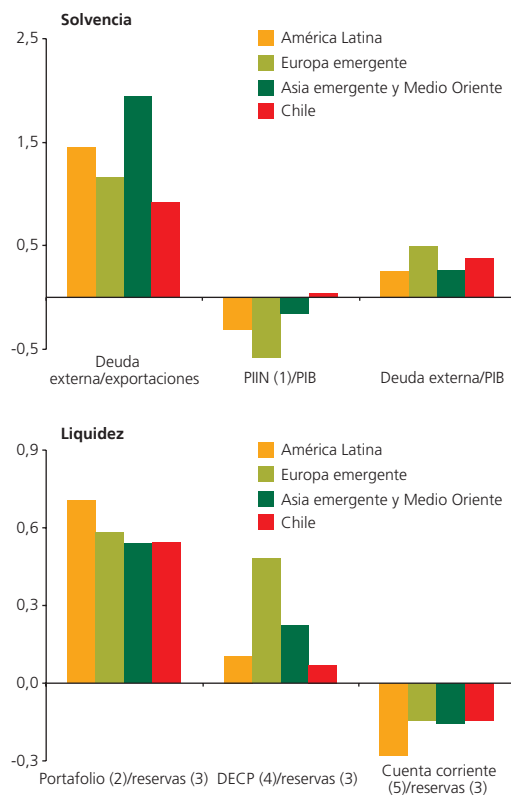
Saldo neto de cartera  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia a base de información de Thomson Datastream.

**Gráfico II.10**

Comparación internacional de solvencia y liquidez  
(veces)



- (1) Posición de inversión internacional neta a diciembre del 2007.
- (2) Posición de cartera internacional neta.
- (3) Incluyen los fondos soberanos.
- (4) Deuda externa de corto plazo.
- (5) Saldo en cuenta corriente proyectado para el 2009.

Fuente: Elaboración propia a base de datos del BIS, FMI y Thomson Datastream.

La favorable visión anterior se refuerza con un ejercicio de tensión de liquidez externa para la economía chilena. Dado un déficit de cuenta corriente privado de US\$450 millones —coherente con el déficit en cuenta corriente total proyectado en el *Informe de Política Monetaria* de mayo del 2009— se simula un escenario adverso de cierre del acceso al financiamiento externo y salida de capitales. Este escenario supone la no renovación de la totalidad de la deuda externa de corto plazo contractual financiera a fines del 2008, la renovación de solo 50% de la deuda externa de largo plazo que vence en el 2009 y una salida de 50% del stock de capitales de no residentes. La economía chilena tendría un respaldo de reservas internacionales líquidas (US\$24.000 millones a mayo del 2009) suficiente para enfrentar las necesidades de liquidez que genera este escenario extremo (aproximadamente los mismos US\$ 24.000 millones). Es importante notar que este *shock* representa una situación de tensión aguda y poco probable, dado que las medianas típicas para salida de capitales y no renovación de la DECPR son de 9 y 6%, respectivamente<sup>1/</sup>.

## Comparación internacional de condiciones de acceso a financiamiento externo

*Chile ha accedido a financiamiento externo en condiciones relativamente favorables, comparado con otras economías emergentes*

Desde el último *Informe*, la crisis financiera internacional ha impactado de manera diferente a distintas economías emergentes. En particular, destaca el hecho de que los aumentos de los *spreads* del EMBI soberano y corporativo de Chile post septiembre 2008 fueron inferiores a los de otras economías emergentes, lo que refuerza la visión de una mayor solidez relativa del país y sus empresas (gráfico II.8)<sup>2/</sup>.

En términos de flujos de portafolio, se observa que Chile, en un periodo de gran turbulencia financiera internacional, ha tenido un mejor desempeño que otros grupos de países emergentes. Las salidas de capitales en Chile —medidas como porcentaje del PIB— fueron menos abruptas en el cuarto trimestre del 2008, mientras que el país se destaca por haber tenido entradas netas en el primer trimestre del 2009, a diferencia del promedio de América Latina, que siguió observando salidas netas (gráfico II.9).

Este mejor desempeño relativo de la economía chilena, en términos de premios por riesgo y flujos de capitales, se explica, en parte, por su relativa fortaleza en términos de solvencia y liquidez internacional (recuadro II.2 y gráfico II.10).

<sup>1/</sup> Las medianas se calculan para una muestra de países que sufrieron una detención repentina de flujos de capitales de acuerdo con la definición de Calvo, Izquierdo y Mejía (2008).

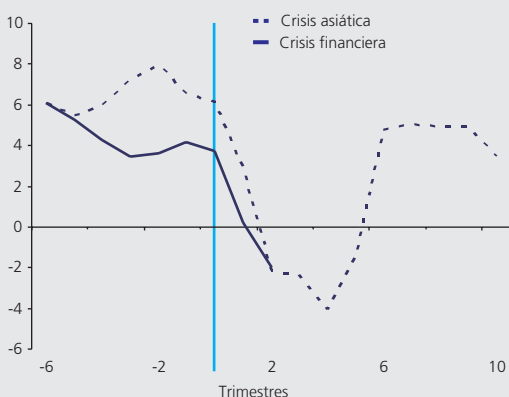
<sup>2/</sup> Medidas alternativas que ponderan las diferencias de los *spreads* del EMBI soberano y corporativo por su nivel inicial, no cambian significativamente las conclusiones presentadas.

## Recuadro II.1: Comparación de las cuentas externas de la economía chilena de 1998-99 versus 2008-09

En este recuadro se compara la evolución de las cuentas externas de la economía chilena, en el período reciente de crisis financiera en las economías avanzadas, con el de la crisis asiática de fines de los noventa. Como contexto, e identificando al segundo trimestre de 1998 y al tercero del 2008 como el respectivo período pre crisis para cada caso, la caída del crecimiento ha sido menor en el episodio reciente que en el anterior (8,3 versus 5,7 puntos porcentuales, respectivamente, gráfico II.11).

### Gráfico II.11

Crecimiento del PIB de la economía chilena (\*)  
(porcentaje)



(\*) El eje azul separa gráficamente los trimestres pre y post crisis en ambos casos.

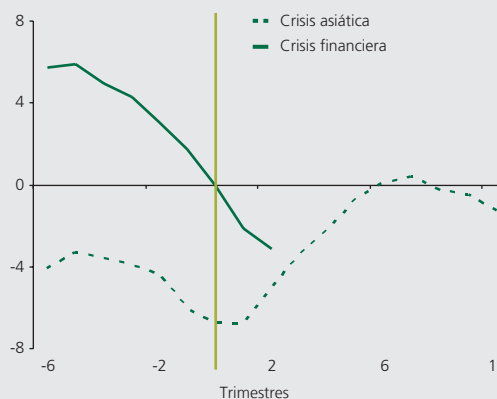
Fuente: Banco Central de Chile.

La situación de las cuentas externas de la economía chilena también difiere de manera sustancial, tanto en su situación inicial como en su respuesta a la crisis. Mientras que en la década de los noventa se enfrentó la situación con un déficit en cuenta corriente, en esta oportunidad la economía registraba un superávit en declinación. Lo que es más importante, mientras en los noventa la economía tuvo que cerrar el mencionado déficit, en la actualidad, la cuenta corriente puede incluso volverse deficitaria (gráfico II.12).

Otra diferencia importante, entre los períodos analizados, ha sido el movimiento del tipo de cambio. En 1998 y 1999, el ajuste de la cuenta corriente tuvo lugar sin variaciones significativas en el tipo de cambio real, en cambio en la actualidad —y en el marco de la política de flotación— el peso se depreció simultáneamente con la desaceleración de la actividad (gráfico II.13).

### Gráfico II.12

Saldo en cuenta corriente de la economía chilena (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) El eje verde claro separa gráficamente los trimestres pre y post crisis en ambos casos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Una tercera diferencia se encuentra en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Si bien la inversión extranjera y la cuenta “otra inversión” muestran comportamientos similares en ambos episodios, la cuenta de inversión de cartera registra grandes diferencias, en particular, en la inversión (activos) de residentes en el exterior (gráfico II.14). Mientras en la crisis anterior la acumulación de inversiones en el exterior se aceleró una vez comenzada la crisis, en el episodio reciente la salida de capitales del período previo se revirtió. Es decir, la economía local aparece en la actualidad como un refugio para agentes que estaban invirtiendo en el exterior, quienes revierten esos flujos.

**Gráfico II.13**

Tipo de cambio real de la economía chilena (\*)  
(índice 1986=100)

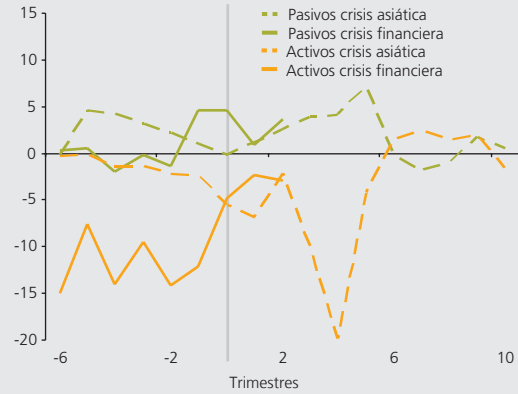


(\*) El último dato para la variable "crisis financiera" es el promedio de abril y mayo del 2009. El eje anaranjado separa gráficamente los trimestres pre y post crisis en ambos casos.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico II.14**

Flujos de cartera de la economía chilena (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) El eje gris separa gráficamente los trimestres pre y post crisis en ambos casos.

Fuente: Banco Central de Chile.

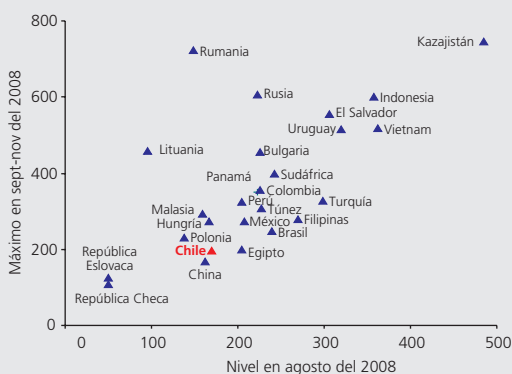


## Recuadro II.2: Determinantes de la diferenciación entre países en la actual crisis financiera internacional

La crisis financiera internacional ha tenido un impacto diferenciado en los precios de los activos financieros de distintas economías. Esto es evidente al contrastar el premio por riesgo soberano en dólares, entre economías emergentes (el premio por riesgo del *EMBI*) a comienzos de la crisis, con el aumento en este premio por riesgo a fines del 2008 (gráfico II.15).

### Gráfico II.15

Cambio en el premio por riesgo soberano (\*)  
(puntos base)



(\*) Medido por el premio por riesgo del *EMBI*.

Fuente: Elaboración propia a base de datos de *Bloomberg*.

En este recuadro se estudian, mediante un análisis de correlaciones multivariado, las variables que podrían explicar parte de esta diferencia. Para ello, se relacionan los cambios en el premio por riesgo del *EMBI* y el nivel del principal índice accionario de cada país (en dólares) entre agosto del 2008 y el máximo (mínimo) de estos valores en los meses posteriores a dicho evento. Se incluye el valor de las acciones, porque si bien el *EMBI* es una mejor medida del precio del riesgo de cada país, está limitado a economías emergentes y, por lo tanto, excluye a muchos de los países que han tenido tensiones financieras en la crisis actual.

En el primer ejercicio, se utiliza como variable dependiente el cambio en el premio por riesgo del *EMBI*. Como variables independientes se incluyen medidas de solvencia (superávit en cuenta corriente, posición externa neta y activos y pasivos

externos brutos, expresados como porcentaje del PIB) y medidas de liquidez externa (deuda de corto plazo, reservas internacionales y una medida de activos de portafolio, netos de pasivos de portafolio, también como porcentaje del PIB). En la muestra de economías emergentes utilizada, ninguna de las variables de solvencia es significativa ni tiene los signos esperados. Las medidas de liquidez, en cambio, sí son significativas y con el signo esperado. El coeficiente estimado para las reservas sugiere que un alza de diez puntos porcentuales se correlaciona con aproximadamente 100 puntos menos de aumento en el *EMBI*. El coeficiente estimado para la deuda de corto plazo tiene un impacto similar (tabla II.3).

El segundo ejercicio se hace sobre el cambio en los índices accionarios en dólares. Los coeficientes estimados indican que los países con mayor déficit en cuenta corriente, con posición externa más deficitaria o con altos niveles de pasivos externos relativos a sus activos, registran mayores caídas en sus índices accionarios en dólares. El coeficiente estimado para el saldo en cuenta corriente indica, que un aumento de diez puntos porcentuales en el mismo está correlacionado con una menor caída del índice accionario en dólares de cinco puntos porcentuales. Para las medidas de liquidez los resultados son mixtos. Si bien el coeficiente de la deuda de corto plazo es negativo y, por lo general, significativo, el de las reservas no es significativamente distinto de cero. Esto podría deberse a un sesgo por omisión de variables: los países con mayor riesgo de enfrentar menores entradas de capitales aumentan su posición de reservas.

En conjunto, los resultados de ambos ejercicios son congruentes con un escenario donde varios países de mayores ingresos entraron a la crisis con posiciones de solvencia de mayor debilidad o déficits de cuenta corriente abultados, lo que conllevó importantes ajustes, tanto en sus proyecciones de crecimiento, como en el valor de sus monedas. Las economías emergentes, en cambio, comenzaron con una posición de mayor fortaleza relativa. Si bien todas las economías sufrieron los efectos de la restricción de liquidez internacional posteriores a octubre del 2008, los países menos vulnerables a estas presiones de liquidez han tenido un mejor desempeño en términos de riesgo de crédito externo.

**Tabla II.3**

Determinantes del cambio en el premio por riesgo soberano (1)

Variables independientes (3)	Variable dependiente: Cambio en el premio del EMBI (2)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
EMBI	1,328*** (0,449)								
Cuenta corriente/PIB		-3,295 (7,616)	-6,357 (9,247)		-1,125 (8,079)	7,436 (7,689)	3,893 (9,329)		
(Cuenta corriente/PIB) <sup>2</sup>			-0,345 (0,579)						
Dummy (Cuenta corriente/PIB < -5%)				134,1 (122,3)					
Reservas internacionales netas/PIB					-5,042 (5,382)	-10,08* (5,658)		-9,240 (5,924)	-9,351 (6,231)
Deuda de corto plazo residual/PIB						12,98*** (4,007)		12,25*** (3,920)	12,27*** (4,002)
Índice de liquidez externa de portafolio/PIB							-7,259 (6,579)		
Posición externa neta/PIB								2,735 (1,847)	
Activos externos brutos/PIB									2,862 (2,587)
Pasivos externos brutos/PIB									-2,739 (1,883)
Constante	218,1** (97,91)	468,3*** (65,14)	484,0*** (70,85)	412,9*** (76,24)	583,5*** (127,2)	417,9*** (131,9)	621,3*** (142,6)	479,4*** (157,5)	473,7** (179,3)
Número de observaciones	37	35	35	36	34	33	34	31	31
R cuadrado	0,200	0,006	0,017	0,034	0,028	0,283	0,039	0,331	0,331

\*\*\* Significancia estadística a 1%, \*\* 5% y \* 10%.

(1) Los errores estándar de los coeficientes están entre paréntesis.

(2) Calculado como la diferencia entre el máximo alcanzado en el período septiembre-noviembre 2008 y el nivel de agosto del 2008.

(3) Las variables independientes corresponden a valores del 2007 y se expresan como porcentaje.

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla II.4**

Determinantes del cambio en el índice accionario (1)

Variables independientes (3)	Variable dependiente: Cambio en el índice accionario en dólares (2)							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Cuenta corriente/PIB	0,579*** (0,212)	0,643*** (0,216)	0,552** (0,220)	0,561** (0,233)	0,368 (0,250)	0,403 (0,280)		
Dummy economía emergente		5,897 (4,375)						
(Cuenta corriente/PIB) <sup>2</sup>			-0,008 (0,014)					
Reservas internacionales netas/PIB				-0,036 (0,128)	-0,045 (0,131)		-0,031 (0,128)	-0,017 (0,128)
Deuda de corto plazo residual/PIB					-0,267* (0,141)		-0,167 (0,115)	-0,196 (0,117)
Índice de liquidez externa de portafolio/PIB						0,094 (0,119)		
Posición externa neta/PIB							0,075* (0,042)	
Activos externos brutos/PIB								0,090** (0,043)
Pasivos externos brutos/PIB								-0,111** (0,052)
Número de observaciones	48	48	48	47	45	47	45	45
R cuadrado	0,139	0,173	0,145	0,121	0,200	0,132	0,129	0,156

\*\*\* Significancia estadística a 1%, \*\* 5% y \* 10%.

(1) Los errores estándar de los coeficientes están entre paréntesis.

(2) Calculado como la diferencia entre el mínimo alcanzado en el período septiembre-noviembre 2008 y el nivel de agosto del 2008.

(3) Las variables independientes corresponden a valores del 2007 y se expresan como porcentaje.

Fuente: Elaboración propia.

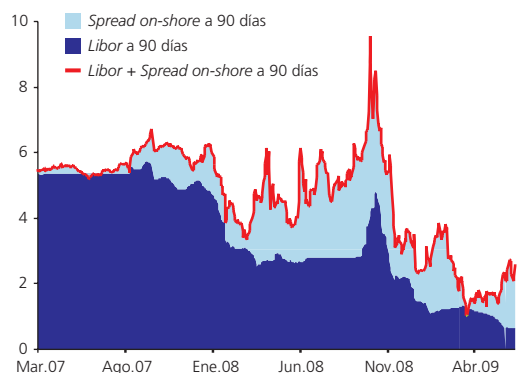
### III. Mercados financieros locales

En este capítulo se analizan los principales mercados financieros locales, dando cuenta de la reciente evolución en actividad, retorno y volatilidad.

**El mercado monetario local, tanto en pesos como en dólares, opera con mayor normalidad, luego de las tensiones a las que estuvo sometido entre septiembre y octubre del 2008**

**Gráfico III.1**

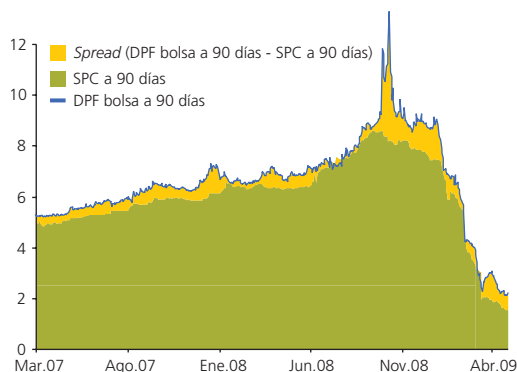
Tasas en dólares en el mercado local (porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

**Gráfico III.2**

Tasas en pesos del mercado monetario (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

La evolución reciente de las tasas de interés del mercado monetario sugiere que las condiciones de liquidez en dicho mercado, tanto en pesos como en dólares, se han normalizado en los niveles previos a las turbulencias del último trimestre del 2008. La significativa reducción de las tasas de interés de corto plazo, en el mercado local, ha tenido lugar en un contexto internacional de incertidumbre, respecto de la solvencia de importantes instituciones financieras internacionales, y de restricciones de acceso al crédito (capítulo I). A esta normalización contribuyeron de manera sustantiva las medidas adoptadas conjuntamente por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central con el objetivo de facilitar el acceso al financiamiento en dólares y en pesos —a plazos coherentes con los requerimientos de administración de liquidez de la banca local— durante todo el 2009.

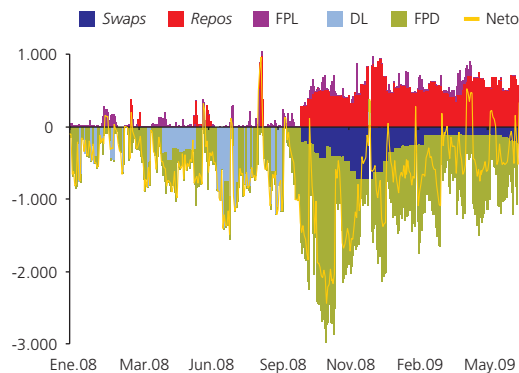
Las menores tensiones en los mercados de corto plazo en dólares se han traducido en una importante disminución del *spread* de la tasa *on-shore*, a distintos plazos. Por ejemplo, después de registrar un máximo de 541 puntos base (pb) sobre la *Libor* en los momentos de máxima tensión financiera, a principios de octubre del 2008, el *spread* de la tasa *on-shore* a 90 días bajó a un promedio de 120 pb en diciembre, nivel similar al de las primeras semanas de junio (gráfico III.1). En las semanas previas al cierre de este Informe se ha observado una recuperación de los *spreads* de la tasa *on-shore*, y una reactivación de la demanda por *swaps* con el Banco Central, posiblemente debida a la salida cubierta de los fondos de pensiones (FP) al exterior.

En el mercado monetario en pesos se observó un comportamiento similar. El alto *spread* de mediados de octubre del 2008 entre el depósito a plazo (DPF) a 90 días transado en bolsa y el *swap* promedio cámara (SPC), 507 pb, se redujo sustancialmente, y hacia inicios de junio se encontraba en un promedio de 30 pb, nivel similar a los de antes de septiembre del 2008. Las tasas de interés de corto plazo en pesos cayeron durante el primer trimestre del 2009, en línea con las reducciones de la TPM. La tasa del DPF a 90 días transado en bolsa registró un mínimo de 2,3% anual a mediados de marzo, para luego aumentar 96 pb hacia fines de abril, debido a la toma de ganancias de algunos inversionistas como respuesta a la reducción de la TPM (gráfico III.2).

La normalización anterior se corrobora al revisar las operaciones monetarias que realiza el Banco Central. La utilización de la Facilidad Permanente de Depósito (FPD) disminuyó a cerca de la mitad de los niveles de octubre

**Gráfico III.3**

Operaciones monetarias del Banco Central (\*)  
(stock en miles de millones de pesos)

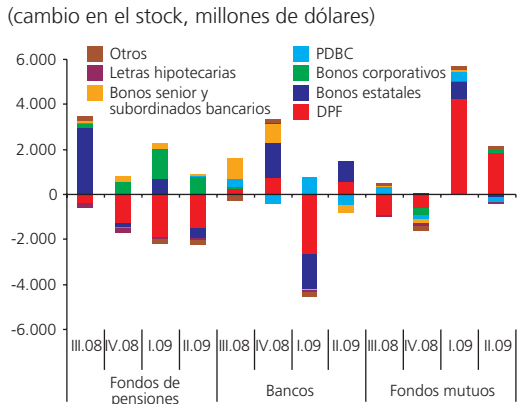


(\*) FPL: Facilidad Permanente de Liquidez; DL: Depósitos de Liquidez y FPD: Facilidad Permanente de Depósito.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico III.4**

Inversiones en renta fija e intermediación financiera por tipo de inversionista (\*)  
(cambio en el stock, millones de dólares)

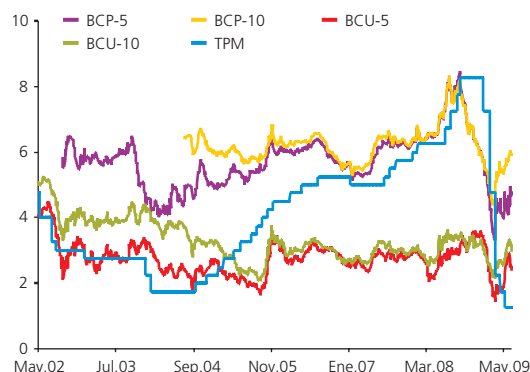


(\*) Información hasta el 5 de junio de 2009.

Fuente: Elaboración propia a base de información del DCV.

**Gráfico III.5**

TPM y tasas de instrumentos del Banco Central  
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

pasado, sugiriendo que los bancos comerciales han estado más dispuestos a reducir los recursos líquidos que mantienen por motivos precautorios. Por otra parte, las menores presiones por liquidez en moneda extranjera han quedado en evidencia en la escasa utilización de operaciones *swap* por parte de la banca (gráfico III.3).

Desde el primer trimestre del 2009, los fondos mutuos (FM) han aumentado las tenencias de DPF de manera sistemática (gráfico III.4). Los FP, por su parte, han disminuido su exposición a este activo desde el último trimestre del 2008, con el objetivo de financiar la mayor inversión en bonos corporativos y en el exterior, que se describe más adelante. Finalmente, destaca la fuerte disminución de DPF mantenidos por los bancos en el primer trimestre del 2009, en especial durante marzo, posiblemente relacionada con la toma de utilidades antes señalada.

