

2011
SEGUNDO
SEMESTRE

IEF

Informe de Estabilidad Financiera



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Estabilidad Financiera

SEGUNDO SEMESTRE 2011



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
I. Entorno y riesgos financieros externos	11
II. Financiamiento externo	21
III. Mercados financieros locales	25
IV. Usuarios de crédito	29
V. Sistema bancario	41
VI. Regulación e infraestructura financiera	49
Recuadros	
Financiamiento de la banca europea	16
Sistema bancario de China	18
Sector inmobiliario: implicancias para la estabilidad financiera	36
Potenciales efectos del proyecto de ley sobre tratamiento de información sobre obligaciones financieras y económicas	40
La institucionalidad de la regulación y supervisión financiera en Chile y el caso La Polar	57
Referencias bibliográficas	61
Glosario	63
Abreviaciones	66
Índice de tablas y gráficos	67

^{1/} El cierre estadístico del *Informe* fue el 23 de noviembre de 2011.

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

El escenario internacional se ha deteriorado respecto de lo planteado en el Informe anterior. En los últimos meses, el escenario internacional se ha caracterizado por mayores tensiones financieras y un mayor grado de aversión al riesgo. Dichas tensiones financieras se relacionan con tres factores: primero, la intensificación de la crisis financiera europea, la cual afecta de manera creciente tanto a economías sistémicamente importantes como al sistema bancario; segundo, la incertidumbre respecto de la política fiscal en EE.UU.; y tercero, la reducción de las expectativas de crecimiento en las economías avanzadas e indicios de un menor crecimiento en las emergentes. Estos elementos ponen de manifiesto la relevancia de la interacción entre crecimiento económico, solvencia fiscal y exposición de la banca, lo cual, en la práctica, plantea un serio desafío a la estabilidad financiera de varias economías avanzadas.

El escenario de riesgo de este Informe contempla que la prolongación del nivel actual de tensiones en los mercados internacionales se traduzca en una desaceleración significativa de la actividad económica mundial. Este escenario de riesgo podría asociarse a un deterioro mayor que el esperado en las economías más avanzadas y/o en un impacto de las tensiones internacionales en alguna economía emergente de carácter sistémico. Este escenario podría agudizarse si la crisis bancaria o soberana de la Eurozona se agrava, en un contexto en que la capacidad de las principales economías avanzadas para aplicar políticas fiscales y monetarias contracíclicas es limitada, y la capacidad de algunos países individuales para apoyar a sus intermediarios financieros es menor. De ocurrir este agravamiento, no sólo se deteriorarían las condiciones de demanda externa para Chile, sino que es muy probable que se tensionen las condiciones de financiamiento externo para agentes locales, y que la mayor aversión al riesgo tenga un impacto en los mercados financieros locales.

En lo más reciente, las condiciones de financiamiento externo se han tornado más restrictivas. Entre el primer y el tercer trimestre del 2011, los *spreads* soberano y corporativo de largo plazo aumentaron 64 y 134 puntos base, respectivamente, situación que se observó con mayor fuerza a partir de agosto y, además, coincide con una reducción de las inversiones en bonos locales por parte de los inversionistas internacionales, algo que comparten otras economías emergentes. Luego de un largo período de estabilidad, el costo de financiamiento bancario de corto plazo aumentó, llegando a *spreads* en torno a los 90 puntos base al cierre estadístico de este Informe —cifra 30 puntos base superior a la del primer trimestre. Sin embargo, cabe destacar que la banca local cuenta con una base de financiamiento diversificada. Durante el último tiempo disminuyó su financiamiento proveniente de bancos españoles e italianos, reducción que compensó con un mayor financiamiento de EE.UU., Canadá y Asia.

Los mercados financieros locales han sido afectados por la mayor volatilidad externa. Los *spreads prime-swap* a diferentes plazos han exhibido períodos de alta volatilidad, los que, en gran medida, se encuentran asociados a eventos externos, observándose en lo más reciente condiciones más restrictivas. Cabe señalar que la mayor volatilidad externa también afectó al mercado accionario, cambiario y de renta fija local, siendo este un fenómeno que se constata en otras economías. Esta volatilidad, si bien es menor que la observada a finales del 2008, podría mantenerse o incluso aumentar mientras no se resuelvan los problemas fiscales y financieros de las economías avanzadas. Es importante que los agentes del sistema financiero y las empresas del sector real internalicen esta mayor volatilidad en su gestión de riesgos.

En el sector corporativo, la deuda de las empresas continuó creciendo al tercer trimestre del 2011, sin variaciones relevantes en los indicadores de liquidez, capacidad de pago o rentabilidad. Más aún, a pesar del creciente rol de la deuda externa como fuente de financiamiento, el sector corporativo muestra indicadores de descalce cambiario estables y acotados. El análisis de un conjunto amplio de firmas —que incluye empresas pequeñas y medianas— sugiere que sus descalces cambiarios han mostrado variaciones marginales desde el último *Informe*. En tanto, el análisis de rentabilidad, endeudamiento y liquidez de las empresas revela que, en general, no hubo cambios relevantes entre los años 2007 y 2010. La excepción es el indicador de rentabilidad de las empresas de menor tamaño que, aunque se ha recuperado luego de la crisis, se mantiene por debajo de los niveles observados el 2007. A pesar de los favorables indicadores financieros del sector, es importante señalar que los intermediarios financieros deben mantener una actitud vigilante frente al riesgo de crédito, considerando el efecto negativo sobre la demanda externa que implican los escenarios de riesgo internacional.

No se observa un deterioro de la situación financiera de los hogares a nivel agregado. El consumo privado ha mostrado una rápida recuperación, la que estuvo acompañada de un crecimiento de la deuda de 11% anual en el tercer trimestre del 2011, siendo el endeudamiento bancario el componente más dinámico de este crecimiento (14%). La evidencia sugiere que, hasta ahora, el endeudamiento no ha aumentado por sobre su tendencia de crecimiento de largo plazo, y que las razones promedio de endeudamiento sobre ingreso y carga financiera permanecen estables. En esta misma línea, los indicadores de riesgo de crédito bancario de los hogares se han ubicado en niveles relativamente bajos durante el último año. En el escenario actual, sin embargo, es necesario continuar evaluando muy de cerca la evolución de la deuda de los hogares. Esto, puesto que creciendo a tasas similares a las actuales, existe la posibilidad de que el endeudamiento y la carga financiera de los hogares aumenten de manera significativa frente a una repentina y severa materialización del escenario de riesgo antes descrito. Por último, y atendiendo al deterioro de los indicadores financieros de los hogares de menores ingresos en el período 2007-09, estos podrían encontrarse en una situación de mayor vulnerabilidad financiera. Si bien el volumen de la deuda de estos hogares no es de relevancia sistémica, sí podría ser de importancia para algunos oferentes de crédito focalizados en los segmentos de menores ingresos.

En un contexto de mayor actividad crediticia, los índices de solvencia bancaria se mantienen altos y estables. Los menores niveles de rentabilidad de los últimos meses se explican por la reducción de los márgenes de intermediación, fundamentalmente el margen de intereses, que ha caído debido a la mayor velocidad con que la banca ha traspasado el aumento de tasas a sus operaciones pasivas. En todo caso, y a pesar de la menor rentabilidad, tanto el capital básico (*tier 1*) como el capital regulatorio, medidos en relación con los activos ponderados por riesgo, se han mantenido en torno a 10 y 14%, respectivamente. Esto, entre otros elementos, ha sido favorecido por aumentos de capital por alrededor de US\$1.400 millones y de activos líquidos por más de US\$3.000 millones hasta el cierre de este *Informe*. Todavía se esperan aportes de capital adicionales anunciados por US\$800 millones, lo que permitirá mantener altos índices de solvencia.

La banca chilena continúa mostrando una importante acumulación de activos líquidos y, además, ha diversificado y ampliado los plazos de sus fuentes de financiamiento. La tenencia de activos líquidos aumentó a fines del 2008, y se estabilizó en valores en torno a 18% de los activos totales del sistema. Este crecimiento es superior al que explican los cambios en los niveles de depósitos vista y deuda externa, así como al menor nivel de actividad observado después de la crisis del 2008. En relación con los pasivos bancarios, las emisiones de bonos y títulos de largo plazo sumaron US\$3.000 millones en el mercado local y US\$640 millones en el mercado externo, privilegiando, en lo más reciente, la colocación en mercados financieros de mercados emergentes. Adicionalmente, los bancos de mayor tamaño han contratado créditos sindicados por US\$725 millones, sustituyendo otras fuentes de financiamiento externo de más corto plazo. Todo lo anterior, en definitiva, se traduce en descalces de corto plazo menores en el margen, con suficiente holgura para cumplir con los límites regulatorios.