En otros mercados de intermediación financiera, existen también indicios de que se han recuperado los niveles de inversión en instrumentos de corto plazo, observados con anterioridad a las turbulencias del último trimestre del 2008. El patrimonio sumado de los FM tipo 1, 2 y 3 disminuyó alrededor de 20% entre agosto y octubre del 2008, caída que se revirtió completamente en febrero del 2009. A fines de mayo, la industria registró cifras récord de fondos administrados de este tipo, los que alcanzaron cerca de \$11,4 billones<sup>1/</sup>.

También se observa una mayor normalidad en las condiciones financieras de las operaciones simultáneas realizadas en la Bolsa de Comercio. Las tasas de interés aplicadas en estas operaciones alcanzaron un promedio semanal (anualizado) de 17% en la segunda semana de octubre del 2008, para situarse en torno al 3,15% promedio anualizado a fines de mayo del 2009. Esto último equivale a 150 pb por sobre la tasa del DPF transado en bolsa a un plazo comparable.

El mercado de efectos de comercio se recuperó plenamente de la brusca caída en las colocaciones registradas en octubre pasado. Entre enero y abril del 2009 se han colocado montos mensuales superiores a \$38.000 millones, lo que equivale al promedio de los últimos cuatro años. No obstante, se observa que, a diferencia de lo que ocurría antes de septiembre pasado, hay una mayor diferenciación entre el costo de fondos de las emisiones de las empresas de *factoring* no bancario y el de las empresas del sector real que han optado por esta fuente de financiamiento. En particular, las colocaciones de las empresas de *factoring* pasaron de un *spread* promedio de colocación anual de aproximadamente 50 pb en agosto del 2008, a más de 300 pb en abril del 2009.

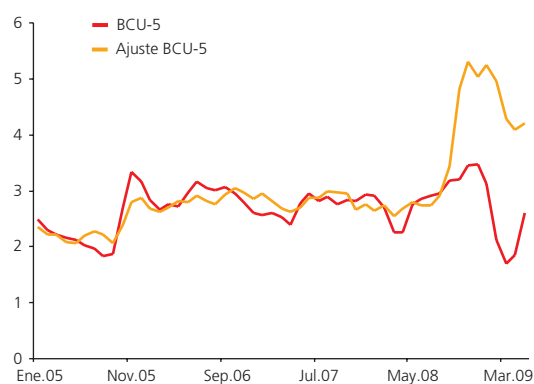
**La evolución de la estructura de tasas de la economía ha estado marcada tanto por las expectativas de relajamiento de la política monetaria, como por las agresivas reducciones de la tasa de política**

Desde mediados de septiembre del año pasado, la fuerte reducción de las tasas de interés nominales de los papeles del Banco Central estuvo vinculada a las menores expectativas de inflación y, como consecuencia, a las expectativas de recortes en la TPM (gráfico III.5). Posteriormente, entre enero y mediados de marzo del presente año, la evolución de las tasas de interés nominales estuvo marcada por las agresivas e históricas reducciones de la TPM, período en el

<sup>1/</sup> Los fondos tipo 1 invierten en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días. Los fondos tipo 2 lo hacen en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días, mientras que los tipo 3 invierten en instrumentos de deuda de más de 365 días.

**Grafico III.6**

BCU-5 y ajuste regresión paridad descubierta de tasas (\*)  
(porcentaje)



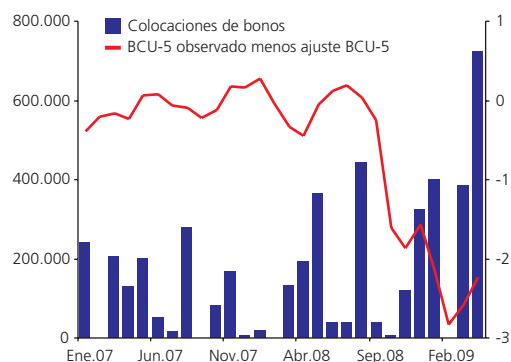
(\*) Promedios mensuales, información hasta el 29 de mayo de 2009.

Fuente: Elaboración propia a base de información de *Bloomberg* y Banco Central de Chile.

**Gráfico III.7**

Colocaciones corporativas y residuo regresión paridad descubierta de tasas (\*)

(millones de pesos, porcentaje)



(\*) Montos mensuales de colocaciones, información hasta el 30 de abril de 2009.

Fuente: Elaboración propia a base de información de *Bloomberg*, *SVS* y Banco Central de Chile.

cual el Banco Central bajó la tasa de instancia en 600 pb. En igual período, las tasas de los BCP-5 y BCP-10 disminuyeron cerca de 250 y 150 pb, respectivamente. Las tasas en UF de los bonos del Banco Central siguieron una dinámica similar, y los BCU-5 y BCU-10 disminuyeron cerca de 190 y 100 pb, respectivamente.

Desde esa fecha en adelante las tasas largas, tanto en UF como en pesos, mostraron una reversión importante, lo que respondería a una disminución de las expectativas de inflación, a una recuperación de la economía más rápida que lo esperado y a un aumento de las tasas externas de largo plazo. Se suma a lo anterior los posibles impactos de la reversión parcial de la mayor demanda por mantener posiciones líquidas en instrumentos estatales de la banca local, generada desde el último trimestre del 2008, debido a una “fuga a la liquidez y calidad” de los inversionistas locales (gráfico III.4). Estos aumentaron su demanda por papeles estatales como parte de un manejo de liquidez más conservador, o como respuesta a la mayor incertidumbre imperante. La reversión parcial de esta demanda por liquidez que se ha observado en las semanas previas al cierre de este *Informe*, podría por tanto, estar explicando parte del alza reciente en las tasas de interés de largo plazo. Así, entre mediados de marzo y fines de mayo, las tasas de los BCU-5 y BCU-10 recuperaron casi por completo la caída previa, aumentando 150 y 110 pb, respectivamente, mientras las tasas de los BCP-5 y BCP-10 aumentaban 160 pb en similar período<sup>2/</sup>.

En modelos de paridad descubierta de tasas estimados para este *Informe* con datos hasta septiembre del 2008, se aprecia una importante desviación de los niveles de tasas en UF predichos respecto de los niveles observados, tanto para el BCU-5 como para el BCU-10, a partir de esa fecha (gráfico III.6)<sup>3/</sup>. La desviación en el ajuste de estas regresiones se podría explicar por un fuerte aumento en la percepción del riesgo de la deuda pública chilena por parte de los inversionistas internacionales, la que no se transmitió a las tasas locales, debido a la existencia de una base de inversionistas locales con percepciones de riesgo menores (recuadro III.1).

La segunda implicancia de esta “brecha de arbitraje” es que la importante emisión de bonos corporativos podría estar empujando al alza las tasas de interés libres de riesgo, por un efecto portafolio. Esto explicaría la evidencia de algún grado de correlación positiva entre el residuo de la ecuación de arbitraje y las tasas del BCU-5, y las emisiones de bonos corporativos en los últimos meses, siendo que en períodos anteriores dicha correlación es nula o incluso negativa (gráfico III.7).

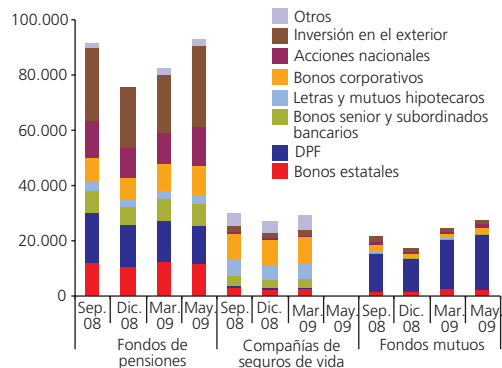
Al cierre de este *Informe*, el Ministerio de Hacienda anunció la emisión de US\$1.700 millones en bonos de la Tesorería General de la República (TGR), a efectuarse durante el segundo semestre del 2009. Por su parte, el Banco Central, con el objeto de compensar los potenciales impactos de dicha emisión —manteniendo la estructura de plazos de papeles estatales en la parte larga de la curva— decidió ajustar su programa de emisión de

<sup>2/</sup> En el Recuadro II.1. del último *Informe de Política Monetaria* se presentaron distintas hipótesis para explicar el comportamiento reciente de las tasas de interés de largo plazo.

<sup>3/</sup> Estos modelos incorporan como determinantes de la tasa en UF a las tasas de los bonos *TIP* de EE.UU. de plazos similares, el premio por riesgo país medido por el *EMBI* chileno, una expectativa de apreciación real, la diferencia entre la *TPM* y la tasa de los *Fed funds*, compensación inflacionaria de los *SPC* a plazos similares y la *TPM*.

**Gráfico III.8**

Cartera de inversionistas institucionales (stock, millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a base de información del DCV.

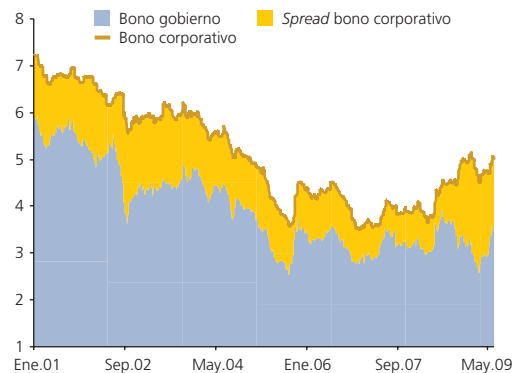
papeles, concentrando la oferta de títulos por un monto similar a la emisión de Hacienda en plazos inferiores a los cinco años<sup>4/</sup>.

*Desde el último Informe, los fondos de pensiones han vuelto a invertir en el exterior, a la vez que han sido demandantes importantes de las emisiones recientes de bonos corporativos*

En la evolución reciente de las inversiones de los inversionistas institucionales, destaca la recuperación del monto de activos administrados por las AFP desde diciembre del 2008, los que al cierre de este Informe, sumaban cerca de US\$93 mil millones. Sobresale también la disminución de los depósitos a plazo, los cuales representaron cerca de 14,8% del portafolio a fines de mayo (durante 2008, este porcentaje se ubicó en niveles cercanos a 19%). Los recursos provenientes de la venta de depósitos a plazo se utilizaron para financiar la compra de bonos corporativos locales y la inversión en el exterior. Como contrapartida, han sido los fondos mutuos los que han absorbido gran parte de la oferta de depósitos a plazo (gráfico III.8).

**Gráfico III.9**

Tasas de interés de bonos corporativos (\*) (porcentaje)



(\*) Bonos corporativos en UF con duración de ocho años o más.

Fuente: Elaboración propia a base de información de LVA Índices.

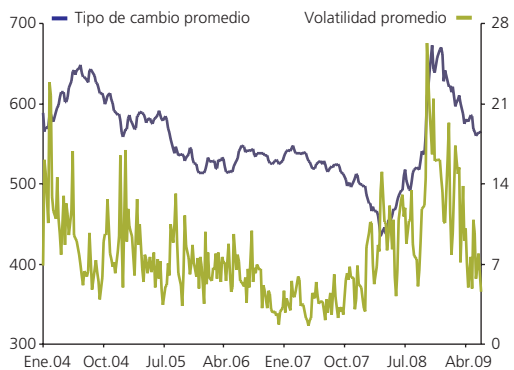
*En los últimos seis meses, el mercado primario de bonos corporativos se ha constituido en una importante fuente de financiamiento para grandes empresas, registrando montos de emisión récord*

Las colocaciones corporativas locales han exhibido un gran dinamismo. En los últimos seis meses se han colocado bonos por cerca de U\$3.200 millones, superando el promedio anual de los montos colocados entre los años 2004 y 2007. Estas colocaciones han sido mayoritariamente adquiridas por los FP y compañías de seguros de vida.

El *spread* promedio exigido por los inversionistas en el mercado de bonos corporativos ha superado el 30% del costo total de financiamiento en los últimos meses, valor superior al promedio de los últimos ocho años, que se sitúa en torno a 20% (gráfico III.9). Sin embargo, esta mayor prima por riesgo exigida en el mercado local es menor —en términos relativos— a la observada para emisores de similar calidad crediticia en el mercado extranjero (recuadro III.1).

**Gráfico III.10**

Nivel y volatilidad del tipo de cambio (\*) (promedio semanal, pesos por dólar y puntos)



(\*) Volatilidad calculada según la metodología de Alfaro y Silva (2008).

Fuente: Banco Central de Chile.

Lo anterior, muestra que los mercados de capitales locales, y en particular el mercado de renta fija, han sido una importante fuente alternativa de financiamiento en la actual coyuntura, caracterizada por condiciones de acceso al financiamiento externo y bancario más restrictivas. De esta manera, en el contexto actual los inversionistas institucionales, operando en estos mercados, han contenido —más que propagado— mayor volatilidad en Chile.

El Ministerio de Hacienda, a través de su agenda Pro Crédito, ha propiciado modificaciones a la ley de Impuesto a la Renta que permitirán mejores condiciones de transacción en el mercado secundario para las nuevas emisiones de bonos, eximiéndolos del impuesto a la ganancia de capital obtenida en el momento de enajenación de los títulos. En la misma agenda, mediante modificaciones legales, se homologa a 4% la tasa de impuesto a los intereses pagados a los inversionistas institucionales extranjeros oferentes de crédito (recuadro III.2). Potencialmente, ambas medidas podrían incrementar la oferta de deuda en el mercado local.

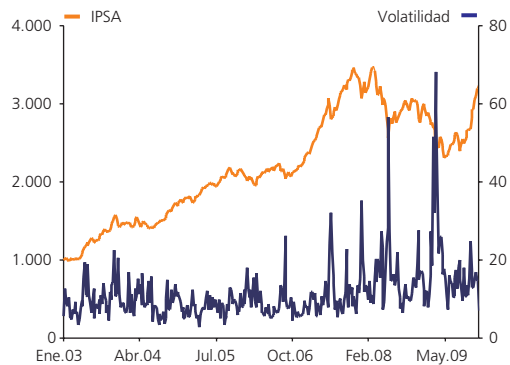
<sup>4/</sup> Ver Nota de Prensa del Banco Central de Chile del 15 de junio de 2009.



**Gráfico III.11**

Nivel y volatilidad del IPSA (\*)

(puntos, porcentaje)



(\*) Promedio semanal. Volatilidad calculada según la metodología de Alfaro y Silva (2008).

Fuente: Elaboración propia a base de información de la Bolsa de Comercio de Santiago.

**La volatilidad de los distintos mercados financieros locales se ha normalizado, luego de los máximos históricos observados en la última parte del 2008**

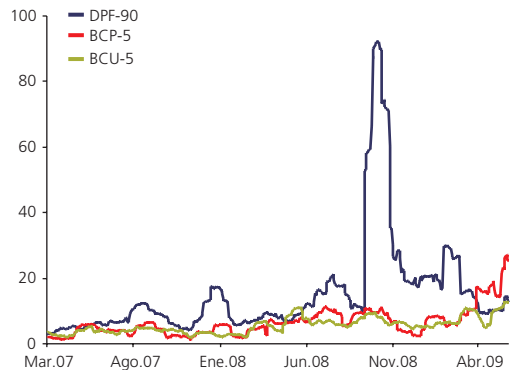
La volatilidad del mercado cambiario ha disminuido en los últimos seis meses, debido a una menor necesidad de asegurar liquidez en moneda extranjera por parte de los intermediarios financieros, y a la recuperación de los índices de precios accionarios externos, lo cual bajó la presión sobre los inversionistas institucionales por liberar posiciones de cobertura (gráfico III.10). El volumen de transacciones en el mercado *spot* del tipo de cambio se redujo de un promedio diario de US\$2.000 millones en septiembre del 2008, a prácticamente la mitad en abril y mayo del 2009.

Junto con el anuncio de emisión de nuevos bonos de la TGR, el Ministerio de Hacienda anunció también que a partir de julio de este año continuará con el programa de venta de divisas mediante licitaciones de US\$4.000 millones, a razón de US\$40 millones diarios. Este nuevo programa continúa al anunciado en marzo, y que se extendió hasta fines de junio, donde se vendieron divisas por un monto de US\$3.000 millones, con licitaciones diarias de US\$50 millones.

**Gráfico III.12**

Desviación estándar del cambio diario en tasas de interés (\*)

(puntos base)



(\*) Desviación estándar del promedio móvil mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Se observa una disminución aun más marcada en la volatilidad del mercado accionario —medida por el IPSA— puesto que su aumento fue consecuencia del fuerte ajuste a la baja del índice, en octubre del 2008 y, por tanto, tuvo carácter transitorio (gráfico III.11). A partir del primer trimestre del 2009, el nivel del IPSA ha mostrado una recuperación progresiva, promediando 3.200 puntos en la segunda semana de junio. No obstante, todavía se sitúa por debajo de los máximos registrados al inicio de la crisis *subprime*, en agosto del 2007.

Finalmente, la volatilidad de las tasas de interés se ha mantenido en sus niveles históricos, con la excepción del brusco aumento de la misma en el mercado de DPF, en octubre del 2008. Por otra parte, la mayor volatilidad de las tasas de interés de los papeles del Banco Central, observada en las semanas previas al cierre de este Informe, está en línea con el abrupto cambio de las expectativas de inflación en los últimos meses (gráfico III.12).

## Recuadro III.1: Paridad cubierta de tasas de interés de largo plazo en Chile

La paridad cubierta de tasas de interés plantea que una vez considerada la cobertura del riesgo cambiario, el retorno de invertir en un activo externo debería igualarse al retorno de un activo local de similares características. Tal condición surge como resultado del arbitraje de tales activos y, por ende, el grado de cumplimiento de dicha condición permitiría evaluar el funcionamiento de los mercados analizados. El objetivo de este recuadro es evaluar, si se cumple o no, la paridad cubierta de tasas de interés de largo plazo en Chile.

En términos prácticos, la cobertura del riesgo cambiario a corto plazo se realiza a través de *forwards* cambiarios. Sin embargo, la falta de profundidad de dicho mercado, a plazos superiores a cinco años, hace necesario recurrir al uso de otros mecanismos de cobertura. En concreto, para la cobertura de largo plazo se emplean los denominados *cross currency swaps*. Estos *swaps* involucran el intercambio de una determinada tasa de interés en moneda extranjera por una tasa de interés denominada en moneda local<sup>5/</sup>.

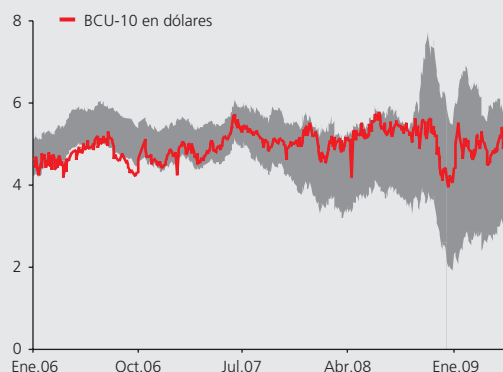
Para estimar la paridad de largo plazo de instrumentos de deuda soberana, se comparó el retorno sintético en dólares de un BCU a 10 años (BCU-10), con las condiciones de arbitraje relevantes para el caso chileno. Es necesario indicar que no existe información pública sobre las tasas de interés pactadas en los *cross currency swaps* locales, por lo cual, se debe estimar indirectamente el costo de cobertura, a través de los diferentes *swaps* que permitirían replicar el *cross currency swap*, a saber: i) *swap* de tasa en UF a largo plazo a tasa flotante en moneda local; ii) *swap* de tasa flotante en moneda local a tasa flotante en dólares, y iii) *swap* de tasa flotante en dólares a tasa fija en dólares a largo plazo.

Sobre la base de lo anterior, es posible construir la tasa sintética en dólares del BCU-10, así como el rango de tasas de interés en el cual no es posible arbitrar potenciales diferencias entre el retorno local y el externo (gráfico III.13)<sup>6/</sup>. Si el retorno del BCU en dólares estuviese por sobre el techo o bajo el piso de la banda de no arbitraje, respectivamente, esto sería indicativo de una violación de la paridad cubierta, e indicaría que no existen oportunidades de arbitraje sin explotar. En

este sentido, la evidencia reportada sería coherente con el cumplimiento de la paridad cubierta de largo plazo, en el mercado de deuda soberana.

### Gráfico III.13

Retorno sintético del BCU-10 en dólares y banda de no arbitraje (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a base de información de Bloomberg y Banco Central de Chile.

Un ejercicio similar se realizó para los instrumentos corporativos. Como medida del costo de emisión en UF, se empleó la TIR proveniente del índice LVA para bonos corporativos AA a 10 años plazo. Adicionalmente, la estimación del retorno local en dólares fue ajustada por el riesgo corporativo exigido en el mercado nacional, y el techo de la banda se ajustó por la prima exigida en los mercados internacionales.

Entre enero del 2006 y abril del 2007, el retorno en dólares exigido en el mercado externo a un bono corporativo chileno, se ubicó por encima del techo de la banda de no arbitraje (gráfico III.14). En otras palabras, se sugiere la existencia de una desalineación de la paridad cubierta de largo plazo en Chile en este período. Sin embargo, tales desviaciones no son infrecuentes a nivel internacional y, además, podrían ser persistentes (McBrady, 2005; McBrady y Schill, 2006; Fletcher y Taylor, 1994).

<sup>5/</sup> Para mayores detalles, ver Álvarez y Opazo (2009).

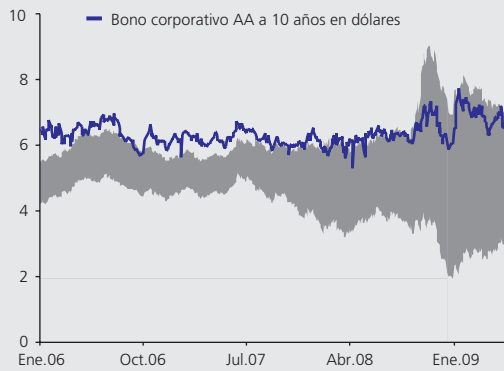
<sup>6/</sup> Para ver cómo se derivan dichas bandas, ver Opazo y Ulloa (2008).



Sin embargo, en lo más reciente —y, especialmente, a partir de septiembre del 2008— el retorno exigido al sector corporativo nacional se ubicó por debajo del retorno estimado en el mercado internacional, con lo cual, se situó dentro de la banda de no arbitraje. En otras palabras, la evidencia reportada señala que el relativamente menor retorno corporativo local, observado en el último tiempo, sería coherente con el cumplimiento de la paridad cubierta de largo plazo.

**Gráfico III.14**

Retorno sintético de un bono corporativo AA a 10 años en dólares y banda de no arbitraje (porcentaje)

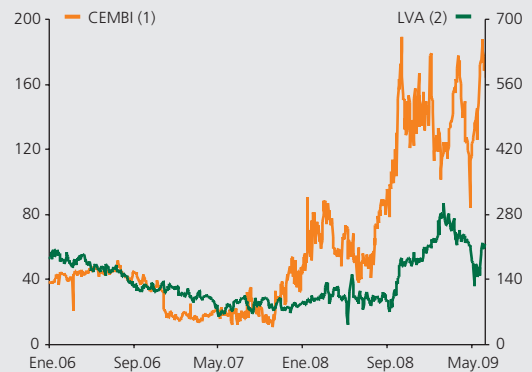


Fuente: Elaboración propia a base de información de *Bloomberg* y Banco Central de Chile.

La dinámica descrita, se asocia en gran medida, con un alza del premio por riesgo exigido en el mercado externo, relativamente mayor que el aumento en el mercado nacional (gráfico III.15). Las hipótesis respecto de este punto son variadas, pudiendo ir desde un sesgo hacia el mercado local (*home bias*) hasta asimetrías de información. No obstante, más allá de cuál o cuáles son los factores que explican lo anterior, el punto central es que los inversionistas locales estarían demandando un premio relativamente menor a los emisores corporativos locales.

**Gráfico III.15**

Primas por riesgo corporativo: Chile versus el exterior (puntos base)



- (1) El *CEMBI* corresponde al premio sobre el *EMBI* exigido a los bonos corporativos chilenos emitidos en el extranjero.
- (2) *LVA* representa el premio por riesgo exigido a los bonos corporativos emitidos localmente.

Fuente: Elaboración propia a base de información de *Bloomberg*, *LVA* y Banco Central de Chile.

## Recuadro III.2: Medidas estatales para facilitar el acceso al crédito de personas y empresas

El 30 de marzo de 2009, el Gobierno anunció 20 medidas para promover el crédito tanto para personas como para empresas, estimular la competencia en el sistema financiero y ampliar las opciones de financiamiento de estos usuarios.

De acuerdo con el Ministerio de Hacienda, esta iniciativa podría generar un potencial de US\$3.600 millones de crédito privado adicional, lo cual representaba 3% de las colocaciones totales de la banca local en abril de este año.

Ello se suma a las medidas adoptadas por el Ejecutivo en enero de este año, en el contexto del Plan Fiscal 2009, que incluían disposiciones para facilitar el *factoring*, la reprogramación de deudas y la eliminación transitoria del impuesto de timbres y estampillas a las operaciones de crédito<sup>7/</sup>.

El plan Pro Crédito ha tenido un avance rápido en la puesta en marcha, a cargo de la SBIF, la SVS, la CORFO y el SII.

**Tabla III.1**

Resumen iniciativa gubernamental Pro Crédito

### Microemprendimiento

Recursos para capital semilla de microempresas.  
Fortalecimiento del Fondo de Solidaridad e Inversión Social (FOSIS), que subsidia costos operativos de instituciones que financian microcrédito.  
Ampliar a 3 años el plazo de renegociación de deudas tributarias.

### Facilitar acceso a financiamiento bancario

Créditos para vivienda con subsidio estatal podrán cubrir hasta 90% del valor de la vivienda, en lugar de 80%.  
Fortalecimiento y ampliación de programas CORFO que ofrecen garantía estatal a empresas de menor tamaño, que quieran acceder a un crédito o renegociar sus deudas bancarias, y extensión transitoria del Fondo de Garantía para Pequeñas Empresas (FOGAPE) a empresas de mayor tamaño.  
Agilizar la operación de los bancos con dichas garantías estatales, renegociación de créditos y recepción de bienes recibidos en garantía.

### Promover acceso a financiamiento no bancario

Aumentar la capacidad de préstamo de compañías de seguro. Potenciar su participación en créditos sindicados.  
Promover el uso de mutuos hipotecarios, incluyendo autorización a las Cajas de Compensación y Asignación Familiar a emitir mutuos hipotecarios endosables para la compra de viviendas.  
Facilitar la securitización de préstamos de empresas más pequeñas.  
Ajustes tributarios para aumentar la liquidez y demanda de los bonos de oferta pública. Subsidio a costos de estructuración, intermediación y emisión para nuevas empresas de menor tamaño.  
Igualar en 4% la tasa de impuesto a los intereses pagados a los institucionales extranjeros oferentes de crédito.

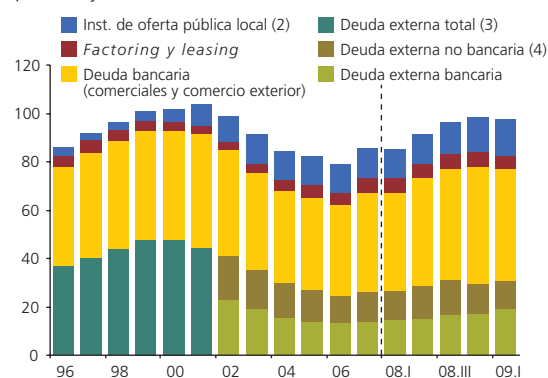
Fuente:Elaboración propia a base de información del Ministerio de Hacienda.

<sup>7/</sup> Información sobre ambas iniciativas se encuentra en [www.minhda.cl](http://www.minhda.cl).

## IV. Usuarios de crédito

**Gráfico IV.1**

Deuda total empresas no financieras  
(porcentaje del PIB) (1)



(1) PIB del 2008 y 2009 corresponde al año móvil estimado terminado en cada trimestre.

(2) Bonos corporativos (excepto Codelco), bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio.

(3) Convertida a pesos según tipo de cambio promedio del período marzo 2002-marzo 2009. Incluye préstamos asociados a IED.

(4) Préstamos asociados a IED, créditos comerciales y bonos.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SVS, SBIF, ACHEF y Banco Central de Chile.

En este capítulo se examina la situación financiera de los usuarios de crédito y se evalúa la tendencia del riesgo de crédito en la economía chilena y su sensibilidad respecto de los riesgos presentados en el capítulo I.

### Empresas

*Desde el último Informe, las empresas nacionales han mantenido el acceso a diversas fuentes de financiamiento, aunque en condiciones más restrictivas*

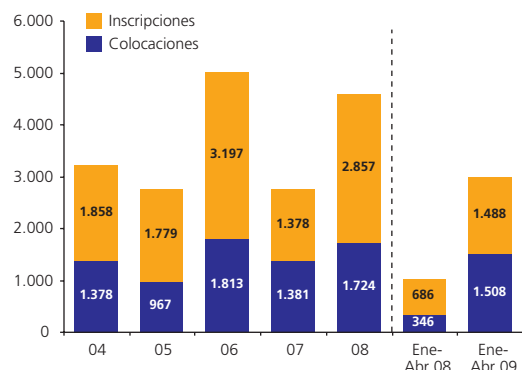
La deuda total de las empresas no financieras chilenas creció 9,9% real anual en el primer trimestre del 2009, destacando el dinamismo del mercado de bonos corporativos (22%) y de deuda externa (10,9%). En relación con el PIB, la deuda de las empresas se ha estabilizado en torno a 98% (gráfico IV.1).

En los primeros meses del 2009, el financiamiento bancario se ha desarrollado en condiciones que han tendido a revertir el importante aumento en las tasas de interés y la mayor concentración de los créditos en plazos más cortos que se experimentó a fines del 2008. Entre diciembre del 2008 y mayo del 2009, la tasa de interés promedio mensual de las colocaciones comerciales disminuyó aproximadamente 670 puntos base, mientras que los créditos comerciales superiores a 90 días han aumentado su participación dentro de las nuevas colocaciones<sup>1/</sup>.

El acceso al financiamiento externo se ha mantenido, aunque en condiciones más restrictivas. Si bien se observan flujos de nuevo financiamiento de largo plazo, estos se concentran en créditos de bajos montos. Tanto la información disponible como lo señalado por fuentes del sector indican que no se estarían otorgando créditos de montos mayores, en particular, sindicados (capítulo II).

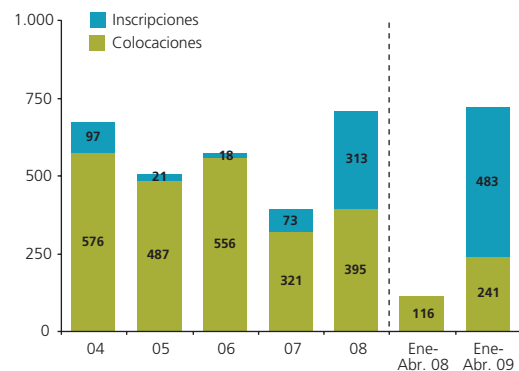
La combinación de condiciones externas deterioradas para las grandes empresas, políticas crediticias más restrictivas por parte de la banca local y el fuerte castigo que sufrieron las acciones a fines del 2008 —virtualmente paralizando nuevas emisiones de acciones en el mercado—, configuraron un panorama de mayores dificultades de financiamiento y manejo de liquidez.

<sup>1/</sup> Los créditos comerciales hasta 90 días alcanzaron, en octubre del 2008, un máximo de 54% de las nuevas colocaciones, para luego disminuir a 44% en abril del 2009.

**Gráfico IV.2**Colocaciones e inscripciones de bonos corporativos (\*)  
(miles de millones de pesos de abril del 2009)

(\*) Incluye bonos de empresas financieras registradas en la SVS.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SVS.

**Gráfico IV.3**Colocaciones e inscripciones de efectos de comercio (\*)  
(miles de millones de pesos de abril del 2009)

(\*) Incluye efectos de comercio de empresas financieras registradas en la SVS.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SVS.

Lo anterior, contribuyó a un significativo aumento en la actividad del mercado de títulos de oferta pública, tanto en colocaciones como en inscripciones<sup>2/</sup>. Las colocaciones locales de bonos corporativos mostraron un alza relevante a partir del 2008 (gráfico IV.2) y, tan solo en los cuatro primeros meses del 2009, estas representaron 87% del total colocado el año anterior. De las 29 empresas que colocaron bonos entre julio del 2008 y abril del 2009, nueve de ellas (29% del monto total colocado) no habían recurrido a este mercado como alternativa de financiamiento, desde el 2003. Entre estas, destacan empresas que en los últimos años acudían con frecuencia a fuentes de financiamiento externo, principalmente bancarias. A pesar de que el dinamismo del mercado local de bonos se ha visto acompañado de un mayor *spread*, el costo de este financiamiento aun se compara favorablemente con la evolución del costo del crédito externo (recuadro III.1).

De manera similar, también se ha observado un importante aumento en la inscripción y colocación de líneas de efectos de comercio, en particular por parte de empresas no financieras que hasta ahora no hacían uso de esta fuente de financiamiento de corto plazo (gráfico IV.3). Si bien no todas estas líneas han sido colocadas, entregan a las empresas opciones para enfrentar eventuales episodios de menor liquidez en el futuro.

**La evidencia disponible sugiere que ha habido sustitución en las fuentes de financiamiento utilizadas por las empresas**

El análisis del cambio en la composición de la deuda de una muestra de empresas locales, entre diciembre del 2007 y del 2008, sugiere que hubo una sustitución en las fuentes de financiamiento utilizadas. Se observa una mayor orientación hacia los mercados financieros locales en dicho período, tanto en deuda bancaria como en bonos. En esta muestra de empresas aumentó la tenencia de créditos de la banca local en seis puntos porcentuales (\$1 billón) y de bonos en dos puntos porcentuales (\$420 mil millones) (tabla IV.1).

**Tabla IV.1**Deuda local y externa de empresas nacionales (\*)  
(porcentaje del total de la deuda financiera)

	2007	2008	
	Diciembre	Junio	Diciembre
Deuda local			
Bancaria	34,8	41,1	42,9
Bonos	21,4	26,2	27,1
	13,4	14,8	15,8
Deuda externa			
Bancaria	65,2	58,9	57,1
Bonos	48,6	41,8	43,4
	16,7	17,2	13,7
Total	100,0	100,0	100,0

(Monto de la deuda total en miles de millones de pesos de dic.08)

Total	15.066	14.894	17.487
-------	--------	--------	--------

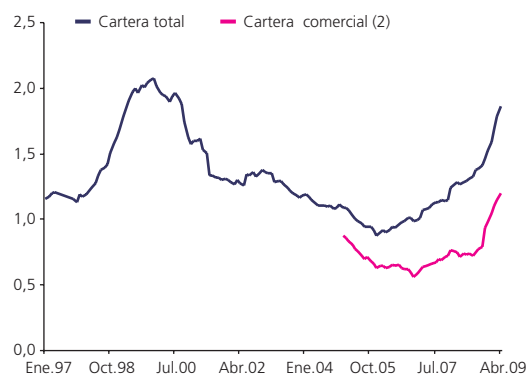
(\*) Muestra de 461 empresas con deuda externa vigente a diciembre del 2008. Excluye empresas financieras.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIF y del Banco Central de Chile.

<sup>2/</sup>A marzo del 2009, este mercado estaba constituido, principalmente, por bonos corporativos (90,4% del stock de colocaciones) y, en menor medida, por bonos securitizados (5,4%) y efectos de comercio (4,2%).

**Gráfico IV.4**

Gasto en provisiones (1)  
(porcentaje de la cartera respectiva)



(1) Año móvil terminado en el trimestre que se indica.  
(2) Serie disponible desde enero del 2005.

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

**El riesgo de crédito aumentó, principalmente, a partir del último trimestre del 2008, y el gasto en provisiones de la banca se elevó**

El análisis del riesgo de crédito del sector, muestra un aumento en el gasto en provisiones de los bancos, desde los últimos meses del 2008, alcanzando en abril del 2009, a 1,2% de la cartera comercial (gráfico IV.4)<sup>3/</sup>.

En una muestra de empresas que representa cerca del 80% de las colocaciones comerciales y de comercio exterior de la banca local, se observó un incremento de la cartera en mora y vencida, entre 2007 y 2008, de 0,92 a 1,16% del total de la cartera analizada<sup>4/</sup>. A nivel sectorial, destaca un aumento más pronunciado de la cartera en mora y vencida en los sectores forestal, agrícola, transportes, inmobiliario y pesca; en tanto, por tamaño de deudores, resalta el de las empresas pequeñas y medianas, así como de algunos subsectores de grandes empresas.

**El sector corporativo exhibe un deterioro de sus principales indicadores financieros, aunque estos todavía se sitúan en rangos que no revisten alta vulnerabilidad financiera**

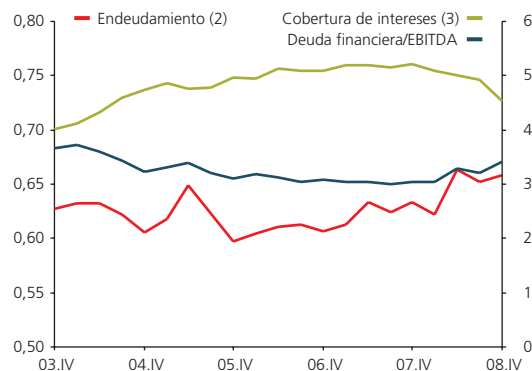
El desempeño operacional de las empresas registradas en la SVS sufrió un detrimento el último trimestre del 2008, registrando un margen operacional promedio de 7,9%, comparado con 11,1% en igual trimestre del año anterior. La menor generación de flujos operacionales junto con el aumento en el costo de fondos, afectó su capacidad de pago, disminuyendo la cobertura de intereses desde cinco hasta cuatro y media veces en un trimestre (gráfico IV.5). Los sectores con mayor deterioro relativo en sus indicadores de solvencia fueron consumo, construcción, forestal, pesca y minería. En contraste con lo anterior, las compañías eléctricas presentaron un desempeño favorable debido al aumento en los precios de venta y la buena hidrología de la segunda parte del 2008.

A marzo del 2009, las empresas que reportaron estados financieros bajo las normas contables chilenas —y que representan cerca del 60% de la deuda financiera del total de entidades registradas en la SVS— continuaron mostraron un deterioro en desempeño, tanto en márgenes como en capacidad de pago<sup>5/</sup>. El margen operacional y la cobertura de intereses promedio, pasaron de 8,5 a 7,8%, y desde 3,8 hasta 3,2 veces, respectivamente, entre diciembre del 2008 y marzo del 2009. Sin embargo, aún se consideran dentro de rangos aceptables. El endeudamiento no presentó mayor variación.

A diciembre del 2008, la posición de liquidez (test ácido) de las empresas, en la mayoría de los sectores, presentó una caída respecto del año anterior, viéndose afectada, en parte, por el menor flujo de efectivo generado durante

**Gráfico IV.5**

Capacidad de pago y endeudamiento de empresas (1)  
(veces)



(1) Empresas registradas en la SVS, estados financieros consolidados. Excluye minería.  
(2) Deuda financiera/(Patrimonio+interés minoritario).  
(3) (EBITDA /Gastos financieros), año móvil.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SVS.

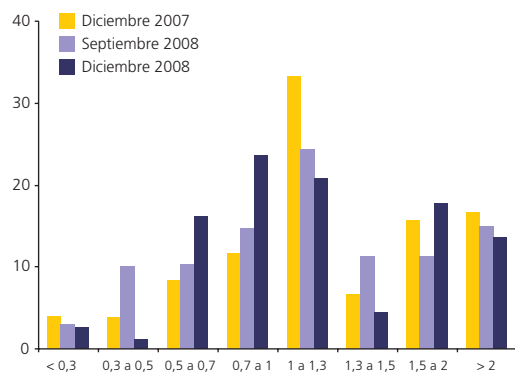
<sup>3/</sup>El gasto en provisiones de la cartera total presentó un incremento sustancial, alcanzando en abril del 2009, a 1,86%, cercano (aunque aún por debajo) a lo observado a inicios del 2000 (capítulo V).

<sup>4/</sup> Fuentes: SBIF y Banco Central de Chile. Se considera como cartera en mora a la que tiene un retraso de entre 30 y 89 días, y vencida, a la de más de 90 días.

<sup>5/</sup> A partir de marzo del 2009, las empresas registradas en la SVS empezaron a reportar, en forma gradual, estados financieros bajo estándares internacionales (*International Financial Reporting Standards, IFRS*).

**Gráfico IV.6**

Deuda financiera y razón de liquidez (\*)  
(porcentaje, veces)



(\*) Porcentaje de deuda financiera en empresas por rango del test ácido (activos circulantes menos existencias, dividido por pasivos circulantes).

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SVS.

el último trimestre del 2008. El porcentaje de deuda en empresas cuyo indicador de liquidez es menor de una vez pasó de 28 a 44% en un año (gráfico IV.6). Esta proporción se concentra en el tramo de media a una vez, lo que se explica, principalmente, por la caída del indicador en los sectores de la construcción, alimentos, transportes y minería.

En igual fecha, el descalce cambiario de las empresas alcanzó a 2,21% de los activos totales, cifra algo superior a la observada en periodos anteriores, pero muy inferior a las de comienzos de la década, y del período inmediatamente anterior a la crisis asiática (12,2% en diciembre de 1996, y 15,6% a fines de 1997) (gráfico IV.7). A nivel individual, entre las principales empresas que presentan descalces, destacan aquellas que poseen coberturas naturales al tener flujos en moneda extranjera.

**Los sectores ligados a la construcción, consumo y comercio exterior han sido los más afectados por el complejo escenario internacional la fuerte desaceleración económica local**

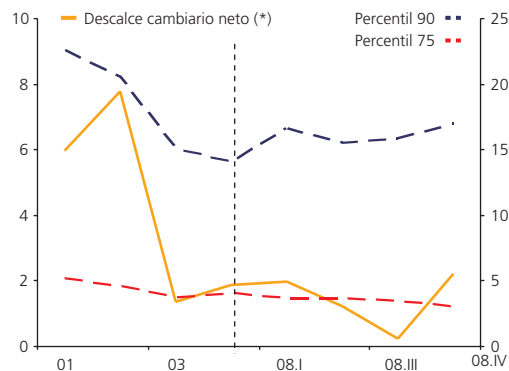
Los sectores más afectados por las complejas condiciones económicas son aquellos más sensibles al ciclo económico, como resultado de la reducción en el consumo de bienes durables, en la inversión y en la demanda mundial por exportaciones. En el sector inmobiliario, que representa aproximadamente 17% de los créditos comerciales de la banca local, las cifras de venta de casas y departamentos a nivel nacional, indicaban 24,4 meses para agotar el stock a febrero del 2009, cifra que supera los 18,8 meses alcanzados a igual fecha del año precedente<sup>6/</sup>. No obstante lo anterior, las cifras de venta de viviendas nuevas mostraron cierta recuperación durante el primer trimestre del 2009, comportamiento que es coherente con las menores tasas de interés y ofertas de precios de inmuebles, llevadas a cabo en conjunto por instituciones financieras y empresas inmobiliarias.

Por su parte, el comercio minorista (aproximadamente 9% de los créditos comerciales de la banca local) continúa sintiendo el menor consumo local. Durante el primer trimestre del 2009, el índice de ventas de supermercados cayó 7,8% en relación con igual período del año anterior, mientras el índice de ventas del comercio minorista disminuyó 3,3% en la Región Metropolitana de Santiago<sup>7/</sup>. A su vez, el sector forestal enfrenta una menor demanda a nivel global, lo que se ha reflejado en las exportaciones forestales, que disminuyeron 23,4% entre abril del 2008 y abril del 2009<sup>8/</sup>.

En lo que va transcurrido del 2009, las expectativas de las empresas muestran un leve repunte respecto de fines del 2008<sup>9/</sup>. Las expectativas de los agentes económicos, que se reflejan en el IPSA, también presentan una recuperación, con un avance en este índice, al cierre estadístico del presente Informe, de 37% respecto del cierre del 2008.

**Gráfico IV.7**

Descalce cambiario  
(porcentaje de los activos totales)



(\*) Pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SVS y del Banco Central de Chile.

<sup>6/</sup> Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

<sup>7/</sup> Fuente: Cámara Nacional de Comercio, Servicios y Turismo de Chile E.G.N.

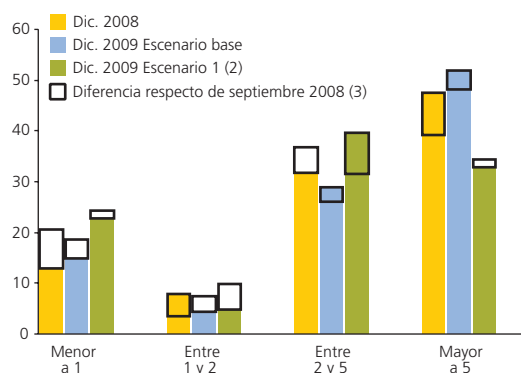
<sup>8/</sup> Exportaciones FOB. Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>9/</sup> Medidas por el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE).

### Gráfico IV.8

Deuda bancaria local y capacidad de pago en escenarios alternativos (1)

(porcentaje, veces)



(1) Porcentaje de deuda bancaria local de la muestra de acuerdo con el rango del indicador de cobertura de intereses.

(2) Caída del crecimiento del PIB y aumento de las tasas de interés de corto plazo.

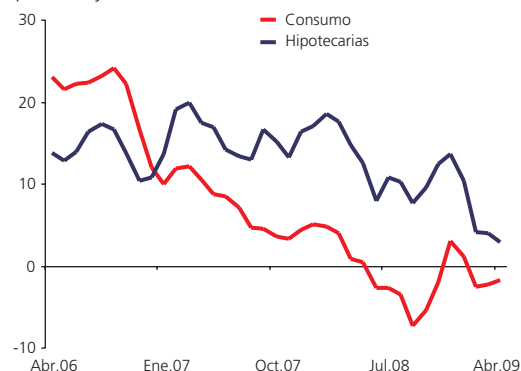
(3) Las áreas rellenas representan los datos a diciembre del 2008.

Fuente: Elaboración propia en base a información de la SVS, SBIF y Banco Central de Chile.

### Gráfico IV.9

Crecimiento real anual de las colocaciones bancarias

(porcentaje)

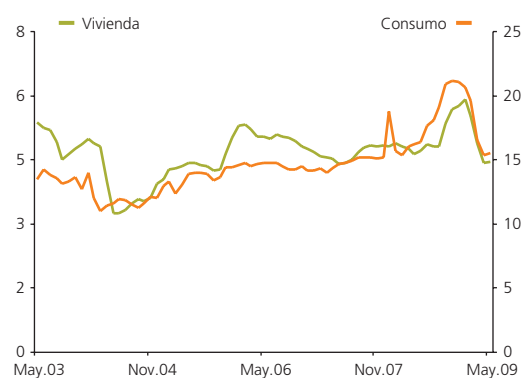


(\*) Variaciones mensuales anualizadas de datos desestacionalizados, trimestres móviles.

Fuentes: SBIF y Banco Central de Chile.

### Gráfico IV.10

Tasas de interés de colocaciones



Fuentes: SBIF y Banco Central de Chile.

**En el escenario adverso de las pruebas de tensión, la capacidad de pago permanece en niveles razonables en la mayoría de las empresas, pero con menores holguras que en periodos anteriores**

A diciembre del 2008, en el escenario más adverso utilizado en el Informe anterior, la cobertura de intereses se mantiene en niveles saludables en la mayoría de las empresas no financieras, con deuda bancaria local, registradas en la SVS (gráfico IV.8). No obstante, respecto del ejercicio realizado en el Informe anterior, esta vez una menor proporción de empresas se sitúa en el rango de cobertura superior a cinco veces.

Los antecedentes analizados en este capítulo sugieren que en el complejo entorno económico actual y con condiciones crediticias más restrictivas, las empresas han experimentado un deterioro en sus principales indicadores financieros. Como resultado, el riesgo de crédito del sector ha aumentado. A pesar de ello, mantienen el acceso a diversas fuentes de financiamiento y, en las empresas registradas en la SVS, los indicadores se encuentran en niveles aún saludables, aunque más estrechos.

## Hogares

**El crecimiento de la deuda de los hogares continúa desacelerándose: la deuda de consumo bancaria se contrae y la deuda hipotecaria muestra los primeros signos de desaceleración**

Al primer trimestre del 2009, la deuda total de los hogares creció 5% real en términos anuales, alrededor de 5,5 puntos porcentuales por debajo del promedio del 2008. Esta desaceleración se observó en todas las fuentes de financiamiento. Sin embargo, la deuda de consumo bancaria mostró incluso una contracción real a fines del 2008, la que se ha profundizado durante los primeros meses del 2009 (tabla IV.2). Dicha caída se explica por una menor tasa de expansión tanto de los montos como del número de créditos otorgados.