Los persistentes problemas en los mercados externos, y en especial en la Eurozona, han comenzado a afectar las condiciones de acceso a financiamiento externo de la banca local. Los problemas fiscales y su repercusión sobre la banca europea han comenzado a tener efecto en los *spreads* de los créditos externos, sin que hasta ahora se observe una reducción en el volumen ni en el plazo de los mismos. En todo caso, y dada la presencia de bancos establecidos en Chile con matriz o controlador bancario en el extranjero, cabe considerar el riesgo de potenciales efectos en las respectivas filiales. Hasta el momento, sin embargo, no se observan discrepancias relevantes en los *spreads* de la deuda externa de corto plazo de estos bancos, ni en la valoración de las emisiones y/o transacciones de sus títulos de deuda en el mercado local. La reducción en la clasificación de riesgo de algunas matrices tampoco ha tenido impacto sobre la clasificación de riesgo internacional ni nacional de sus filiales en Chile. La participación de las inversiones en el exterior sobre los activos totales no difiere sustancialmente entre bancos nacionales y bancos de propiedad extranjera, situándose en ambos casos por debajo del 4%, y correspondiendo principalmente a depósitos en bancos corresponsales externos. La importancia del financiamiento externo tampoco difiere entre bancos locales y extranjeros, observándose por lo general una muy baja dependencia de financiamiento desde entes relacionados. Por último, se debe considerar que la legislación bancaria chilena requiere que la filial haya constituido íntegramente su capital en el país para operar como entidad financiera en el mercado local, y que deba cumplir plenamente con los requisitos de solvencia, provisiones, riesgo mercado y liquidez contenidos en la normativa chilena.

El sistema bancario mantiene su capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo severo. Los ejercicios de tensión muestran que los niveles actuales de capitalización de la banca le permitirían absorber un episodio de desaceleración del PIB, un aumento del costo del financiamiento en pesos y una depreciación, congruente con el escenario de riesgo externo.

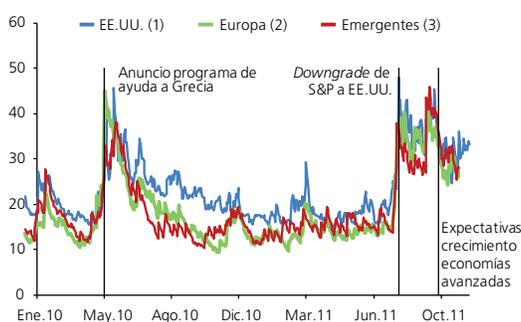
En el escenario externo, persisten una serie de debilidades —luego de la crisis *subprime*— que podrían llevar a deterioros muy significativos en la actividad y en el sistema financiero internacional. De particular preocupación es el comportamiento macro-financiero en Europa periférica y EE.UU. El deterioro de las condiciones financieras externas y la consecuente desaceleración mundial tendrían un impacto negativo en la economía chilena. Si bien el análisis contenido en este *Informe* sugiere que el sistema financiero chileno está preparado para enfrentar este entorno externo más restrictivo, es importante que los usuarios de crédito y los intermediarios financieros internalicen estos riesgos en sus decisiones de consumo, inversión y financiamiento. En términos macro-financieros agregados, el país ha avanzado en las últimas décadas en construir un marco de políticas económicas que ya ha demostrado su capacidad para enfrentar adecuadamente coyunturas difíciles.

Por último, desde el último *Informe*, se han llevado a cabo una serie de modificaciones regulatorias y de supervisión financiera. En primer lugar, entró en funcionamiento del Consejo de Estabilidad Financiera, instancia que busca coordinar y proponer medidas para velar por la integridad y solidez del sistema financiero, a través de la coordinación y el intercambio de información entre las autoridades competentes. En materia de protección al consumidor, se promulgó la Ley que otorga mayores atribuciones y competencias al Sernac en materia de servicios financieros. En paralelo, en el Congreso ha continuado la tramitación para crear una base consolidada de deudores. También está siendo tramitado el proyecto que modifica la tasa máxima convencional. Es importante consignar que los potenciales beneficios de las modificaciones normativas demandan una apropiada evaluación de sus impactos directos e indirectos, tanto a usuarios como a oferentes de crédito.

I. Entorno y riesgos financieros externos

Gráfico I.1

Aversión al riesgo
(índice)



(1) Medido por el índice VIX.
(2) Medido por el índice VDAX.
(3) Medido por el índice MSCI para economías emergentes y MSCI para Latinoamérica.

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

El escenario internacional presenta mayores riesgos como resultado del empeoramiento de la situación macro-financiera de las economías avanzadas, la mayor incertidumbre sobre la recuperación mundial, y un leve cambio de tendencia en las economías emergentes.