### Tabla IV.2

Deuda de los hogares  
(variación real anual, porcentaje)

	08.I	08.II	08.III	08.IV	09.I
Hipotecaria	15,9	15,1	13,5	12,9	8,9
Bancaria	15,3	14,1	13,3	13,1	9,6
No bancaria (1)	19,8	21,2	15,1	11,7	4,7
Consumo	11,2	7,8	5,0	3,7	1,0
Bancaria	5,2	3,3	1,1	-0,3	-2,1
No bancaria	18,0	12,7	9,2	7,9	4,2
Casas comerciales	17,6	9,7	7,3	6,1	0,7
CCAF (2)	18,7	16,9	17,9	9,6	4,5
Cooperativas	13,1	8,0	3,0	11,6	10,4
Otras (3)	20,3	17,5	9,8	8,4	7,6
Total	13,5	11,4	9,3	8,4	5,0

(1) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

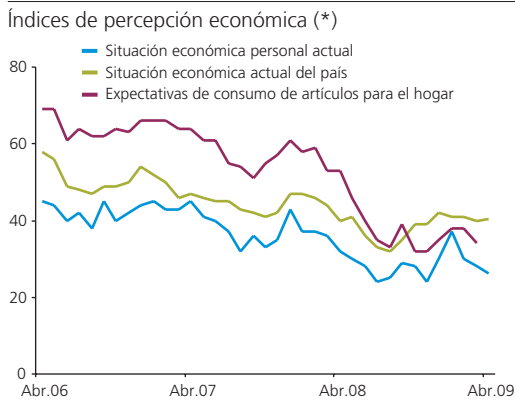
(2) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

(3) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria y compañías de seguros.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIF, SVS y SuSeSo.



**Gráfico IV.11**



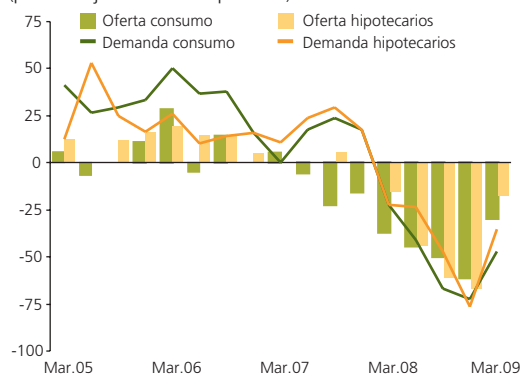
(\*) Varían en un rango entre 0 y 100. Un mayor valor indica una mejor percepción.

Fuente: Adimark.

**Gráfico IV.12**

Percepción de demanda y flexibilidad en la oferta de créditos (\*)

(porcentaje neto de respuestas)



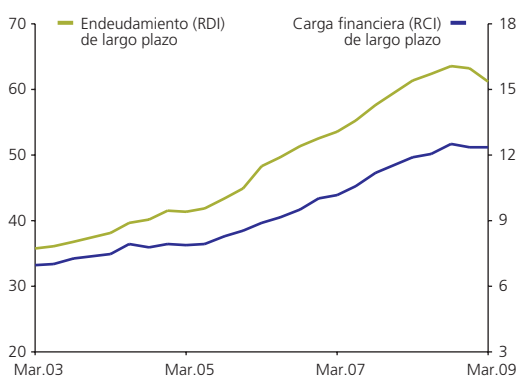
(\*) Valores negativos indican una percepción de demanda más débil y condiciones menos flexibles para la oferta.

Fuente: Elaboración propia a base de la Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.13**

Endeudamiento y carga financiera de largo plazo (\*)

(porcentaje del ingreso disponible)



(\*) El último valor de carga financiera de largo plazo es estimado.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIIF, SVS, SuSeSo y Banco Central de Chile.

La deuda hipotecaria bancaria exhibe por primera vez signos claros de desaceleración. Su stock registra una tasa de crecimiento anual de 8,9% en marzo del 2009, cinco puntos porcentuales menos que la tasa de crecimiento promedio del 2008. Las tasas de variación mensual muestran que la presión a la baja en las colocaciones de consumo estaría cediendo, mientras que la deuda hipotecaria aun mantiene su desaceleración (gráfico IV.9).

En coherencia con las últimas reducciones de la TPM, a mayo del 2009, las tasas de interés de las deudas bancarias de consumo e hipotecaria muestran una caída de 5,6 y 1,3 puntos porcentuales respecto de diciembre, respectivamente, ubicándose en 15,5 y 4,5% (gráfico IV.10). Estas reducciones han permitido compensar las alzas experimentadas por dichas tasas, durante el último trimestre del 2008, situándolas en niveles cercanos a los exhibidos antes de la crisis.

**La demanda por crédito de los hogares muestra signos de debilitamiento**

Los indicadores de percepción acerca de la situación económica actual, tanto a nivel personal como a nivel país, se deterioraron en abril de este año respecto de sus niveles históricos, sin exhibir todavía un cambio de tendencia (gráfico IV.11) Sin embargo, a la misma fecha, se observa un repunte de los indicadores de percepción sobre la situación económica a uno y cinco años. Por su parte, a marzo del 2009, el índice de expectativas acerca del consumo de bienes durables se situó solo dos puntos por sobre su mínimo histórico de 32 puntos, registrado en octubre y noviembre del 2008<sup>10/</sup>. Lo anterior es congruente, tanto con la caída de 18,9% real anual que presenta el consumo de dichos bienes al primer trimestre de 2009, como con la reducción de nueve puntos porcentuales en la tasa de crecimiento real anual de las colocaciones totales de consumo, respecto de igual trimestre del 2008.

Las dos últimas mediciones de la Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central de Chile (cuarto trimestre del 2008 y primer trimestre del 2009) muestran una percepción de menor demanda por créditos, tanto de consumo como hipotecarios (gráfico IV.12). Estos antecedentes sugieren que la demanda de crédito se ha debilitado.

**Los indicadores de endeudamiento de los hogares revierten su tendencia al alza**

Un aumento marginal del ingreso disponible, conjuntamente con una marcada desaceleración de la deuda total y la inflación, han generado por primera vez una caída, tanto en la razón de deuda a ingreso disponible (RDI) como en la carga financiera (RCI) de largo plazo, que al primer trimestre del 2009 se ubicaron en 61,2 y 12,3%, respectivamente (gráfico IV.13)<sup>11/</sup>.

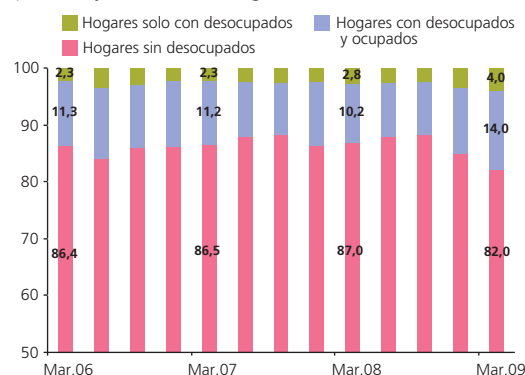
<sup>10/</sup> Fuente: Índice de Percepción de la Economía (IPEC), Adimark.

<sup>11/</sup> En el recuadro IV.1 se discute, desde una perspectiva más histórica, la evolución del consumo privado y los mercados de rédito.



**Gráfico IV.14**

Situación de los hogares en materia de ocupación (porcentaje del total de hogares)



Fuente: Encuesta de Ocupación y Desocupación en el Gran Santiago, Universidad de Chile.

**Los efectos de la caída en el empleo difieren entre personas y hogares**

De acuerdo con cifras del INE, la tasa de desempleo a nivel nacional alcanzó a 9,8% en el trimestre febrero-abril del 2009. Descontando el aumento en los que buscan trabajo por primera vez, esto representa un incremento anual en el desempleo de dos puntos porcentuales, equivalente a 146 mil personas. Esta situación ha impactado de distintas maneras a nivel de los hogares. Por ejemplo, para el caso de Santiago, la encuesta de ocupación y desocupación que realiza la Universidad de Chile, muestra que, relativo al año anterior, hay un aumento en los hogares que solo tienen desocupados de 2,8 a 4% del total, y aquellos que reportan tener tanto ocupados como desocupados aumentan de 10 a 14% (gráfico IV.14). Estos últimos tendrían posibilidades de cubrir sus compromisos financieros o refinanciarlos, situación que parece más difícil en los primeros.

Utilizando la información de la Encuesta Financiera de Hogares (EFH) del Banco Central del 2007, se realizó un ejercicio de tensión para los hogares que solo poseen deuda de consumo. Los resultados indican que, en un escenario extremo de incremento de cinco puntos porcentuales en la tasa de desempleo, el porcentaje de hogares con deuda en riesgo aumentaría en 3,7 puntos porcentuales del total de hogares urbanos del país<sup>12/</sup>. La deuda de estos hogares representa un 6,1% de las colocaciones bancarias de consumo.

**Los indicadores de riesgo de crédito de los hogares se deterioran para las distintas fuentes de financiamiento**

El porcentaje de hogares del Gran Santiago que declara su situación en materia de deuda como “sin problemas” exhibe, para todos los trimestres del 2008, los niveles más bajos de los últimos seis años<sup>13/</sup>. Sin embargo, dicho indicador se ha revertido lentamente, desde el tercer trimestre del mismo año.

El gasto en provisiones de los créditos de consumo bancarios ha mantenido su tendencia al alza, llegando a 0,9% de las colocaciones en abril del 2009. El gasto en provisiones de las colocaciones bancarias para la vivienda, en cambio, retrocedió durante los cuatro primeros meses del 2009, luego de registrar alzas en el último trimestre del 2008<sup>14/</sup>.

Los indicadores de calidad de cartera de las fuentes de financiamiento no bancario muestran un deterioro. El índice de cartera vencida de las Cooperativas de Ahorro y Crédito alcanzó a 0,15% del stock de sus colocaciones a diciembre del 2008, en comparación con 0,08% promedio del 2007. A igual fecha, el indicador de deudas de dudosa recuperación para el conjunto de las CCAF llegó a 2,5% del stock de colocaciones, 1,25

<sup>12/</sup>Fuenzalida y Ruiz-Tagle (2008) consideran que un hogar posee deuda en riesgo si su razón de carga financiera a ingreso total se sitúa por sobre 75%, y su gasto supera al ingreso en 20%.

<sup>13/</sup> Encuesta de Percepción y Expectativas sobre la Situación Económica, anexo de la Encuesta de Ocupación y Desocupación en el Gran Santiago, Universidad de Chile.

<sup>14/</sup> Para mayores detalles acerca de colocaciones bancarias, ver capítulo V.

puntos porcentuales por sobre el promedio exhibido el 2007. En el caso de las CCAF que presentan sus estados financieros a través de la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU), las deudas de dudosa recuperación alcanzaron el 2,3% de sus colocaciones totales a marzo del 2009, cifra que duplica la de igual mes del 2008.

La evolución reciente del endeudamiento de los hogares refleja un comportamiento cauteloso, tanto de oferentes como de demandantes de crédito, en todos los tipos de crédito. El impacto de un deterioro en las condiciones del empleo, congruente con la evolución del ciclo, es una de las principales amenazas al riesgo de crédito de estas colocaciones. Estimaciones de deuda en riesgo basadas en información proporcionada por la EFH 2007, sugiere un impacto acotado de este riesgo para la banca.

## Gobierno Consolidado

---

*La regla de superávit estructural ha sido un factor importante en la resiliencia del sistema financiero chileno ante las turbulencias financieras internacionales y la severa contracción de la actividad económica mundial.*

**Los importantes recursos ahorrados en años previos permitirán financiar con holgura la política fiscal expansiva implementada en el 2009, reduciendo potenciales efectos negativos de dicha política sobre el gasto privado**

En el 2008, el balance global del Gobierno Central alcanzó a 5,3% del PIB. Este resultado fue menor que lo presupuestado por la autoridad en octubre del año (6,9% del PIB), debido al importante cambio en las condiciones macroeconómicas que afectaron a la economía chilena en los últimos meses del año. Entre estos destacaron las significativas reducciones del crecimiento de la actividad económica, de la demanda interna y del precio del cobre en el último trimestre.

El 5 de enero de 2009, y con el objetivo de estimular el empleo y el crecimiento, dada la coyuntura económica, la autoridad dio a conocer un plan fiscal que involucraba un mayor gasto público por alrededor de US\$1.500 millones, y menores ingresos por aproximadamente US\$1.500 millones respecto de lo considerado originalmente en la Ley de Presupuestos 2009, modificando transitoriamente, la meta de superávit estructural de 0,5 a 0% del PIB para el año. El plan también consideraba desembolsos no constitutivos de gasto, tales como los aportes de capital a CODELCO y CORFO, por US\$1.000 millones. Este plan de US\$4.000 millones (aproximadamente 2,8% del PIB) es de los mayores entre los anunciados por diversos países, durante el 2009 (capítulo I, gráfico I.9).

El 21 de mayo recién pasado, se anunciaron medidas correspondientes a gastos adicionales de estímulo fiscal por US\$330 millones (0,2% del PIB)<sup>15/</sup>.

---

<sup>15/</sup> Considerando ambos planes de estímulo, el crecimiento del gasto público pasaría de 5,7% real estimado en la Ley de Presupuestos 2009 a 14,5% real.

Considerando los mayores gastos y menores ingresos por estas medidas de estímulo, y luego de actualizar los supuestos incorporados en la Ley de Presupuestos 2009, el balance global estimado para el 2009 por la autoridad pasó de 3,7 a -4,1% del PIB, y el estructural pasó de 0 a -0,4% del PIB. En el caso del balance estructural, el ajuste en la estimación se debe a una disminución estimada de los ingresos fiscales mayor que la generada por el ciclo económico y que las rebajas transitorias de impuestos anunciadas en los programas<sup>16/</sup>.

El financiamiento del déficit global efectivo ha provenido de la utilización de recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y de la emisión de bonos autorizados en la Ley de Presupuestos 2009<sup>17/</sup>.

En el primer caso, el Banco Central de Chile, en su calidad de Agente Fiscal, ha ejecutado un programa de venta de divisas a través de un sistema de subastas competitivas por un total de US\$3.000 millones, entre el 27 de marzo y el 23 de junio de este año. El Ministerio de Hacienda solicitó al Banco Central iniciar un segundo programa de ventas, con ventas diarias de US\$40 millones a partir del 1º de julio por un total de US\$4.000 millones<sup>18/</sup>.

Respecto de la emisión de bonos, el Banco Central actuará en calidad de Agente Fiscal, representando al Fisco en la colocación mensual y administración de dichos bonos denominados en moneda local, por el equivalente a US\$1.000 millones, que comenzó el 25 de marzo, y posteriormente US\$1.700 adicionales, durante el segundo semestre<sup>19/</sup>.

Además de lo anterior, este año se producirá el vencimiento de un bono de deuda externa por US\$600 millones. Este gasto, al igual que las necesidades estimadas de financiamiento en moneda extranjera, estaría cubierto con los activos financieros depositados en el FEES.

Como resultado de las decisiones tomadas respecto de la deuda bruta del Gobierno Central y el calendario de licitaciones de los bonos de la Tesorería General de la República del 2009, el saldo de los bonos emitidos en moneda nacional será de cerca de US\$6.200 millones al cierre del año (en torno a 4,5% del PIB), aproximadamente 80% del cual estaría denominado en UF y el resto en pesos.

**Gráfico IV.15**

Activos financieros del Gobierno Central  
(porcentaje del total)

- FEES (1) 56%
- FRP (2) 7%
- Otros activos financieros Tesoro Público 8%
- Resto 29%



- (1) Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES).
- (2) Fondo de Reserva de Pensiones (FRP).

Fuente: Ministerio de Hacienda.

<sup>16/</sup> Las reducciones de impuestos anunciados el 5 de enero de 2009, al ser transitorias, no afectan la estimación de ingresos estructurales.

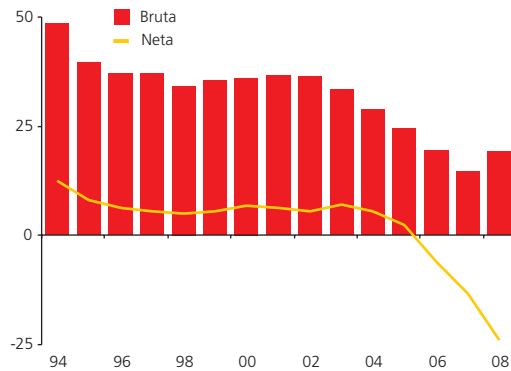
<sup>17/</sup> El Presupuesto del 2009 autorizó nueva emisión de deuda hasta por US\$3.000 millones, en moneda nacional y/o extranjera.

<sup>18/</sup> A la fecha del cierre de este Informe, se han adjudicado la totalidad de los montos diarios.

<sup>19/</sup> Las emisiones incluyen BTP-5 por \$170 mil millones, BTP-10 por \$240 mil millones, BTU-5 por UF13,5 millones, BTU-10 por UF25 millones, BTU-20 por UF10 millones y BTU-30 por UF10 millones. Con ello, el saldo de los BTP-5 y BTP-10 pasaría de cero a \$170 mil millones y de \$371,7 a \$419,7 mil millones, respectivamente. Los BTU-5, BTU-10, BTU-20 y BTU-30, en tanto, pasarían de cero a UF13,5 millones, de UF34 a UF59 millones, de UF78,6 a UF81,6 millones y de UF18,1 a UF21,1 millones, respectivamente, en el 2009.

**Gráfico IV.16**

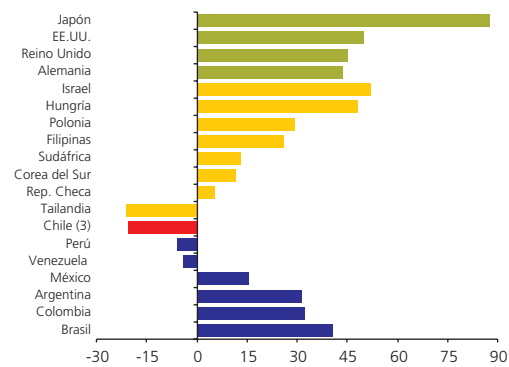
Deuda total del Gobierno Consolidado  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos.

**Gráfico IV.17**

Deuda del sector público (1) (2)  
(porcentaje del PIB)



(1) Deuda neta del Gobierno Central en el 2008. Excluye reservas, deuda del Banco Central y seguridad social.

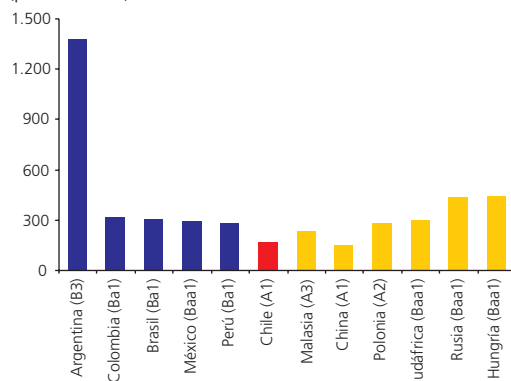
(2) Los datos de economías emergentes, a excepción de Chile, corresponden a estimaciones de *Moody's* para el 2008.

(3) A diciembre del 2008, la deuda neta del Gobierno Central alcanzó a -20,4% del PIB.

Fuentes: FMI, *JP Morgan Chase*, Ministerio de Hacienda, *Moody's* y Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.18**

Premios por riesgo soberano (\*)  
(puntos base)



(\*) Al cierre estadístico del *Informe de Política Monetaria* (7 de mayo de 2009).

Fuente: *JP Morgan Chase*.

**La posición acreedora del Gobierno Central ha contribuido en forma significativa a la sólida posición de solvencia y liquidez internacional con la cual Chile entró a la fase más severa de la crisis financiera internacional**

Los activos financieros totales del Gobierno Central pasaron de 23,1% del PIB (US\$37.500 millones) en septiembre del 2008, a 25,6% del PIB (US\$36.000 millones) en diciembre del mismo año (gráfico IV.15). De estos activos, 76,5% se encontraba denominado en moneda extranjera a fines de año. Los activos financieros expresados en pesos disminuyeron respecto del trimestre previo, mientras los expresados en moneda extranjera aumentaron levemente.

Entre los activos financieros denominados en moneda extranjera se encuentran el FEES y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP), que representaban, a diciembre del 2008, 73 y 9% del total, respectivamente<sup>20/</sup>. A esa fecha, la composición por monedas, en ambos fondos, era de 10% en yenes, 39% en euros y 51% en dólares, y la duración promedio era de 2,3 años. Esta situación es muy similar a lo reportado en *Informes* previos.

En especial en el último trimestre del 2008, el desarrollo de la crisis financiera generó alta volatilidad en el entorno financiero internacional, principalmente, en el comportamiento de las monedas con las cuales se relacionan los activos de ambos fondos soberanos, afectando su valor de mercado. Sin perjuicio de lo anterior, ambos fondos registraron aumentos en la valorización a fines de año, que compensaron holgadamente la disminución registrada el tercer trimestre del 2008, reflejo inmediato del inicio de la crisis financiera internacional. En este mismo período, el resto de los activos del Tesoro Público decreció desde US\$6.272 hasta US\$2.796 millones. La disminución se concentró en los activos expresados en moneda local.

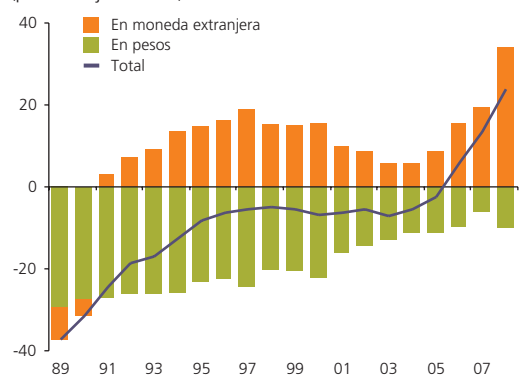
La información actualizada a marzo del 2009, muestra una nueva disminución de estos otros activos del Tesoro Público, al llegar a US\$1.024 millones. Los movimientos de estos recursos se producen de acuerdo con las necesidades temporales de caja, como consecuencia del ciclo presupuestario, y permiten financiar la ejecución presupuestaria corriente. Considerando las necesidades de financiamiento en moneda extranjera anunciadas para este año, los activos acumulados en el FEES se reducirían en US\$7.600 millones, terminando el año con un saldo aproximado de US\$12.000 millones.

Dados los resultados del último trimestre del 2008, y las decisiones de manejo de activos y pasivos, la deuda bruta del Gobierno Central pasó de 4,1 a 5,2% del PIB entre septiembre y diciembre del 2008, en tanto la deuda neta pasó desde -18,7 hasta -20,4% del PIB en el mismo período, una cifra muy baja para los estándares internacionales (gráficos IV.16 y IV.17). Esta sólida posición —entre otros factores— llevó a la agencia *Moody's* a subir la clasificación de riesgo de la deuda soberana chilena de A2 a A1 en marzo de este año. La clasificación de riesgo soberano de Chile es una de las más altas entre las economías emergentes, y el *spread* con el cual se transa su deuda, respecto de los papeles del Tesoro de EE.UU., uno de los más bajos (gráfico IV.18). Considerando incluso las necesidades de financiamiento para este año (en torno a 4% del PIB), los activos netos del Gobierno Central aún estarían en niveles elevados, en términos internacionales.

<sup>20/</sup> Información disponible en el *Informe de Estadísticas de la Deuda Pública* y en los informes trimestrales de cada uno de los fondos del Ministerio de Hacienda, todos con cierre en diciembre del 2008. Sin embargo, los informes individuales de estos fondos incluyen información más actualizada, la que indica que, en abril del 2009, los activos del FEES alcanzaban a US\$17.980 millones y los del FRP a US\$2.448 millones.

**Gráfico IV.19**

Posiciones netas del Gobierno Consolidado (\*)  
(porcentaje del PIB)

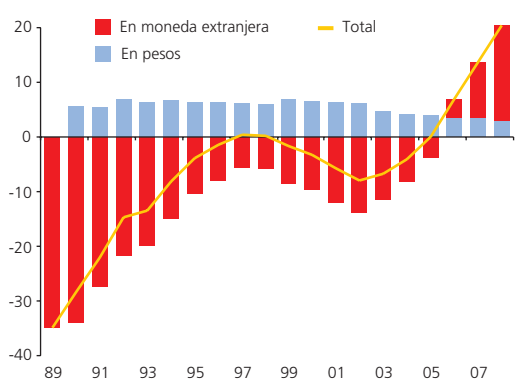


(\*) Un número positivo (negativo) implica una posición activa (pasiva) neta.

Fuente: Elaboración propia a base de información del Ministerio de Hacienda.

**Gráfico IV.20**

Posiciones netas del Gobierno Central (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Un número positivo (negativo) implica una posición activa (pasiva) neta.

Fuente: Elaboración propia a base de información del Ministerio de Hacienda.

Si se considera, además, que el Banco Central volvió a aumentar su posición acreedora neta desde 0,8 a 3,5% del PIB, entre septiembre y diciembre último, el Gobierno Consolidado llevó su deuda bruta y neta desde 18,6 y -19,5%, respectivamente, a 19,2 y -23,9% en el mismo período. Esto último, en un contexto de posición deudora en pesos y acreedora en moneda extranjera (gráficos IV.19 y IV.20).

**El Banco Central de Chile ha mantenido los programas de apoyo a la liquidez en pesos y dólares**

A raíz de la crisis financiera internacional, y con el propósito de garantizar el buen funcionamiento del sistema de pagos, el Banco Central ha estado ofreciendo liquidez a los bancos, en moneda nacional y extranjera. El mecanismo para otorgar liquidez en moneda extranjera fue utilizado activamente durante los últimos tres meses del 2008, pero hasta mayo del 2009 se demandaron US\$90 millones, por lo que el saldo vigente se redujo de US\$967,2 el 31 de diciembre de 2008, a US\$250 millones al 31 de mayo del presente año. Esto, a pesar de que las tasas de interés cobradas por el Banco Central se redujeron inicialmente de *Libor* más 300 puntos base a *Libor* más 100 puntos, y posteriormente a *Libor* más 75 puntos. Al cierre de este Informe, la tasa de interés se ubicaba en *Libor* más 100 puntos. El uso de *repos* para obtener liquidez se ha moderado, y su saldo pasó de \$934 mil millones en diciembre último, a \$443,8 mil millones a fines de marzo. Esto ha ocurrido porque los bancos han continuado obteniendo crédito en el exterior y, por tanto, no han necesitado comprar divisas en operaciones *swap* con el Banco Central.

El patrimonio del Banco Central, de acuerdo con la contabilidad habitual, pasó de \$617,7 mil millones al 31 de diciembre de 2008 a -\$537 mil millones, a fines de marzo del año en curso. Es decir, el patrimonio disminuyó en el equivalente a 1,2% del PIB durante los primeros tres meses del año. Dicha reducción se explica por la fuerte apreciación del peso, observada en los primeros meses del 2009<sup>21/</sup>.

La aplicación de la regla de superávit estructural ha permitido que la deuda bruta y neta del Gobierno Central haya disminuido de forma considerable. Esto, en parte, con el objetivo de generar el espacio suficiente para financiar los pasivos contingentes<sup>22/</sup>. Según cálculos de la misma autoridad fiscal, la exposición máxima total a estos pasivos sería de 4,9% del PIB del 2008<sup>23/</sup>. En particular, de 6,9% del PIB que representaba la deuda de las empresas públicas a diciembre del 2008, la parte garantizada alcanzaba a 1,7% del PIB. Sin embargo, la posición acreedora actual del Fisco lo mantiene en una situación altamente solvente.

<sup>21/</sup> Como se sabe, la posición en moneda extranjera del Banco Central es cercana a 15% del PIB, por lo que una apreciación de 10% genera pérdidas de alrededor de 1,5% del producto.

<sup>22/</sup> Entre estos se encuentran: aportes fiscales asociados al sistema de pensiones, ingresos mínimos garantizados de las concesiones de obras públicas, deuda garantizada de las empresas públicas, garantía fiscal a los créditos para el financiamiento de estudios superiores, garantía estatal a los depósitos, demandas contra el fisco, situación patrimonial del Banco Central de Chile, fondo de cobertura de riesgo de CORFO, fondo de garantía para pequeños empresarios (FOGAPE), fondo de contingencia del desempleo, seguro de remate del sistema de subsidio habitacional, y fondos de estabilización del precio de los combustibles.

<sup>23/</sup> Para mayor detalle ver "Informe de Pasivos Contingentes" del Ministerio de Hacienda, noviembre 2008.

## Recuadro IV.I: Consumo privado y mercados del crédito

Una particularidad de la actual coyuntura, es que ella ha transcurrido en un entorno de mayor desarrollo de los mercados de crédito a personas en Chile, en comparación con otros episodios de desaceleración de la actividad económica. Esto podría tener un impacto en la evolución del consumo privado. En este recuadro se presentan las visiones de la teoría económica en este ámbito y, luego se compara la evolución del crédito y del consumo en Chile en los períodos 1998-99 y 2008-09.

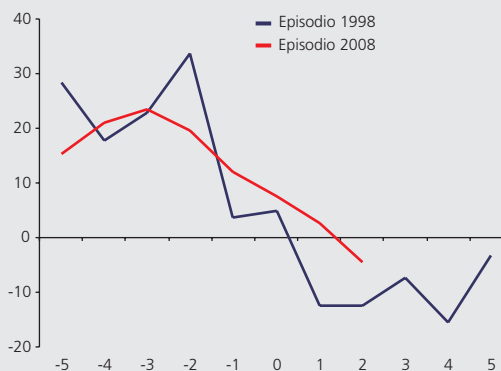
El consumo privado es el componente más significativo de la demanda agregada, por lo que su trayectoria es clave para el desempeño económico de corto plazo de la economía. Los estudios sobre su comportamiento, indican que sus determinantes más importantes, en el corto plazo, son el ingreso, tanto presente como futuro, y la disponibilidad de recursos financieros. Numerosos estudios reportan una propensión marginal a consumir del ingreso disponible que oscila entre 0,5 y 1. De esta forma, los cambios del ingreso disponible traen aparejados cambios considerables en la demanda de consumo de los hogares. No obstante lo anterior, el consumo privado puede reaccionar también a cambios de las expectativas de ingreso futuro, en la medida que las personas puedan acceder al mercado financiero. Por ejemplo, si se anticipa un aumento del ingreso, el acceso a instrumentos de deuda permite incrementar el consumo antes de que dicho aumento de ingreso se materialice. Junto con lo anterior, el uso de instrumentos de ahorro da la posibilidad de aislar, al menos parcialmente, el consumo de la pérdida de ingresos que acarrea un período de desempleo. El seguro de desempleo es uno de los mecanismos de ahorro que permite hacer frente a pérdidas transitorias de ingreso, evitando disminuciones drásticas del consumo.

Además de este rol mitigador del impacto de las variaciones del ingreso disponible sobre el consumo privado, el crédito financiero juega un rol relevante en el consumo de bienes durables. En el caso de bienes durables, cuyo costo representa una fracción importante del ingreso de las personas, su consumo depende de manera crucial del acceso al crédito o del ahorro previo. Todo lo anterior indica, entonces, que la respuesta del consumo privado ante un ciclo de baja del ingreso estará relacionada con la disponibilidad de crédito y ahorro.

En cuanto a la experiencia de Chile, la evolución del consumo privado durante la pasada recesión de 1999, en comparación con lo observado en la actual coyuntura, da cuenta de la influencia de los mercados financieros sobre la trayectoria de las compras de los hogares. En el episodio actual, los hogares han contado con un monto de financiamiento que equivale a una fracción mayor de su consumo de bienes durables, en comparación con el del bienio 1998-1999 (gráfico IV.21).

### Gráfico IV.21

Razón de flujo de colocaciones a consumo de durables (\*)  
(porcentaje)



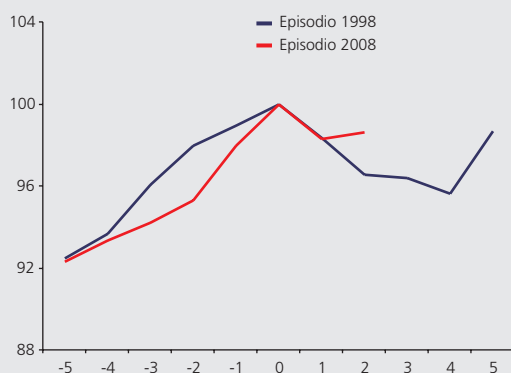
(\*) Cambio en el stock de colocaciones, dividido por el consumo promedio de los cinco primeros períodos (trimestres) de cada episodio, ambos en términos nominales. El período cero corresponde a 1998.II y 2008.III.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIF y Banco Central de Chile.

Esto ha sido acompañado por una disminución algo menor de las compras agregadas de bienes durables (gráfico IV.22). La mayor disponibilidad de financiamiento podría explicar, asimismo, la menor caída del consumo de no durables, que representa cerca de 45% del consumo privado total (gráfico IV.23). Al comparar ambos episodios se concluye, que el consumo privado total en la actual coyuntura ha sido 1,6% superior al observado durante la recesión de 1999, lo que puede constituir una primera aproximación al monto de los beneficios de la mayor disponibilidad de financiamiento para atenuar el ciclo económico.

**Gráfico IV.22**

Consumo de bienes no durables en períodos de bajo crecimiento (\*)  
(índice período 0=100)

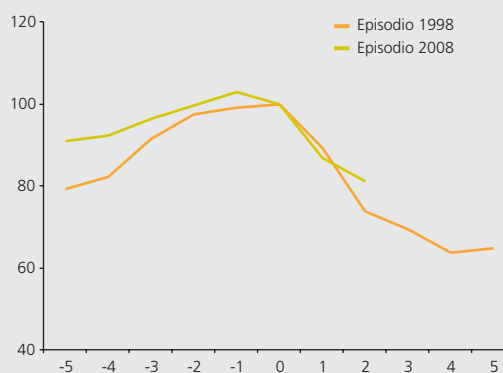


(\*) Series desestacionalizadas y normalizadas a 100 en el período (trimestre) 0 de cada episodio. El período cero corresponde a 1998.II y 2008.III.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIF y Banco Central de Chile.

**Gráfico IV.23**

Consumo de bienes durables en períodos de bajo crecimiento (\*)  
(índice período 0=100)



(\*) Series desestacionalizadas y normalizadas a 100 en el período (trimestre) 0 de cada episodio. El período cero corresponde a 1998.II y 2008.III.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIF y Banco Central de Chile.





# V. Sistema bancario

**Gráfico V.1**

Deuda externa y colocaciones de comercio exterior (millones de dólares)



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

En este capítulo se analiza la fortaleza financiera de la banca local, que está directamente relacionada con su grado de exposición a los riesgos de crédito, mercado y liquidez, y con su capacidad para absorber shocks adversos.

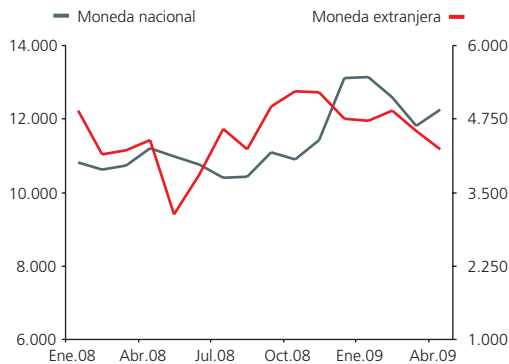
**Luego de los episodios de tensión que afectaron los mercados financieros internacionales, el financiamiento en moneda extranjera de la banca local ha tendido a normalizarse**

Las fuertes tensiones que caracterizaron a los mercados financieros internacionales, y que afectaron las condiciones de financiamiento externo de la banca local, han tendido a disiparse en los primeros meses de este año. Prueba de lo anterior es la disminución tanto de las tasas de interés de referencia internacionales como de los *spreads* pagados por la banca, si bien los plazos se han acortado. Estas mejores condiciones de acceso al financiamiento externo también han estado acompañadas de una mayor diversificación de la base de proveedores de crédito externos (capítulo II).

La coyuntura económica actual se ha traducido en una disminución de la demanda por colocaciones destinadas a financiar operaciones de comercio exterior de la banca local, las que constituyen el principal uso de obligaciones externas. De esta forma se explica, que a pesar de observarse un mejoramiento en las condiciones de financiamiento externo, las instituciones bancarias hayan reducido sus obligaciones con el exterior (gráfico V.1).

**Gráfico V.2**

Stock de activos líquidos de la banca (\*) (miles de millones de pesos, millones de dólares)



(\*) Incluye disponible, más instrumentos financieros de negociación y disponibles para la venta.

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

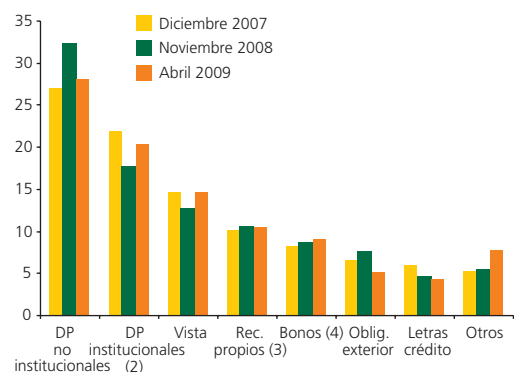
Durante el período de mayor volatilidad de los mercados financieros, los bancos ajustaron su administración de liquidez acumulando activos líquidos hasta fines del 2008 (gráfico V.2). Pese a su reducción desde principios de este año, estos activos aun mantienen una participación elevada en los activos totales, representando aproximadamente 15% en abril. Este aumento de la proporción de activos líquidos en los balances de los bancos también es propio de un escenario de actividad crediticia menos dinámica.

**Se observa una recomposición de los pasivos bancarios, caracterizada por una disminución relativa de depósitos de fondos de pensiones, y un aumento de depósitos de otras fuentes institucionales y bonos**

La participación de los fondos de pensiones (FP) en el total de los depósitos bancarios se ha reducido a consecuencia de una reorientación de sus inversiones hacia bonos corporativos. No obstante, esta caída ha sido compensada por una mayor participación de los depósitos de fondos mutuos (FM).

### Gráfico V.3

Fuentes de financiamiento de la banca  
(porcentaje del total de pasivos) (1)



- (1) Total de pasivos, netos de obligaciones contingentes y valor razonable de instrumentos derivados.
- (2) Depósitos a plazo de fondos mutuos y de pensiones.
- (3) Incluye capital básico, provisiones, valor razonable neto de instrumentos derivados y utilidades.
- (4) Incluye bonos senior y subordinados.

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

Si bien en los últimos meses se observa una caída de los depósitos a plazo provenientes de fuentes no institucionales, estos siguen siendo la principal fuente de financiamiento de la banca (gráfico V.3). Al mismo tiempo, la participación del financiamiento a través de la emisión de bonos bancarios se incrementó a 9,1% en abril último.

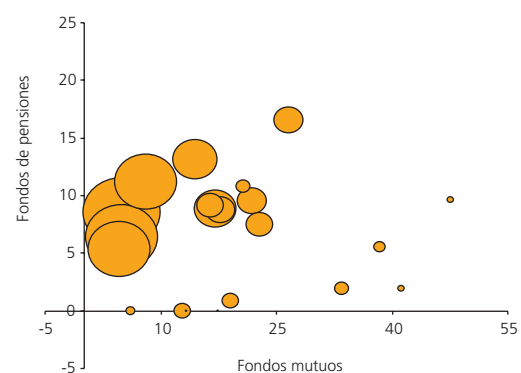
Como consecuencia de la recomposición descrita, la base de depósitos a plazo de la banca se expandió, en promedio, en más de 7% real anual, durante el primer cuatrimestre del 2009, tasa que es superior al crecimiento exhibido por el crédito bancario en igual período.

La estructura de los depósitos en las instituciones bancarias difiere dependiendo del tamaño relativo del banco, la base de cuentas corrientes y la red de sucursales, entre otras características. Lo anterior explica que algunas entidades muestren una dependencia algo mayor de los depósitos provenientes de fuentes institucionales, tradicionalmente consideradas más volátiles. Sin embargo, los bancos que individualmente exhiben una participación de depósitos de inversionistas institucionales (FP y FM) superior a 30%, tienen una participación de mercado inferior a 3% (gráfico V.4).

Otro desarrollo importante de la estructura de financiamiento de la banca ha sido la incorporación gradual de depósitos a plazos inferiores a 30 días. Estos se agregan a la base tradicional de depósitos de la banca, y no sustituyen a otros de más largo plazo. Los depósitos de entre 7 y 30 días muestran un incremento de su participación relativa en el total de depósitos captados, de un promedio de 8% el año pasado, a 17% en el transcurso del primer cuatrimestre de este año (recuadro V.1).

### Gráfico V.4

Depósitos a plazo de inversionistas institucionales y financiamiento bancario (\*)  
(porcentaje del total de pasivos)



(\*) A abril del 2009. El tamaño del círculo representa la participación de cada banco en los activos totales del sistema.

Fuente: Elaboración propia a base de información de la SBIF, SVS y SP.

### La desaceleración de la actividad económica ha afectado el crecimiento de las carteras de créditos de los bancos....

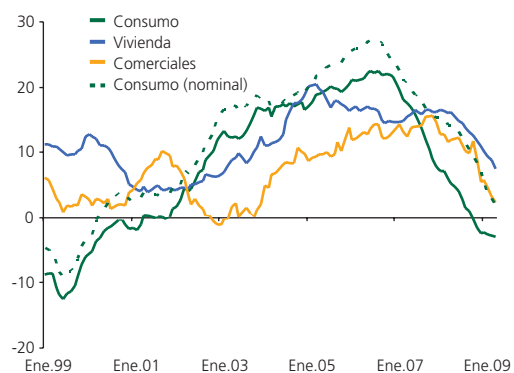
Las colocaciones totales del sistema han reducido su tasa de crecimiento en los últimos meses, alcanzando en abril de este año una expansión de 3,2% real anual. Si bien esta tendencia ha sido generalizada para todos los componentes del crédito bancario, en el segmento de consumo este comportamiento se viene observando sostenidamente desde comienzos del 2007, mientras que en las colocaciones comerciales y de vivienda se observa solo a partir de mediados del 2008 (gráfico V.5).

En los créditos comerciales, la desaceleración descrita se presenta en todos los segmentos de empresas exceptuando aquellas de mayor tamaño, las que muestran una mayor resiliencia al ciclo económico (gráfico V.6).

En un escenario económico más adverso, la mayoría de las empresas tiende a reducir su demanda por nuevos créditos. Al mismo tiempo, los bancos observan con mayor prudencia el comportamiento de sus deudores comerciales, pudiendo, en algunos casos, utilizar estándares más restrictivos en sus políticas de crédito. Esto se confirma con los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario realizada por el Banco Central de Chile, correspondientes al primer trimestre del 2009. Más de 50% de las entidades bancarias restringió las condiciones de otorgamiento de crédito, como consecuencia del deterioro del entorno económico y sus perspectivas, y de una percepción menos favorable del riesgo de crédito de los clientes.

**Gráfico V.5**

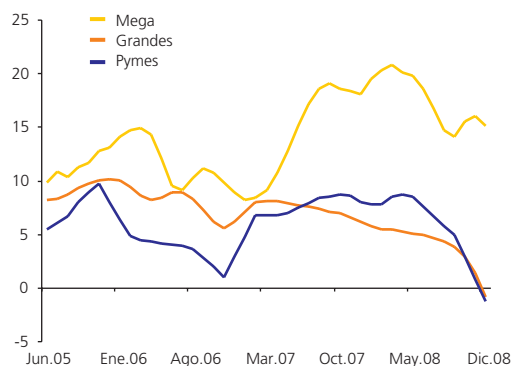
Crecimiento de las colocaciones  
(variación real anual, porcentaje)



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

**Gráfico V.6**

Crecimiento de las colocaciones por tamaño de empresa (\*)  
(porcentaje)

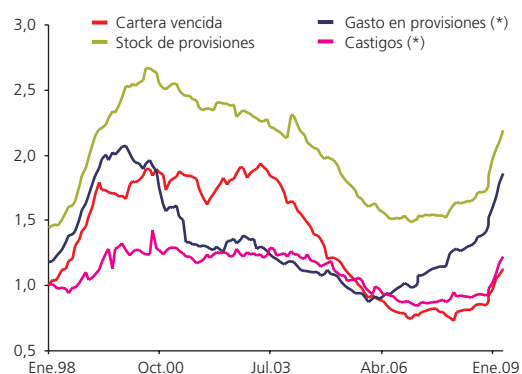


(\*) Variación real anual del promedio móvil trimestral.

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

**Gráfico V.7**

Indicadores de riesgo de crédito  
(porcentaje de las colocaciones totales)



(\*) Años móviles terminados en cada mes.

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

.. especialmente la cartera de colocaciones de consumo, la que se ha contraído desde noviembre del año pasado

A partir de noviembre del 2008, las colocaciones de consumo han registrado caídas en términos reales, acentuando la tendencia que se viene observando desde comienzos del 2007. En abril de este año, estas colocaciones presentan una disminución de 3% real anual, mientras que en términos nominales registran un crecimiento de 2% (gráfico V.5).

La sensibilidad de este tipo de créditos a la evolución del ciclo económico y del empleo ha tenido un fuerte impacto en los bancos especializados en este segmento, lo que se aprecia tanto en el menor dinamismo de sus colocaciones como en sus indicadores de riesgo de crédito.

**Los indicadores de riesgo de crédito aumentan en todos los segmentos del crédito bancario**

En conformidad con la evolución de la actividad económica, la morosidad ha crecido con intensidad desde el último Informe (gráfico V.7). Esta tendencia, que ya se había anticipado y que probablemente persistirá en los próximos meses, se explica por la coyuntura macroeconómica y por problemas específicos surgidos en algunos sectores de la economía nacional. Además de la morosidad, el resto de los indicadores tradicionalmente utilizados para medir la exposición al riesgo de crédito de la banca, últimamente, exhibe también un mayor deterioro.

Una parte importante de la evolución de los indicadores de riesgo de crédito se explica por el comportamiento del segmento de los créditos de consumo. Estas colocaciones, que representan 11% del crédito bancario del sistema, tienen una alta incidencia en la composición de las distintas medidas de riesgo de crédito, con más de 50% del gasto en provisiones y castigos del sistema.

El índice de cartera vencida exhibe un aumento generalizado en todos los segmentos del crédito, en el primer cuatrimestre del 2009<sup>1/</sup>. Para las colocaciones totales, el indicador alcanzó en abril su nivel más alto desde el 2005, aunque sigue siendo inferior al promedio de los últimos 15 años (gráfico V.8).

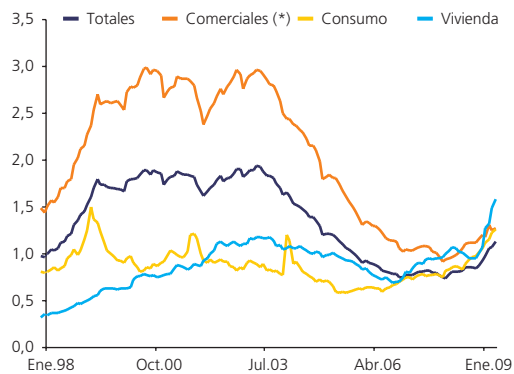
No obstante este aumento de la morosidad, los bancos locales han constituido provisiones para mantener sus niveles de resguardo frente al riesgo de crédito. Esto ha permitido que el índice de cobertura de cartera vencida se mantenga en un nivel cercano a dos veces. Lo anterior marca una diferencia respecto de otros períodos de crisis, cuando los bancos aumentaban las provisiones recién una vez que comenzaba a materializarse el riesgo de crédito (gráfico V.7).

El criterio preventivo, adoptado por los bancos nacionales, resulta más evidente en la cartera de créditos de consumo. A mediados del 2006, los

<sup>1/</sup> El deterioro de la cartera de colocaciones para la vivienda se explica principalmente por créditos otorgados para el financiamiento de viviendas de menor valor, que normalmente cuentan con subsidio estatal.

**Gráfico V.8**

Índices de cartera vencida por tipo de crédito (porcentaje)

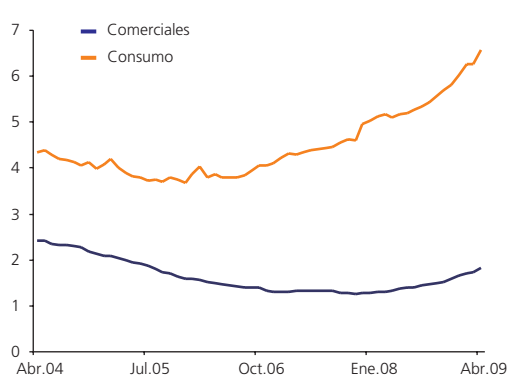


(\* Excluye operaciones de comercio exterior.