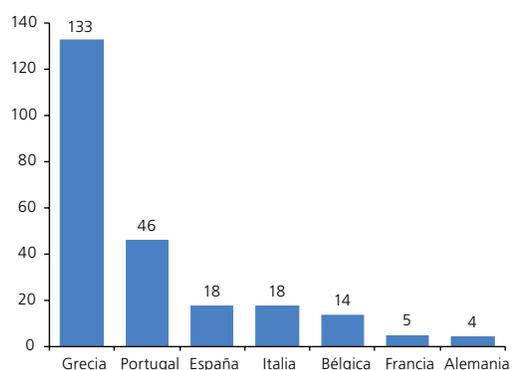
Evolución de la situación financiera internacional

Los riesgos para la estabilidad financiera global aumentaron desde la publicación del Informe anterior

En los últimos meses, el escenario económico internacional se ha caracterizado por un incremento significativo de las tensiones financieras y una mayor aversión al riesgo (gráfico I.1). Las mayores tensiones financieras se relacionan principalmente con tres factores. Primero, la intensificación de la crisis financiera europea, que afecta cada vez más a países sistémicamente importantes, como España e Italia, y además con una creciente exposición de la banca europea a la crisis de deuda soberana. Segundo, la incertidumbre respecto de la política fiscal en EE.UU.^{1/}. Por último, la reducción de expectativas de crecimiento en las economías avanzadas e indicios de un menor crecimiento en economías emergentes. Estos elementos ponen de manifiesto la interacción entre crecimiento económico, solvencia fiscal y sistema bancario, cuya interdependencia puede conducir a una intensificación de los riesgos macro-financieros.

Gráfico I.2

Recapitalización requerida de la banca europea (1)
(porcentaje del capital) (2)



(1) Estimación de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) del 26 de octubre de 2011.

(2) Capital corresponde a la estimación a diciembre del 2011 contenida en las pruebas de tensión de junio pasado.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la ABE.

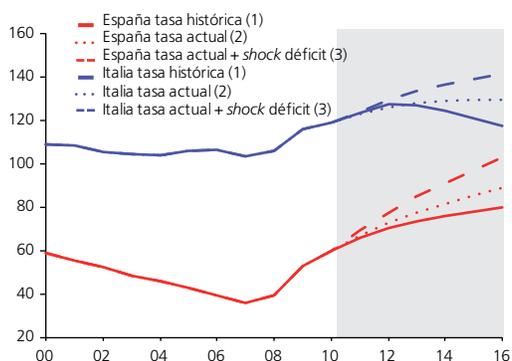
La dificultad de Grecia para cumplir con el acuerdo de mayo del 2010 y el complejo escenario para consensuar un nuevo paquete de ayuda agravaron la crisis europea...

La crisis en Grecia se ha profundizado y, durante los últimos meses, se ha evidenciado la dificultad para cumplir con lo acordado en el programa de ayuda de mayo del 2010. El déficit fiscal para el 2011 superará en aproximadamente 1% del PIB la meta propuesta de 7,6% del PIB, y la revisión a la baja del crecimiento proyectado para el 2012 —según *Consensus Forecast* el crecimiento esperado disminuye de 0,6 a -2%— sugiere que será difícil cumplir con el objetivo fiscal del próximo año (6,8% del PIB). Además, Grecia enfrenta dificultades políticas que complican la aprobación de un mayor ajuste fiscal, lo cual ha renovado los temores en los mercados sobre un evento crediticio en esta economía.

^{1/} En agosto, el estancamiento de las negociaciones del nuevo techo de deuda en EE.UU. y las menores perspectivas de crecimiento llevaron a la agencia S&P a reducir la clasificación de riesgo de la deuda estadounidense.

Gráfico I.3

Deuda pública de España e Italia
(porcentaje del PIB)



(1) Considera el promedio histórico del período 2000-10 de la tasa de interés del bono soberano a 5 años.

(2) Considera la tasa de interés de los bonos soberanos a 5 años al 22 de noviembre de 2011.

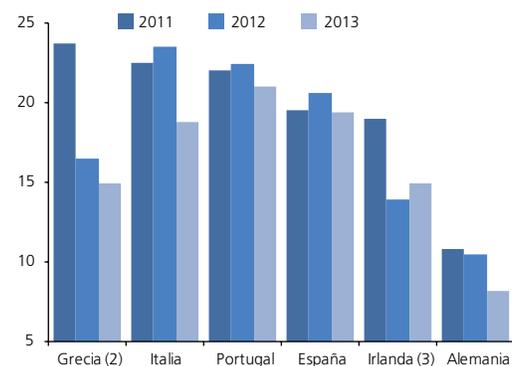
(3) Similar a (2), pero agrega un aumento permanente del déficit fiscal, de una desviación estándar.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Bloomberg y FMI (2011a).

Gráfico I.4

Necesidades de financiamiento soberano en economías europeas (1)

(porcentaje del PIB del 2011