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

**Gráfico V.9**

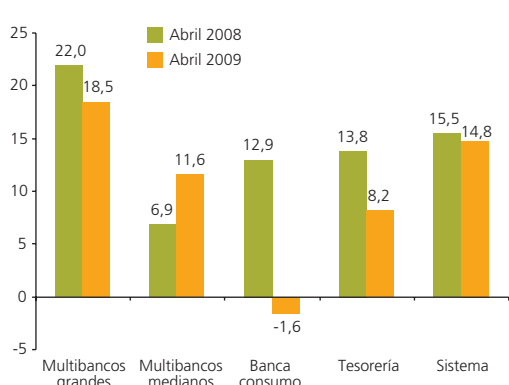
Índices de provisiones (porcentaje de las colocaciones)



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

**Gráfico V.10**

Rentabilidad del capital por grupo de bancos (porcentaje)



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

bancos iniciaron un proceso de ajuste en esta cartera, elevando el nivel de provisiones, que en abril del 2009 alcanzó a 6,6% de las colocaciones para el sistema, 7% para la banca de consumo y 10,9% para el promedio de las divisiones de consumo.

El reconocimiento de mayor riesgo en la cartera comercial es más reciente, pues solo a partir del segundo trimestre del 2008 los bancos comenzaron a aumentar las provisiones en este segmento (gráfico V.9). Si bien el nivel de provisiones en este sector es más bajo en términos relativos, ajustes adicionales pueden tener un impacto significativo en los resultados de la banca, dado que estas colocaciones representan más de 50% de la cartera total de colocaciones del sistema en el 2009.

**En este contexto, los resultados de la banca se resienten por un mayor gasto en provisiones, siendo este efecto especialmente notorio en las entidades que focalizan su oferta en créditos de consumo**

La rentabilidad anualizada del capital del sistema bancario se redujo a 14,8% en el primer cuatrimestre del 2009 (grafico V.10). Dos son los factores que han afectado los resultados recientes de la banca: el aumento del gasto en provisiones y la disminución del margen de intermediación.

En el primer cuatrimestre de este año, el gasto en provisiones del sistema aumentó más de 50% en relación con igual período del 2008. El mayor nivel de provisiones de los bancos especializados en el segmento de consumo, sumado a la contracción de su actividad crediticia, redujeron fuertemente la rentabilidad promedio del capital de este grupo de instituciones, de 12,9 a -1,6% en el último año.

El efecto en el margen es más bien de carácter transitorio, debido a que las tasas de inflación negativas que se han observado en los últimos meses afectaron los ingresos netos por reajustes.

**La exposición al riesgo de moneda extranjera se mantiene acotada**

En el libro de banca, la exposición al riesgo en moneda extranjera se explica principalmente por la brecha entre las colocaciones de comercio exterior, y las obligaciones con el exterior y depósitos en moneda extranjera. La posición pasiva del libro de banca se ha mantenido estable en torno a US\$7 mil millones en los últimos tres años, la que se ha compensado con una posición activa en instrumentos derivados en moneda extranjera. Esta última posición se explica, principalmente, por las operaciones de cobertura que realiza la banca con las empresas del sector real de la economía y los FP.

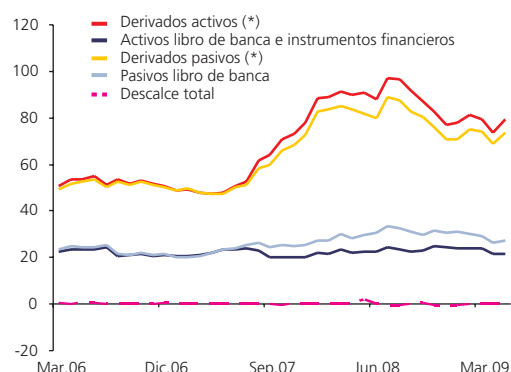
Como resultado de lo anterior, el sistema bancario mantiene una exposición acotada al riesgo de moneda extranjera, del orden de US\$66 millones, equivalente a menos del 1% del capital básico a abril del 2009 (gráfico V.11).

**No obstante el entorno de mayor riesgo, el sistema bancario en su conjunto es percibido como patrimonialmente sólido**

El índice de adecuación de capital (IAC) del sistema se ha mantenido en un nivel superior a 12%, con una leve tendencia al alza en los primeros meses de este año.

**Gráfico V.11**

Balance en moneda extranjera de la banca  
(miles de millones de dólares)

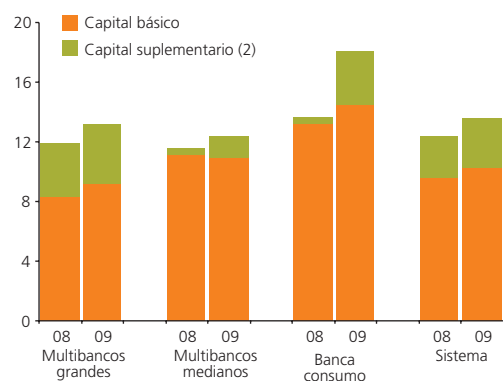


(\*) Incluye valor nominal de *forwards* y *swaps* en moneda extranjera.

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

**Gráfico V.12**

Índice de adecuación de capital por grupo de bancos (1)  
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



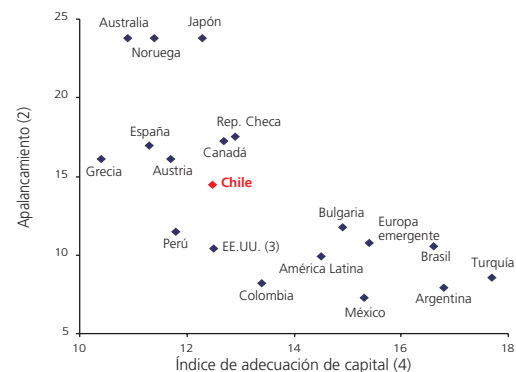
(1) A marzo de cada año.

(2) Incluye una fracción de bonos subordinados, más provisiones generales y menos inversiones que no consolidan y *goodwill*.

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

**Gráfico V.13**

Solidez patrimonial de la banca (1)  
(veces, porcentaje)



(1) Cifras al 2008.

(2) Razón de activos a capital.

(3) La cifra corresponde al promedio de los bancos comerciales.

(4) Razón de capital regulatorio a activos ponderados por riesgo.

Fuente: FMI.

Este mejoramiento se explica principalmente por la política de algunos bancos de realizar aumentos adicionales de capital, y de distribuir una menor fracción de las utilidades que en años anteriores. Con ello ha aumentado la participación del capital básico o primario en la composición del IAC del sistema, la que en marzo de este año superó el 10% de los activos ponderados por riesgo (gráfico V.12).

A pesar de la rentabilidad negativa que exhibe la banca de consumo, sus indicadores promedio de suficiencia de capital son elevados. La mantención de estos niveles se debe a los aportes adicionales de capital realizados para enfrentar el deterioro de la cartera de colocaciones, a la emisión de bonos subordinados y también, a la contracción de la cartera de colocaciones de consumo.

La relación entre los activos totales y el capital de la banca local alcanzó a 14 veces, en marzo de este año, nivel que resulta superior al promedio de los sistemas bancarios latinoamericanos, pero que se compara favorablemente con los niveles de apalancamiento de sistemas bancarios más desarrollados, y que es coherente con el nivel de riesgo y la volatilidad macroeconómica del país (gráficos V.13 y V.14).

Las fortalezas de la banca chilena en su conjunto se han reflejado tanto en la evolución de los índices de precios accionarios, como en las clasificaciones crediticias de sus títulos de deuda. La cotización bursátil de los bancos locales presenta un comportamiento muy disímil respecto de la de los índices accionarios de la banca de EE.UU. Adicionalmente, otros indicadores cualitativos subrayan las fortalezas del sistema bancario nacional. Entre ellos, destacan la calidad de la supervisión y la positiva percepción de las agencias clasificadoras de riesgo<sup>2/</sup>. La clasificación promedio de los depósitos de largo plazo en moneda local del sistema se ha mantenido en AA+ (tabla V.1)<sup>3/</sup>. Además, en marzo, la agencia internacional *Moody's* mejoró la clasificación de riesgo de los depósitos a largo plazo en moneda extranjera de los cuatros bancos de mayor tamaño relativo del sistema bancario nacional, desde A2 hasta A1.

**Tabla V.1**

Clasificación de riesgo de los depósitos a largo plazo (1)

Clasificación	Abril 2008		Abril 2009	
	Número de bancos	Porcentaje de los activos	Número de bancos	Porcentaje de los activos
AAA	4	36	5	37
AA+	6	29	5	27
AA	2	16	2	16
AA-	6	19	6	19
A+	0	0	0	0
A	1	0	1	0
A-	3	1	4	1
BBB+	2	0	1	0
BBB	0	0	0	0
BBB-	0	0	0	0
BB+	0	0	0	0
BB	1	0	1	0
Promedio (2)		AA+		AA+

(1) Construida con un criterio conservador, que asigna a cada banco la menor clasificación de riesgo disponible.

(2) Ponderado por los activos.

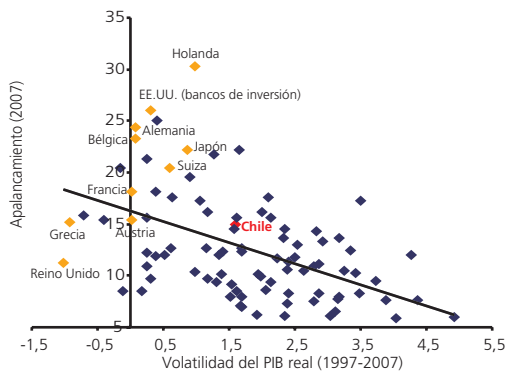
Fuentes: *Fitch Ratings*, *Feller-Rate*, *Humphreys* e *ICR*.

<sup>2/</sup> Ver *Informe de Estabilidad Financiera* del segundo semestre del 2008.

<sup>3/</sup> En mayo último, la agencia *Feller-Rate* subió la clasificación de riesgo de los depósitos a largo plazo de un banco de importancia sistémica, desde AA+ a AAA.

**Gráfico V.14**

Nivel de apalancamiento ajustado por riesgo (\*)  
(veces, logaritmo de la varianza)



(\*) Los países en amarillo corresponden a aquellos en que se han realizado inyecciones de capital al sistema financiero.

Fuentes: FMI, *Financial Stability Institute* y Banco de Canadá.

**Gráfico V.15**

Gasto en provisiones bajo escenarios de riesgo  
(porcentaje de las colocaciones)



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

**Gráfico V.16**

Crecimiento de las colocaciones bajo escenarios de riesgo  
(variación real anual, porcentaje)



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

## Pruebas de tensión

Las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y dimensionar fortalezas financieras en un momento del tiempo. Por su naturaleza estática y parcial, no entregan necesariamente, la totalidad de los efectos de determinados escenarios de riesgo. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección. El foco de interés del análisis es el sistema en su conjunto, el que se construye a partir de información de instituciones individuales<sup>4/</sup>.

Los ejercicios realizados con datos a marzo del 2009 muestran que el sistema bancario se mantiene con capacidad para enfrentar la materialización, tanto del escenario base como de un escenario de riesgo severo. El escenario base utilizado en estos ejercicios es coherente con las proyecciones de actividad económica del *Informe de Política Monetaria* de mayo del 2009, mientras el escenario de riesgo incluye una depreciación del tipo de cambio de 20% en un plazo de 15 días, un aumento de la tasa de interés de corto plazo de 200 puntos base, y una reducción de la brecha de actividad de 5%, que implica una caída del producto de 4,8% para el año 2009.

**La exposición al riesgo de crédito ha aumentado respecto del 2008, mientras la exposición al riesgo de mercado se mantiene en niveles bajos**

El riesgo de crédito es el de mayor importancia para el sistema bancario local. Este riesgo, medido a través de la razón de gasto en provisiones a colocaciones, se ha deteriorado durante los últimos meses. Este indicador ha alcanzado niveles entre 1,6 y 1,8% de las colocaciones en el primer trimestre del 2009. En el escenario base este indicador se incrementa a 2,3%, y en el escenario de riesgo a 2,7% en el transcurso de un año, alcanzando niveles significativamente superiores a los observados durante el período 1998-2001 (gráfico V.15)<sup>5/</sup>. En este contexto, las colocaciones de consumo son las más sensibles al deterioro del entorno económico, con un gasto en provisiones que pasa de 7,2% en marzo del 2009 a 19,1% en el escenario de riesgo.

A diferencia de lo obtenido en ejercicios anteriores, este riesgo estaría acompañado de una caída en las colocaciones, tanto en el escenario de riesgo como en el escenario base (gráfico V.16). Esto afecta adicionalmente la rentabilidad del sistema, puesto que disminuye la generación de ingresos.

Las pruebas efectuadas muestran que las pérdidas para el sistema, asociadas al riesgo de crédito, llegan a 1,3% del capital en el escenario base y a cerca de 3,8% en el escenario de riesgo. Las pérdidas generadas por la reducción de las colocaciones son del orden de 1,5% del capital en el escenario base y 4,4% en el escenario de riesgo.

En los ejercicios realizados, el riesgo de mercado se mantiene en niveles acotados. Las pérdidas de valoración de los instrumentos financieros ante

<sup>4/</sup> Este análisis se basa en la metodología descrita en Jara, Luna y Oda (2007) y en Alfaro, Calvo y Oda (2008). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

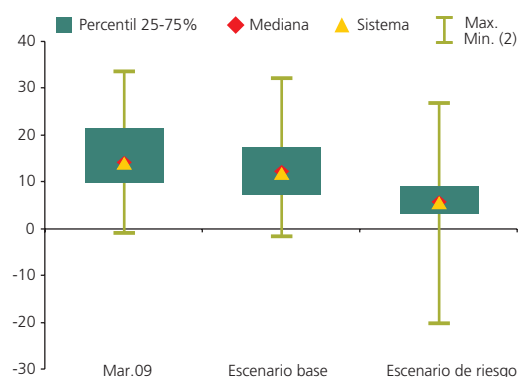
<sup>5/</sup> Para detalles sobre la metodología para el cálculo del riesgo de crédito véase Alfaro, Calvo y Oda (2008).



**Gráfico V.17**

Impacto de distintos escenarios de riesgo sobre la rentabilidad del capital (1)

(porcentaje)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución a marzo del 2009.

(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

cambios en la estructura de tasas de interés son del orden de 2,3% del capital del sistema en el escenario de riesgo. Por su parte, las pérdidas originadas por el cambio de precio (*repricing*) de sus activos y pasivos se mantienen por debajo de 0,4% del capital, incluso en el escenario de riesgo. Asimismo, la exposición al riesgo de moneda sigue siendo baja, debido a que la mayoría de las instituciones exhibe una posición relativamente calzada en moneda extranjera.

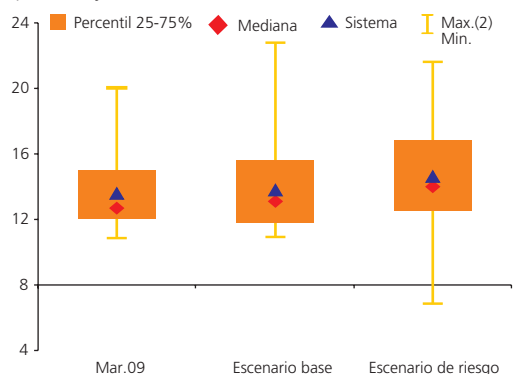
A marzo del 2009, el sistema bancario reportó una rentabilidad de 13,8% del capital, no obstante, algunos bancos —que en su conjunto representan el 1,3% del capital del sistema— reportaron pérdidas. Utilizando dicho mes como punto de referencia, los resultados de las pruebas de tensión muestran que las pérdidas generadas por los riesgos de crédito y de mercado, reducen la rentabilidad del sistema a 11,8% del capital en el escenario base y a 5,4% en el escenario de riesgo. En este último escenario, las entidades que registran pérdidas representan menos de 3% del capital del sistema (gráfico V.17).

Por otro lado, en el escenario base el IAC del sistema se mantiene en torno a 13,8% y aumenta a 14,6% en el escenario de riesgo (gráfico V.18). El aumento de esta razón en ambos escenarios, respecto de marzo, obedece a la contracción del crédito y, por ende, de los activos ponderados por riesgo.

**Gráfico V.18**

Impacto de distintos escenarios de riesgo sobre el índice de adecuación de capital (1)

(porcentaje)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución a marzo del 2009.

(2) Los máximos corresponden al percentil 95.

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

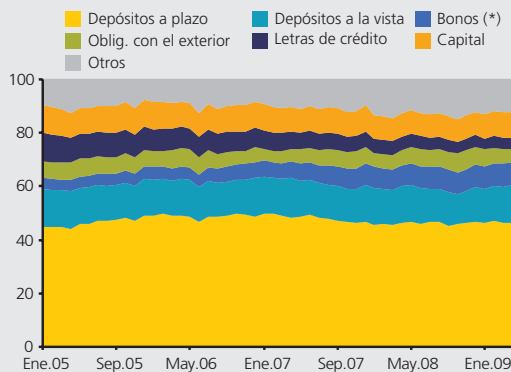
En el escenario base, ningún participante del sistema presenta un IAC inferior a 10%. En el escenario de riesgo, algunos bancos de menor tamaño relativo podrían requerir acciones por parte de su administración, entre las cuales se podría encontrar un reforzamiento —de monto acotado— de su base de capital.

## Recuadro V.1: Caracterización de los depósitos a plazo

Los depósitos a plazo constituyen la principal fuente de financiamiento bancario, con casi la mitad del total de las obligaciones bancarias (gráfico V.19). De los restantes pasivos exigibles, le siguen en importancia los depósitos a la vista, con una incidencia de alrededor de 15% del total, la emisión de bonos (senior y subordinados) y las obligaciones con el exterior, que representan cerca de 9 y 5% de las obligaciones totales, respectivamente.

**Gráfico V.19**

Fuentes de financiamiento bancario  
(porcentaje del total)



(\*) Senior y subordinados.

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

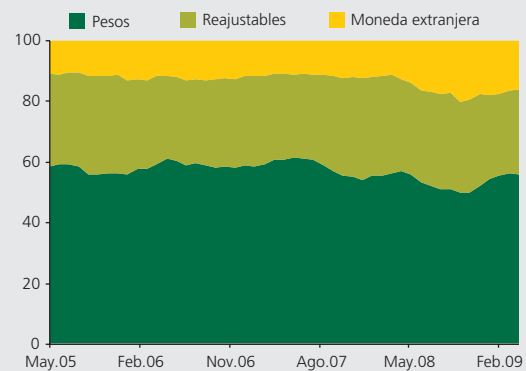
Más de 50% del stock de depósitos a plazo del sistema bancario está denominado en pesos, si bien su importancia relativa se ha reducido en los últimos años (gráfico V.20). Aproximadamente 60% de estos depósitos se pactan entre 30 y 59 días plazo (gráfico V.21)<sup>5/</sup>. Los depósitos hasta 90 días plazo han ido en aumento, llegando a representar aproximadamente, 80% del total en los primeros meses del 2009, lo que, en parte, se explica por la mayor demanda de depósitos a menos de 15 días plazo que se ha observado desde el tercer trimestre del 2008<sup>6/</sup>.

<sup>5/</sup> La composición de los depósitos según plazo contractual se calcula en términos del flujo de nuevas captaciones.

<sup>6/</sup> A contar de febrero del 2008 comenzó a regir la medida del Banco Central que redujo de 30 a 7 días el plazo mínimo para las captaciones en pesos y moneda extranjera.

**Gráfico V.20**

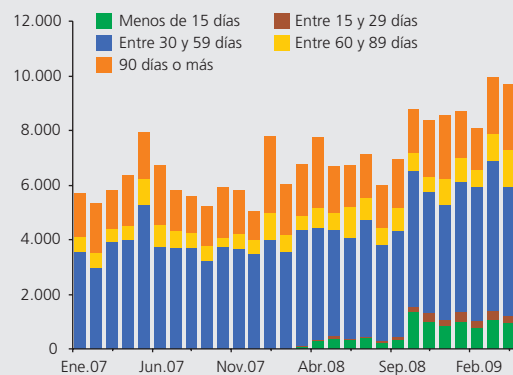
Composición de los depósitos a plazo  
(porcentaje del total)



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

**Gráfico V.21**

Plazos de captación de los depósitos en pesos  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile.

Los depósitos reajustables en moneda nacional representaron, en los últimos años, 30% del stock de los depósitos a plazo del sistema. Aquellos pactados entre uno y dos años plazo concentraron, en promedio, casi la mitad de las captaciones reajustables en el periodo 2007-2008; mientras tanto,

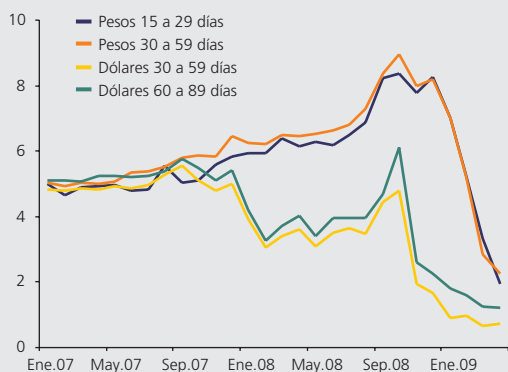
desde fines del 2008, las operaciones a más de tres años, prácticamente, han dejado de efectuarse.

Los depósitos a plazo en moneda extranjera aumentaron fuertemente en el último trimestre del 2008, pero su importancia relativa no supera el 18% del total de las captaciones a plazo<sup>7/</sup>. Estos depósitos se concentran en los tramos de más corto plazo, representando las operaciones a menos de 90 días más de 60% del total, durante el año 2008.

Las tasas de interés de los depósitos a plazo se han reducido significativamente a partir del último trimestre del año pasado, especialmente las de los depósitos en moneda extranjera, las que mostraron niveles inferiores incluso a los del 2007 (gráfico V.22). Lo anterior, también se observa en la estructura temporal de tasas de interés de estos depósitos, con disminuciones en todos los tramos de la curva, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera (gráficos V.23 y V.24).

**Gráfico V.22**

Tasas de interés de los depósitos a plazo del sistema (porcentaje anual)

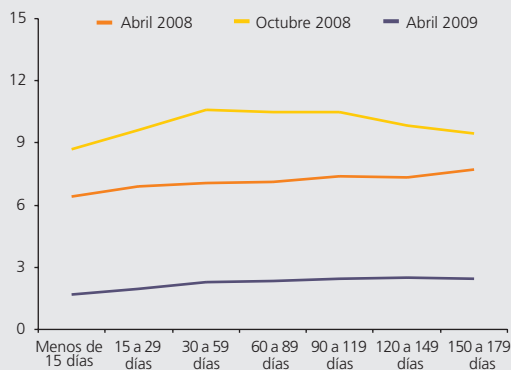


Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>7/</sup> Este aumento ha sido consecuencia de los depósitos constituidos en las instituciones bancarias por el Ministerio de Hacienda y de las licitaciones de swaps de moneda extranjera efectuadas, por la Tesorería General de la República, a través del Banco Central de Chile.

**Gráfico V.23**

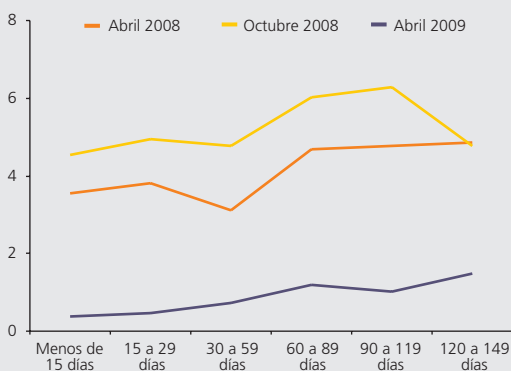
Estructura temporal de tasas de interés de depósitos a plazo en moneda nacional (porcentaje anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.24**

Estructura temporal de tasas de interés de depósitos a plazo en dólares (porcentaje anual)



Fuente: Banco Central de Chile.



# VI. Normativa e infraestructura financiera

*En este capítulo se revisan las iniciativas recientes en materia de normativa financiera y regulación prudencial, tanto en Chile como en el exterior, así como aspectos relativos al funcionamiento y desarrollo de los sistemas de pagos y la infraestructura que soporta la operación de los mercados financieros.*

## **Normativa financiera y regulación prudencial**

---

### **Normativa dictada por el Banco Central de Chile**

#### **Reforzamiento de los requisitos para formar parte del Mercado Cambiario Formal (abril 2009, [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl))**

El Banco Central decidió reforzar los requisitos para formar parte del Mercado Cambiario Formal (MCF). Con este objetivo se estableció que aquellas entidades distintas de corredores de bolsa o agentes de valores y que deseen formar parte del MCF, deberán constituirse como sociedades anónimas abiertas, o bien como sociedades anónimas cerradas, que acuerden en sus estatutos someterse a las normas que rigen a las primeras. Estas entidades, junto con proporcionar los antecedentes establecidos en la normativa, deberán acreditar su inscripción en el Registro de Valores de la SVS y un patrimonio neto no inferior a UF12.000.

Adicionalmente, se incorporaron los siguientes requisitos para formar parte del MCF, los que se aplican a todas las entidades no bancarias:

- Constituir una garantía específica por un monto mínimo de UF8.000, para asegurar el correcto y cabal cumplimiento de sus obligaciones, mediante boleta bancaria de garantía o póliza de seguros.
- Condiciones de integridad y conducta de los socios, directores, gerentes y ejecutivos principales de la entidad, los que no deberán haber tomado parte, a la fecha de presentación de la solicitud, en actuaciones o negociaciones contrarias a la ley o a sanas prácticas financieras o mercantiles.

#### **Reconocimiento de convenios marco de contratación de derivados aprobados por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G. (enero 2009, [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl))**

En enero del 2009, el Consejo del Banco Central confirió el reconocimiento establecido en la legislación de quiebras, a los acuerdos o convenios marco de contratación de derivados aprobados por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile A.G., denominados “Condiciones

Generales para Contratos de Derivados en el Mercado Local” y “Convenio Complementario de Condiciones Generales de Contratos de Derivados en el Mercado Local”.

Previamente, en enero del 2008, el Banco Central había otorgado este reconocimiento a los acuerdos o convenios marco de contratación de derivados “1992 ISDA Master Agreement” y “2002 ISDA Master Agreement” entre contrapartes no bancarias; el que a su vez, en agosto de ese mismo año, fue extendido a empresas bancarias establecidas en Chile o a cualquier otro inversionista institucional.

#### **Interpretación del sentido y alcance del reconocimiento otorgado por el Banco Central de Chile a convenios marco de contratación de derivados (enero 2009, [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl))**

En enero del 2009, el Consejo del Banco Central interpretó el sentido y alcance de los términos y condiciones generales establecidas en agosto del 2008 —para efectuar compensación recíproca de obligaciones conexas que emanan de contratos de derivados celebrados al amparo de convenios marco reconocidos por el Banco Central de Chile— aplicables a las operaciones de derivados en que tome parte una empresa bancaria establecida en Chile o cualquier otro inversionista institucional.

Al respecto, se explicitó que las disposiciones sobre la materia no representan impedimento para que las empresas bancarias y los inversionistas institucionales puedan acordar, en el respectivo convenio marco de contratación de derivados —reconocido por el Banco Central— causales de exigibilidad anticipada, en su calidad de entidades contrapartes.

No obstante lo anterior, se precisaron situaciones en las cuales la compensación que proceda —de acuerdo con los convenios marco y las operaciones de derivados convenidas conforme a estos, por aplicación de las causales de exigibilidad anticipada que procedan— quedará suspendida y no registrará. Estas situaciones se vinculan, entre otros aspectos, con la aplicación de la potestad normativa del Banco Central y con procesos de regularización patrimonial, conducidos por entidades supervisoras de empresas bancarias e inversionistas institucionales, de acuerdo con sus respectivas legislaciones.

#### **Normativa dictada por otros organismos supervisores en el país**

##### **Autorización transitoria de la SBIF para considerar algunas garantías del Fisco de Chile en la determinación del patrimonio efectivo de las empresas bancarias (marzo 2009, [www.sbif.cl](http://www.sbif.cl))**

Desde abril del 2009 y hasta diciembre del 2010, será posible considerar como parte de las provisiones que pueden ser incluidas en la base patrimonial de las empresas bancarias —sujetas a un límite legal de 1,25% de los activos ponderados por riesgo— hasta 15% de las garantías correspondientes a “avales o reafianzamientos otorgados por el Fisco de Chile, CORFO y el FOGAPE”. Desde el 31 de enero de 2011 en adelante, la SBIF determinó que este último porcentaje disminuirá linealmente en 12 mensualidades iguales y sucesivas.

**SBIF y SVS establecen regulaciones comunes sobre el contenido mínimo de los contratos de retrocompra de instrumentos financieros (marzo 2009, [www.sbif.cl](http://www.sbif.cl))**

Esta regulación, establecida en conjunto por la SBIF y la SVS, incorporó la exigencia de utilizar contratos marco para la realización de operaciones con pacto de retrocompra o retroventa (*repos*), efectuadas por las entidades supervisadas por esos organismos. Junto con establecer la necesidad de que se ajusten a las mejores prácticas y recomendaciones internacionales sobre la materia, se explicitó el contenido mínimo de estos contratos marco.

**Promulgación de ley sobre sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros (mayo 2009, Ley 20.345)**

Esta nueva legislación permitirá el perfeccionamiento de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros efectuados en el mercado de valores.

En lo principal, se crea un marco legal para el desarrollo de sociedades de giro exclusivo, correspondiente a una Cámara de Compensación y Liquidación o una Entidad de Contraparte Central. Estas sociedades actuarán como administradores de los sistemas de compensación y liquidación de valores, los cuales actualmente permanecen integrados con el sistema de transacciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. Los participantes de estos sistemas corresponderán a agentes liquidadores, quienes canalizarán las órdenes de liquidación de sus clientes.

Se incorpora el principio de irrevocabilidad y firmeza de las transacciones, se regulan las garantías individuales y solidarias de los participantes del sistema y se establece un régimen legal para los préstamos de valores. Respecto de los administradores de los sistemas de compensación y liquidación de valores, se definen requerimientos patrimoniales y se establecen normas especiales para su liquidación y quiebra.

El Banco Central de Chile deberá autorizar un sistema de pagos, para la ejecución de las transferencias de dinero correspondientes a las órdenes que se liquiden en este sistema.

Por su parte, la SVS contará con atribuciones para supervisar estos sistemas y dictar la normativa específica para su funcionamiento. Estas atribuciones incluyen la posibilidad de que ese organismo supervisor pueda suspender el funcionamiento de alguno de ellos.

Finalmente, se estableció un plazo de 15 meses para que las sociedades que actualmente efectúan compensación y liquidación de valores, adecúen sus operaciones a esta legislación.

**Documentos de interés publicados por organismos nacionales e internacionales**

**“*The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*” (FSA, marzo 2009, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk))**

El presidente del organismo de regulación y supervisión del sistema financiero del Reino Unido (*Financial Services Authority, FSA*), responde



a través de este documento a un requerimiento especial del Ministro de Hacienda de ese país, en el sentido de efectuar recomendaciones sobre los cambios de regulación y supervisión para construir un sistema bancario más robusto en el futuro.

En este documento, inicialmente, se exploran las causas de la crisis, tanto desde una perspectiva global como considerando la situación particular del Reino Unido. A continuación, se exponen recomendaciones de política regulatoria, distinguiendo entre aquellas respecto de las cuales existe consenso y otras que requieren ser discutidas con mayor profundidad en instancias de coordinación internacionales. Entre las primeras, se proponen, por ejemplo, cambios fundamentales en los estándares de capital, contables y de administración de liquidez, además de otras correcciones respecto del diseño de incentivos, relación entre administración de riesgos y gobierno corporativo, y regulación y supervisión de bancos internacionalmente activos. Entre las materias de alcance más amplio y que se consideran aun sujetas a debate, se incluyen la necesidad de establecer regulaciones sobre productos específicos, como créditos hipotecarios y derivados de crédito como los *credit default swaps* (CDS), así como la identificación del equilibrio más apropiado, entre administración de liquidez y contención de riesgos para la estabilidad financiera.

***“Financial Reform: A framework for Financial Stability” (Group of Thirty, enero 2009, [www.group30.org](http://www.group30.org))***

Se presentan propuestas y recomendaciones para que el sistema financiero internacional alcance un grado apropiado de organización y estabilidad, una vez que se supere la actual crisis.

Específicamente, se redefinen el alcance y las fronteras de los procesos de supervisión prudencial. En primer lugar, se recomienda extender la cobertura de los mecanismos de supervisión a todas las instituciones de importancia sistémica, incluyendo la supervisión consolidada de entidades no bancarias. En el caso del rol de los bancos centrales y organismos supervisores, se visualiza la necesidad de conseguir grados más amplios de coordinación de políticas, tanto a nivel local como internacional. Se estima también, que las políticas regulatorias deben ser fortalecidas, con especial énfasis en la definición de estándares mínimos de gobierno corporativo, administración de riesgos, capital y liquidez. Otras recomendaciones se refieren a la redefinición de los elementos mínimos, para que las agencias clasificadoras de riesgo puedan ser reconocidas internacionalmente y, respecto de la vigilancia de los mercados de CDS y derivados *over the counter* (OTC).

***“Supervisory guidance for assessing banks’ financial instrument fair value practices” (BCBS, abril 2009, [www.bis.org](http://www.bis.org))***

Corresponde a una guía para bancos y supervisores bancarios, que se espera contribuya a fortalecer los mecanismos de valoración de instrumentos financieros, así como a promover avances en los procesos de administración y control de riesgos. Estos lineamientos son aplicables a la determinación del valor justo de los instrumentos financieros, tanto en condiciones normales como de estrés financiero. Este documento se basa en recomendaciones anteriores publicadas por el *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) en el 2006 y el 2008.

En lo fundamental, esta guía presenta principios que, entre otros aspectos, sugieren fortalecer el rol del gobierno corporativo de las instituciones en relación con sus procesos de valoración de instrumentos financieros, la necesidad de utilizar fuentes confiables y diversas de información, la articulación y comunicación de los factores inciertos de valoración de instrumentos financieros, tanto al interior del banco como entre sus accionistas y, coherencia entre las prácticas de valoración para propósitos de administración y reporte de riesgos.

**“Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience: Update and Implementation” (FSF, abril 2009, [www.fsf.org](http://www.fsf.org))**

Este es el segundo reporte de implementación y seguimiento de las acciones y recomendaciones publicadas por el *Financial Stability Forum (FSF)* en abril del 2008, para fortalecer la resiliencia del sistema financiero.

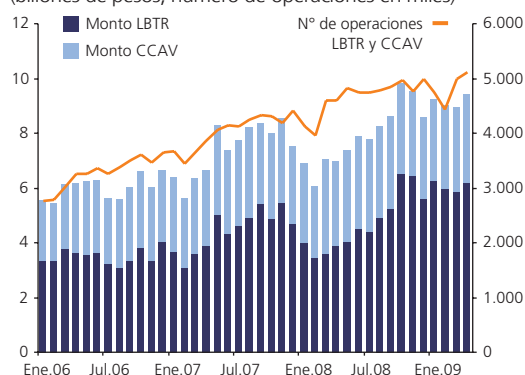
Aquí se concluye que desde octubre de dicho año (fecha de publicación del primer reporte) se han logrado progresos importantes. Se destacan especialmente las propuestas del BCBS para mejorar la cobertura de riesgos, en línea con lo dispuesto por Basilea II y para revisar los cargos de capital, frente a requerimientos de liquidez, vinculados con entidades fuera de balance e instrumentos financieros re-securitizados.

Otros avances destacados corresponden a: desarrollo de entidades de contraparte central para la compensación de derivados *OTC* en Europa; publicación de nuevas guías para determinar la valorización de instrumentos financieros de acuerdo con su valor justo, efectuadas por el *International Accounting Standards Board (IASB)* y el *Financial Accounting Standards Board (FASB)*; avances de algunas agencias clasificadoras de riesgo en la implementación de los códigos de conducta actualizados por la *Internacional Organization of Securities Commissions (IOSCO)* durante 2008, y la publicación de los denominados “*Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*”, efectuada por la *International Association of Deposit Insurers (IADI)* y el BCBS.

**“Report of High Level Group on Financial Supervision in the EU” (The de Larosière Group, febrero 2009, <http://ec.europa.eu>)**

En este reporte se revisa la organización de la supervisión de los mercados financieros de la Unión Europea y las vías a través de las cuales se puedan fortalecer la cooperación para la vigilancia de la estabilidad financiera entre los países que la componen, incluyendo el fortalecimiento de la cooperación global entre supervisores de la región. Asimismo, se analizan indicadores de alerta anticipada y de resolución de crisis financieras. Además, se entregan recomendaciones para mejorar la regulación de los mercados financieros.

El reporte se divide en cuatro capítulos. En el primer capítulo se revisan las causas de la crisis financiera internacional. En el segundo capítulo se proponen mecanismos de reparación en aquellas materias de política regulatoria que se visualizan como más prioritarias tales como el fortalecimiento de los análisis macroprudenciales, reformas de los requerimientos de capital planteados en Basilea II, creación de una nueva autoridad europea para la supervisión de agencias de clasificación de riesgo de crédito, nuevos mecanismos de contabilización, herramientas sancionatorias con que cuentan los supervisores y control del desarrollo de los *hedge funds* y fondos de inversión.

**Gráfico VI.1**Pagos liquidados en los sistemas de pagos de alto valor (\*)  
(billones de pesos, número de operaciones en miles)

(\*) Promedios diarios mensuales.

Fuentes: Combank y Banco Central de Chile.

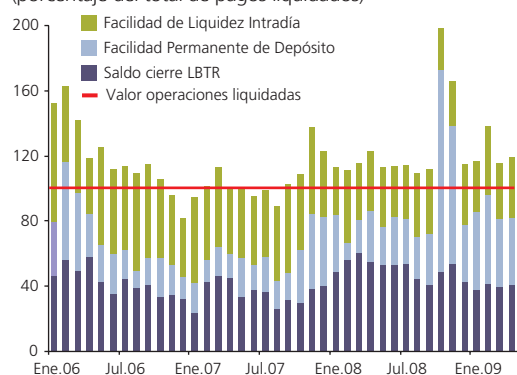
**Tabla VI.1**Pagos liquidados en los sistemas de pagos de alto valor (\*)  
(billones de pesos, número de operaciones en miles)

	LBTR			
	Valor operaciones (*)	%	Número de operaciones	%
2006	3,51	58,2	853	26,0
2007	4,46	60,1	978	24,2
08.I	3,67	55,2	982	23,2
08.II	4,13	55,7	1.055	22,3
08. III	4,85	59,0	1.061	22,2
08. IV	6,20	66,6	1.106	22,5
09. I	6,04	66,5	1.128	23,9

	CCAV			
	Valor operaciones (*)	%	Número de operaciones	%
2006	2,52	41,8	2.423	74,0
2007	2,97	39,9	3.058	75,8
08.I	2,98	44,8	3.250	76,8
08.II	3,28	44,3	3.669	77,7
08. III	3,37	41,0	3.727	77,8
08. IV	3,11	33,4	3.805	77,5
09. I	3,04	33,5	3.595	76,1

(\*) Promedios diarios mensuales.

Fuentes: Combank y Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.2**Liquidez en el sistema LBTR (\*)  
(porcentaje del total de pagos liquidados)

(\*) Promedios diarios mensuales.

Fuente: Banco Central de Chile.

El tercer capítulo contiene propuestas de reparación de las funciones de las entidades de supervisión de la Unión Europea, las cuales se focalizarían en el desarrollo de una nueva función de supervisión macroprudencial, centralizada en una organización llamada "European Systemic Risk Council". Esta contaría con el auspicio del Banco Central Europeo y estaría encargada de recolectar todos los riesgos macroprudenciales enfrentados por la Unión Europea; además de la creación de un nuevo sistema de supervisión financiera a cargo de la supervisión microprudencial.

El capítulo final contiene recomendaciones de reparación que deberían ser implementadas a nivel global. La principal propuesta en este sentido, es que el *Financial Stability Forum*, quede a cargo del desarrollo de mecanismos de regulación financiera internacional coordinados al más alto nivel.

## Sistemas de pagos e infraestructura financiera

Los sistemas de pagos cumplen un rol fundamental para el buen desempeño de la economía, la efectividad de la política monetaria y la estabilidad financiera. El Banco Central de Chile debe regular y supervisar el funcionamiento seguro y eficiente de estos sistemas.

### Sistemas de pagos de alto valor

Los sistemas de pagos de alto valor (SPAV) están conformados por el sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) y el sistema de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (CCAV). Ambos procesan operaciones interbancarias, transacciones por cuenta de clientes y transacciones en el mercado de valores (*delivery versus payment, DVP*).

Las operaciones liquidadas a través de los SPAV durante el primer trimestre del 2009 promediaron 4.723 pagos diarios, cifra 12% superior a la registrada en igual período del año anterior. En el mismo lapso, el monto diario de pagos liquidados se expandió 36%, para alcanzar \$9,1 billones al cierre del primer trimestre del 2009 (gráfico VI.1).

Un crecimiento proporcionalmente mayor del monto respecto del número de operaciones en el total de operaciones de los SPAV, es el resultado de la tendencia que están mostrando las operaciones procesadas a través del LBTR. Los pagos diarios liquidados a través de este sistema se expandieron más de 64% en 12 meses, contrastando fuertemente con la evolución de los pagos diarios procesados a través de la CCAV, que aumentaron solo 2% en el mismo período.

Esta disparidad en el crecimiento del monto de las operaciones procesadas a través del LBTR en comparación con la CCAV es un fenómeno que se observa desde el último trimestre del 2008, período a partir del cual, el LBTR canaliza más de 66% de las operaciones medidas en términos de monto, por sobre las participaciones de 60% históricamente observadas (tabla VI.1). No obstante lo anterior, se mantiene el predominio de la CCAV sobre el número de operaciones procesadas, con más de 76% de participación en estos términos, durante el primer trimestre del 2009.

Respecto del origen del alza en los montos canalizados a través del LBTR, este podría corresponder a una mayor intensidad en el uso de las herramientas que

**Tabla VI.2**

Principales medios de pago de bajo valor

	2007	2008 (*)
(Valor en miles de millones de pesos)		
Cheques	371.835	383.734
Cajeros automáticos	10.270	9.916
Tarjetas de crédito no bancarias	3.811	5.040
Tarjetas de crédito bancarias	2.627	3.400
Tarjetas de débito	1.188	1.840
Operaciones Internet	n.d.	n.d.
(Número de operaciones en miles)		
Cheques	259.017	248.840
Cajeros automáticos	264.268	246.656
Tarjetas de crédito no bancarias	159.898	221.816
Tarjetas de crédito bancarias	68.159	79.866
Tarjetas de débito	70.130	99.551
Operaciones Internet	117.252	123.350

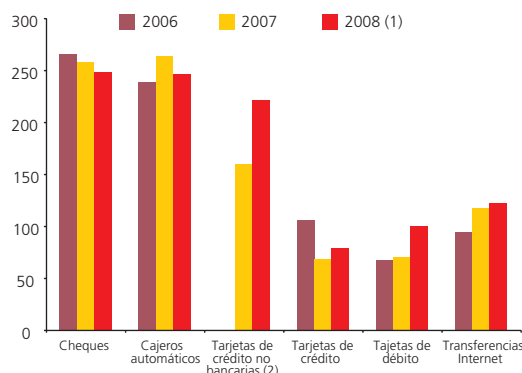
n.d.: No disponible.

(\*) Última información disponible, anualizada.

Fuente: SBIF.

**Gráfico VI.3**

Evolución de los medios de pago minoristas (número de operaciones en miles)



(1) Última información disponible, anualizada.

(2) Disponible desde el 2007.

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

el Banco Central provee a las entidades del sistema bancario para facilitar la administración de su liquidez. Esto se verifica en la tendencia de las empresas bancarias, observada desde noviembre del 2007, a acumular liquidez más allá de sus necesidades, que estrictamente están definidas por el valor de sus pagos liquidados (gráfico VI.2). Este exceso de liquidez puede asociarse tanto con una estrategia precautoria de las entidades frente al actual entorno macrofinanciero —que mantiene elementos de incertidumbre— como con la reducción de los niveles de actividad crediticia de los últimos periodos, lo cual reduce la presión por mantener más ajustada la disponibilidad de recursos liquidados.

### Sistemas de pagos de bajo valor

*Los sistemas de pago de bajo valor o minoristas —utilizados para efectuar pagos y transferir fondos entre individuos y/o empresas— se caracterizan por procesar un gran número de transacciones de menor valor unitario, normalmente vinculadas a la compraventa de bienes y servicios.*

La eliminación del impuesto que gravaba las transacciones de cheques, giros y transferencias a partir de octubre del 2008, ha incidido significativamente en las operaciones con tarjetas de débito, que han acelerado su crecimiento a tasas anuales por sobre 40% en términos de número de transacciones, y por sobre 50% en términos de monto (tabla VI.2). De esta forma, las transacciones con tarjetas de débito elevaron su participación en el monto total de medios de pago minoristas, pasando desde 7,5% al finalizar el 2007, hasta casi 10% a fines del 2008. Este significativo aumento de las transacciones de débito contrasta con la reducción en la intensidad de uso de los cajeros automáticos. Estos últimos retrocedieron casi 7% en monto y más de 3% en número de operaciones, en igual periodo.

Estas cifras sugieren que las personas están sustituyendo los giros desde cajeros automáticos por un mayor número de operaciones con tarjetas de débito. Una posible explicación es que, luego de eliminado el impuesto sobre estas transacciones, desaparecieron las diferencias de costo para los clientes, que se derivaban de realizar giros desde el cajero automático para luego efectuar varios pagos de bajo monto en efectivo, en lugar de efectuar numerosos de estos pagos directamente a través de la tarjeta de débito.

Respecto de los restantes medios de pago, se mantiene el dinamismo de las tarjetas de crédito bancarias y no bancarias, así como el de las transferencias por Internet. En contraste, continúa reduciéndose el número de cheques presentados a cobro desde poco más de 259 mil en diciembre del 2007, a algo menos de 248 mil, al finalizar el 2008. Este último número representa menos de 25% del total de transacciones de pago minoristas a fines del 2008 (gráfico VI.3).

En suma, se consolida un escenario en el cual los pagos minoristas canalizados a través de tarjetas de débito, tarjetas de crédito e Internet, están desplazando de forma cada vez más significativa a los pagos efectuados con cheques y en efectivo.



# Referencias bibliográficas

- a/ Alfaro R., D. Calvo y D. Oda. 2008. “Riesgo de Crédito de la Banca”. Documento de Trabajo, N° 503. Banco Central de Chile. Noviembre.
- Alfaro R. y C. Silva. 2008. “Volatilidad de Índices Accionarios: el Caso del IPSA”. *Cuadernos de Economía*, Vol. 45, pp. 217-233. Noviembre.
- Alvarez N. y L. Opazo. 2009. “Paridad Cubierta de Tasas de Interés de Largo Plazo en Chile”. Mimeo Banco Central de Chile. Abril.
- b/ Banco Central de Chile. 2009. *Informe de Estabilidad Financiera*. Enero.
- Banco Central de Chile. 2009. *Informe de Política Monetaria*. Mayo.
- c/ Calvo G., A. Izquierdo y L. Mejía. 2008. “Systemic Sudden Stops: The Relevance Of Balance-Sheet Effects And Financial Integration”. *NBER Working Paper* No. 14026. Mayo.
- f/ Fletcher D. y L. Taylor. 1994. “A Non-Parametric Analysis of Covered Interest parity in Long-Date Capital Markets”. *Journal of International Money and Finance*, 13, pp. 459-475. Agosto.
- FMI. 2009a. *World Economic Outlook*. Abril.
- FMI. 2009b. *Global Financial Stability Report*. Abril.
- FMI. 2009c. “Trade Finance Stumbles,” *Finance and Development*, 18-19. Marzo.
- Fuenzalida M. y J. Ruiz-Tagle. 2008. “Households’ Financial Vulnerability”. Trabajo presentado en la 12ª Conferencia Anual organizada por el Banco Central de Chile.
- j/ Jara A., L. Luna y D. Oda. 2008. “Pruebas de tensión para la banca en Chile”. En Banco Central de Chile, *Informe de Estabilidad Financiera*. Enero.
- m/ McBrady M. 2005. “How Integrated are Global Bond Markets? Estimating the Limits of Covered Interest Arbitrage”. Mimeo. Febrero.
- McBrady M. y M. Schill. 2007. “Foreign Currency-Denominated Borrowing in the Absence of Operating Incentives”. *Journal of Financial Economics*, 86, pp. 145-177. Mayo.
- o/ Opazo L. y B. Ulloa. 2008. “Dinámica del Spread on Shore en Chile”. Banco Central de Chile, *Informe de Estabilidad Financiera*, Segundo Semestre 2008. Diciembre.
- r/ Ronci M. (2004): “Trade Finance and Trade Flows: Panel data Evidence form 10 Crisis,” IMF Working Paper 225, December.
- t/ Thomas, A. 2009. “Financial Crises and Emerging Market Trade,” IMF Staff Position Note, Marzo.

## Glosario

- ABS:** *Asset-Backed Security*. Es un tipo de bono, respaldado por un conjunto de activos, de madurez larga, que por lo general son préstamos de consumo (tarjetas de crédito y automóviles), préstamos estudiantiles, segundas hipotecas (*home equity loans*) o préstamos comerciales. Los ABS que tienen por respaldo activos hipotecarios se llaman *Mortgage-backed Securities (MBS)*.
- Activos ponderados por riesgo:** Corresponde a los activos bancarios, ponderados en función de cinco categorías de riesgo consignadas en el artículo 67 de la Ley General de Bancos. La relación entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo, corresponde a un índice de suficiencia de capital (conocido como índice de Basilea), internacionalmente aceptado como medida de solvencia de las empresas bancarias.
- Activos tóxicos:** Activos financieros que se vuelven ilíquidos porque desaparecen los mercados secundarios en los que se transan, y cuya venta usualmente generaría una pérdida.
- Agente fiscal:** Mandatario del Fisco que, entre otras funciones, administra e invierte recursos públicos por cuenta y riesgo del Estado.
- Apalancamiento:** Razón de activos a capital.
- Banca consumo:** Bancos focalizados en el otorgamiento de préstamos de consumo.
- Banca de tesorería:** Bancos con énfasis en la inversión de instrumentos financieros derivados y no derivados y que no poseen colocaciones.
- Basilea II:** Es el segundo de los acuerdos emitidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*BBS*; por sus siglas en inglés), con el propósito de crear un estándar internacional para la operación y control de riesgos de la banca. Basilea II se basa en tres pilares, todos los cuales buscan promover una mayor estabilidad del sistema financiero: (1) requerimientos mínimos de capital que promuevan una asignación de recursos más sensible a los riesgos de crédito y de mercado, (2) procedimientos de supervisión mejorados y (3) mayor disciplina de mercado.
- Bonos de alto rendimiento:** *High yield*. Bonos corporativos que tienen una clasificación de riesgo inferior al grado de inversión (*CCC* a *BB*, según clasificación de *Standard & Poor's*), lo que implica que se les asocia un alto riesgo de no pago.
- Bonos senior:** Bonos ordinarios de largo plazo emitidos por los bancos.
- Bonos soberanos:** Instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de un país en moneda local o extranjera. En este último caso, la moneda seleccionada generalmente es la de una economía más estable.
- Bonos subordinados:** Bonos de largo plazo emitidos por los bancos a un plazo promedio no inferior a 5 años, sin cláusulas de prepago. Dado el carácter de subordinado al pago de los acreedores valistas en caso de concurso de acreedores, una parte de estos bonos se computa como patrimonio efectivo.
- Capital básico:** Capital pagado más reservas de los bancos y las utilidades del ejercicio, netas de la provisión asociada al reparto de dividendos.
- CCAV:** Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor. Sistema electrónico de pagos interbancarios bajo modalidad de liquidación compensada, con procedimientos que permiten asegurar la liquidación final de los resultados netos de cada ciclo de compensación en el Sistema LBTR.
- CDS:** *Credit Default Swap*. Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de crédito del emisor de un determinado bono subyacente, ya sea este soberano o corporativo. La institución que otorga el CDS se compromete a cubrir la pérdida asociada a un evento de crédito previamente establecido antes de la fecha de maduración del bono.
- Cobertura de intereses:** Medida de capacidad de pago, definida como  $EBITDA / (\text{Gastos financieros})$ .
- Cross currency swap:** Contrato entre dos partes para intercambiar flujos de intereses y principal en diferentes monedas en un período acordado de tiempo. Los flujos de intereses pueden ser fijos o flotantes.
- Descalce cambiario:** Diferencia entre pasivos y activos en moneda extranjera, menos posición neta en derivados (diferencia entre compra y venta de contratos derivados).
- Deuda externa:** Incluye deuda con bancos, bonos y otros préstamos en el exterior, así como préstamos asociados a inversión extranjera directa.
- Deuda externa de corto plazo residual:** Corresponde a la deuda externa cuyo vencimiento es menor a 12 meses en la fecha indicada.
- Deuda financiera:** Deuda que paga intereses, medida como deuda bancaria, más obligaciones con el público (bonos y efectos de comercio).
- Deuda total:** Pasivo exigible. Son todas las obligaciones de una empresa con terceros distintos de sus accionistas.
- DVP:** *Delivery versus Payment*. Mecanismo de entrega contra pago que vincula un sistema de transferencia de valores con un sistema de transferencia de fondos, garantizando que la entrega de los títulos ocurra en forma simultánea con el pago de los mismos.
- EBITDA:** Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, se utiliza como aproximación del flujo de caja operacional.
- Efectos de comercio:** Documentos emitidos por sociedades especialmente autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, con el propósito de captar dinero directamente del público, que permita financiar la operación de corto plazo del emisor (capital de trabajo).
- Endeudamiento financiero:** Razón de endeudamiento financiero, medida como  $\text{Deuda financiera} / (\text{Patrimonio más interés minoritario})$ .
- Factoring:** Alternativa de financiamiento que se orienta de preferencia a pequeñas y medianas empresas, y que les permite obtener liquidez a partir de la venta o cesión de las cuentas por cobrar. Estas últimas generalmente se componen de facturas, cheques y letras traspasando la cobranza de los documentos a una empresa que anticipa fondos disponibles, que puede ser un banco o una empresa especializada, denominada *factoring*.
- FEES:** Fondo de Estabilización Económica y Social. Creado en 2007 por el decreto con fuerza de ley N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda. Tiene por objetivo acumular los flujos superavitarios que se generan por la aplicación de la regla de balance estructural, y servirá como fuente de financiamiento para periodos de déficit futuro.
- FLI:** Facilidad de Liquidez Intradía. Financiamiento entregado por el Banco Central de Chile a las entidades bancarias a través del Sistema LBTR. Esta facilidad opera diariamente mediante la compra de instrumentos financieros con pacto de retroventa. Los términos y condiciones de estas operaciones están contenidos en las normas financieras del Banco Central.
- Forward:** Contrato entre dos partes, mediante el cual se adquiere un compromiso para intercambiar una cierta cantidad de un activo en una fecha futura, a un precio que se determina por anticipado.
- FPL:** Facilidad Permanente de Liquidez. Instrumento de financiamiento otorgado por el Banco Central de Chile a las empresas bancarias, mediante operaciones de compra de títulos con pacto de retroventa. Esta facilidad se pacta a una tasa de interés y a un plazo convenido de acuerdo a lo establecido en las normas financieras del Banco Central de Chile.
- FPD:** Facilidad Permanente de Depósito o Depósito de Liquidez. Operaciones



a través de las cuales el Banco Central contribuye a la administración de la liquidez de las empresas bancarias, mediante la recepción de depósitos. Estos depósitos, según se establece en la normativa financiera del Banco Central, devengan una tasa de interés luego del vencimiento convenido.

**FRP:** Fondo de Reserva de Pensiones. Fondo creado por la Ley de Responsabilidad Fiscal, cuyo objetivo es complementar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia, y de las pensiones asistenciales. Es administrado por el Banco Central de Chile en su calidad de Agente Fiscal bajo pautas de inversión definidas por el decreto N° 1.382 del Ministerio de Hacienda e instrucciones complementarias.

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

**Gobierno Consolidado:** Gobierno Central Total y Banco Central de Chile.

**GSE:** *Government Sponsored Enterprises*. Corresponden a empresas privadas con fines públicos, creadas por el Congreso de los EE.UU. para reducir el costo de capital a ciertos sectores de la economía y hacer que el mercado de capitales funcione de manera más transparente y eficiente en estos segmentos. Los sectores corresponden a estudiantes, deudores habitacionales y agricultores.

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

**IFRS:** *International Financial Reporting Standards*. Son un conjunto de normas emitidas por el *International Accounting Standards Board (IASB)*, que tienen como objeto la revelación de información de los estados financieros, de manera comparable y transparente para todos los participantes en los mercados de capitales globales.

**Incumplimiento:** *Default*. El no pago de los intereses o del principal de una deuda según lo legalmente acordado.

**Índice MSCI Mercados Emergentes:** Índice creado por *Morgan Stanley Capital International* para medir el desempeño de los mercados accionarios en los mercados emergentes globales.

**Instrumentos de oferta pública:** Instrumentos emitidos por las empresas que se transan en el mercado de capitales.

**Instrumentos de negociación:** Son aquellos que se adquieren con el objeto de negociarlos en el corto plazo para obtener ganancias provenientes del arbitraje o de fluctuaciones en los precios o tasas de mercado.

**Instrumentos disponibles para la venta:** Son los instrumentos financieros que no se incluyen en la categoría de instrumentos para negociación ni en la categoría inversiones al vencimiento.

**LBTR:** Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real. Sistema electrónico de pagos interbancarios administrado por el Banco Central de Chile, en que el procesamiento y liquidación de las operaciones es realizado en forma continua, individual y en tiempo real.

**Liquidez ácida:** Test ácido o razón entre activos circulantes menos existencias y pasivos circulantes.

**Margen operacional:** Es la rentabilidad del negocio, independiente de cómo se ha financiado. Se mide como la razón entre resultado operacional e ingresos por ventas.

**MBS:** *Mortgage-backed security*. *ABS* que tiene por respaldo activos hipotecarios

**MHE:** Mutuos Hipotecarios Endosables. Es un préstamo de dinero documentado en escritura pública, que cuenta con garantía de un

bien raíz, otorgado a personas naturales o jurídicas para financiar la adquisición, construcción, ampliación, reparación de todo tipo de bienes raíces. Se llama Mutuo Hipotecario Endosable, por que una vez que se le paga al vendedor, se puede ceder el Mutuo (endosar) a otras Instituciones autorizadas por ley.

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

**Multibancos medianos:** Bancos con menor participación de mercado e igualmente diversificados que los multibancos grandes.

**Operación simultánea:** Realización de una compra (venta) a plazo, conjunta e indisoluble con una venta (compra) al contado por idéntico número de acciones del mismo instrumento.

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

**PIIN:** Posición de inversión internacional neta. Diferencia entre los activos y pasivos externos de la economía.

**Premio EMBI:** El premio soberano del *EMBI* es la medida más habitual de riesgo de una economía. Mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de un país emitida en dólares en los mercados internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.

**Premio EMBI Global:** El premio soberano del *EMBI Global* es la medida más habitual de riesgo de las economías emergentes. Mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de economías emergentes emitida en dólares en los mercados internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.

**Punto base:** Unidad de medida de la volatilidad de un bono que se transa en los mercados financieros, correspondiendo a la centésima parte de uno por ciento (0,01%).

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

**RDI:** Razón deuda sobre ingreso disponible. Mide la deuda que mantienen los hogares con distintas entidades financieras y no financieras como porcentaje de su ingreso disponible.

**Repos:** Pactos de recompra (reventa). Venta (compra) colateralizada con acuerdo o compromiso de retrocompra (retroventa).

**Repricing:** Es un componente del riesgo de tasa de interés y corresponde a la exposición a pérdidas originadas por la renovación de activos y pasivos de distinto plazo frente a diferentes condiciones financieras.

**Riesgo de crédito:** Es la posibilidad de que un deudor bancario o contraparte no pueda cumplir sus obligaciones contractuales, ya sea, de intereses o capital.

**Riesgo de liquidez:** Es el riesgo de que una contraparte (o participante en el sistema de pagos) no pueda cumplir con sus obligaciones al momento de su vencimiento, aunque podría hacerlo en el futuro. Por lo tanto, el riesgo de liquidez no necesariamente implica que la contraparte sea insolvente.

**Riesgo de mercado:** Es la pérdida potencial en el valor de las posiciones netas que mantiene una entidad financiera, producto de los movimientos adversos en los precios de mercado.

**Riesgo de moneda:** Exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en el valor de las monedas extranjeras, en que están expresados los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance.

**Riesgo de tasas de interés:** Exposición a pérdidas ocasionadas por cambios adversos en las tasas de interés y que afectan el valor de los instrumentos, contratos y demás operaciones registradas en el balance.

**RIN de libre disposición:** Reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, *swaps*), depósitos del Fisco en el Banco Central y otros.

**ROE:** Rentabilidad del patrimonio, medida como utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, a patrimonio más interés minoritario. Es el retorno de los accionistas.

**SPAV:** Sistemas de Pagos de Alto Valor. Están conformados por el Sistema de LBTR y el Sistema de la CCAV.

**Spread on-shore en dólares:** Corresponde a la diferencia entre la tasa *on-shore* y la tasa *Libo* y, en consecuencia, es un *proxy* del costo de financiamiento en dólares en el mercado nacional *vis á vis* el mercado internacional.

**Subprime:** Es una modalidad crediticia del mercado financiero estadounidense. Son créditos (generalmente hipotecarios) otorgados a deudores cuyas características e historial de pago se sitúan por debajo del estándar promedio de la industria bancaria, por lo cual presentan un mayor riesgo de no pago que el promedio del resto de los créditos. Los créditos otorgados a deudores que satisfacen los estándares promedio de la industria bancaria son llamados *prime*.

**Swap:** Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras. Uno de los contratos de *swap* más comunes son los de tasa de interés, en los cuales se intercambian flujos definidos por una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, por los definidos por una tasa variable.

**Swap de divisas:** Contrato entre dos partes, mediante el cual se adquiere un compromiso para intercambiar una cierta cantidad de nomenclatura e intereses fijos en una moneda, por el nomenclatura e intereses fijos en otra moneda en una fecha futura, a un precio que se determina por anticipado. En este tipo de contratos, se requiere especificar los nomenclatura en ambas divisas.

**Swap promedio cámara:** Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras, entre una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, y una tasa variable. La tasa variable corresponde al promedio de la tasa de interés de cámara interbancaria, la que a su vez se deriva del índice cámara promedio.

**Tasa de captación prime:** Tasa de interés que las instituciones financieras ofrecen a sus mejores clientes para captar depósitos de corto y mediano plazo.

**Tasa de depósitos bolsa:** Es la tasa de interés a la que se transan los depósitos bancarios en el mercado secundario de la Bolsa de Comercio de Santiago.

**Tasa interbancaria:** TIB. Es la tasa promedio ponderada diaria de préstamos no garantizados de reservas bancarias entre bancos.

**Tasa on-shore en dólares:** Corresponde a la estimación de la tasa externa relevante para el mercado cambiario nacional, la cual, en términos generales, se deriva de la paridad cubierta de tasas de interés.

**Tasa overnight:** Es la tasa a la cual los bancos se otorgan financiamiento inmediato entre sí.

**Tasa swap:** Corresponde a la tasa de interés fija que se intercambia por la tasa de interés interbancaria observada promedio, sobre un monto de capital y a un plazo específico en el futuro.

## Abreviaciones

<b>ACHEF:</b>	Asociación Chilena de Empresas de <i>Factoring</i> .
<b>AFP:</b>	Administradoras de Fondos de Pensiones.
<b>BCD:</b>	Bonos del Banco Central expresados en dólares.
<b>BCP:</b>	Bonos del Banco Central expresados en pesos.
<b>BCU:</b>	Bonos del Banco Central expresados en unidades de fomento.
<b>BCX:</b>	Bonos del Banco Central en dólares.
<b>BIS:</b>	<i>Bank for International Settlements</i> .
<b>BTP:</b>	Bonos de Tesorería expresados en pesos.
<b>BTU:</b>	Bonos de Tesorería expresados en unidades de fomento.
<b>CCAF:</b>	Cajas de Compensación de Asignación Familiar.
<b>CODELCO:</b>	Corporación del Cobre.
<b>CORFO:</b>	Corporación de Fomento de la Producción.
<b>DCV:</b>	Depósito Central de Valores.
<b>EE.UU.:</b>	Estados Unidos de Norteamérica.
<b>EMBI:</b>	<i>Emerging Market Bond Index</i> .
<b>FMI:</b>	Fondo Monetario Internacional.
<b>FOGAPE:</b>	Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios.
<b>FTSE:</b>	<i>Financial Times Stock Exchange</i> .
<b>INE:</b>	Instituto Nacional de Estadísticas.
<b>IPSA:</b>	Índice de Precios Selectivo de Acciones.
<b>LIBOR:</b>	<i>London Inter-Bank Offered Rate</i> .
<b>MSCI:</b>	<i>Morgan Stanley Capital International</i> .
<b>PIB:</b>	Producto Interno Bruto.
<b>Pymes:</b>	Pequeñas y medianas empresas.
<b>RIN:</b>	Reservas Internacionales Netas.
<b>SP:</b>	Superintendencia de Pensiones.
<b>SBIF:</b>	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
<b>SII:</b>	Servicio de Impuestos Internos.
<b>SuSeSo:</b>	Superintendencia de Seguridad Social.
<b>SVS:</b>	Superintendencia de Valores y Seguros.
<b>S&amp;P:</b>	<i>Standard and Poor's</i> .
<b>TIR:</b>	Tasa Interna de Retorno.
<b>TPM:</b>	Tasa de Política Monetaria.
<b>UF:</b>	Unidad de Fomento.



## Índice de tablas y gráficos

### Tablas

I.1: Pérdidas estimadas para el sistema financiero	14
II.1: Deuda externa de la economía chilena	20
II.2: Indicadores de solvencia y liquidez externa	21
II.3: Determinantes del cambio en el premio por riesgo soberano	26
II.4: Determinantes del cambio en el índice accionario	26
III.1: Resumen iniciativa gubernamental Pro Crédito	34
IV.1: Deuda local y externa de empresas nacionales	36
IV.2: Deuda de los hogares	39
V.1: Clasificación de riesgo de los depósitos a largo plazo	53
VI.1: Pagos liquidados en los sistemas de pagos de alto valor	64
VI.2: Principales medios de pago de bajo valor	65

### Gráficos

I.1: Crecimiento mundial a PPC	11
I.2: Proyecciones de crecimiento del PIB de EE.UU.	11
I.3: Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses	12
I.4: Volatilidad esperada del mercado bursátil	12
I.5: Premios por riesgo de bonos corporativos en EE.UU. y de bonos soberanos emergentes	12
I.6: Valorización y premios por riesgo de incumplimiento de bancos	13
I.7: Tasas de política monetaria en economías avanzadas	13

I.8: Impacto de los programas de apoyo financiero sobre el balance de la Reserva Federal de EE.UU.	13
I.9: Planes de estímulo fiscal	14
I.10: Flujo total de préstamos netos privados en EE.UU.	14
I.11: Flujos de préstamos netos de hogares y empresas en EE.UU.	15
I.12: Precios de viviendas y morosidad hipotecaria residencial	15
I.13: Crédito bancario total por tamaño de banco en EE.UU.	15
I.14: Resultados de las pruebas de tensión a bancos de EE.UU.	16
I.15: Balances financieros proyectados por sector	16
I.16: Tipo de cambio nominal multilateral	17
I.17: Tasa de interés de préstamos de comercio exterior	18
I.18: Préstamos de comercio exterior e importaciones	18
II.1: Flujos de préstamos externos a residentes	19
II.2: Costo del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes	19
II.3: Préstamos externos a empresas residentes	20
II.4: Créditos sindicados internacionales	20
II.5: Flujos de la cuenta financiera	20
II.6: Posición de inversión internacional neta	21
II.7: Disponibilidad de liquidez financiera externa neta	21
II.8: Variación de los premios por riesgo	21
II.9: Saldo neto de cartera	22
II.10: Comparación internacional de solvencia y liquidez	22
II.11: Crecimiento del PIB de la economía chilena	23
II.12: Saldo en cuenta corriente de la economía chilena	23
II.13: Tipo de cambio real de la economía chilena	24
II.14: Flujos de cartera de la economía chilena	24
II.15: Cambio en el premio por riesgo soberano	25
III.1: Tasas en dólares en el mercado local	27
III.2: Tasas en pesos del mercado monetario	27
III.3: Operaciones monetarias del Banco Central	28
III.4: Inversiones en renta fija e intermediación financiera por tipo de inversionista	28
III.5: TPM y tasas de instrumentos del Banco Central	28
III.6: BCU-5 y ajuste regresión paridad descubierta de tasas	29
III.7: Colocaciones corporativas y residuo regresión paridad descubierta de tasas	29
III.8: Cartera de inversionistas institucionales	30
III.9: Tasas de interés de bonos corporativos	30

III.10: Nivel y volatilidad del tipo de cambio	30
III.11: Nivel y volatilidad del IPSA	31
III.12: Desviación estándar del cambio diario en tasas de interés	31
III.13: Retorno sintético del BCU-10 en dólares y banda de no arbitraje	32
III.14: Retorno sintético de un bono corporativo AA a 10 años en dólares y banda de no arbitraje	33
III.15: Primas por riesgo corporativo: Chile versus el exterior	33
IV.1: Deuda total empresas no financieras	35
IV.2: Colocaciones e inscripciones de bonos corporativos	36
IV.3: Colocaciones e inscripciones de efectos de comercio	36
IV.4: Gasto en provisiones	37
IV.5: Capacidad de pago y endeudamiento de empresas	37
IV.6: Deuda financiera y razón de liquidez	38
IV.7: Descalce cambiario	38
IV.8: Deuda bancaria local y capacidad de pago en escenarios alternativos	39
IV.9: Crecimiento real anual de las colocaciones bancarias	39
IV.10: Tasas de interés de colocaciones	39
IV.11: Índices de percepción económica	40
IV.12: Percepción de demanda y flexibilidad en la oferta de créditos	40
IV.13: Endeudamiento y carga financiera de largo plazo	40
IV.14: Situación de los hogares en materia de ocupación	41
IV.15: Activos financieros del Gobierno Central	43
IV.16: Deuda total del Gobierno Consolidado	44
IV.17: Deuda del sector público	44
IV.18: Premios por riesgo soberano	44
IV.19: Posiciones netas del Gobierno Consolidado	45
IV.20: Posiciones netas del Gobierno Central	45
IV.21: Razón de flujo de colocaciones a consumo de durables	46
IV.22: Consumo de bienes no durables en períodos de bajo crecimiento	47
IV.23: Consumo de bienes durables en períodos de bajo crecimiento	47
V.1: Deuda externa y colocaciones de comercio exterior	49
V.2: Stock de activos líquidos de la banca	49
V.3: Fuentes de financiamiento de la banca	50
V.4: Depósitos a plazo de inversionistas institucionales y financiamiento bancario	50
V.5: Crecimiento de las colocaciones	51
V.6: Crecimiento de las colocaciones por tamaño de empresa	51
V.7: Indicadores de riesgo de crédito	51



V.8: Índices de cartera vencida por tipo de crédito	52
V.9: Índices de provisiones	52
V.10: Rentabilidad del capital por grupo de bancos	52
V.11: Balance en moneda extranjera de la banca	53
V.12: Índice de adecuación de capital por grupo de bancos	53
V.13: Solidez patrimonial de la banca	53
V.14: Nivel de apalancamiento ajustado por riesgo	54
V.15: Gasto en provisiones bajo escenarios de riesgo	54
V.16: Crecimiento de las colocaciones bajo escenario de riesgo	54
V.17: Impacto de distintos escenarios de riesgo sobre la rentabilidad del capital	55
V.18: Impacto de distintos escenarios de riesgo sobre el índice de adecuación de capital	55
V.19: Fuentes de financiamiento bancario	56
V.20: Composición de los depósitos a plazo	56
V.21: Plazos de captación de los depósitos en pesos	56
V.22: Tasas de interés de los depósitos a plazo del sistema	57
V.23: Estructura temporal de tasas de interés de depósitos a plazo en moneda nacional	57
V.24: Estructura temporal de tasas de interés de depósitos a plazo en dólares	57
VI.1: Pagos liquidados en los sistemas de pagos de alto valor	64
VI.2: Liquidez en el sistema LBTR	64
VI.3: Evolución de los medios de pago minoristas	65

**Juan Esteban Laval Z.**

Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Julio 2009

ISSN 0718-0977

Registro de propiedad intelectual N° 141.570

Edición de 1.900 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](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

Impresión: Andros Impresores.

---

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º 17336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



**BANCO CENTRAL  
DE CHILE**

PRIMER SEMESTRE 2009 INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA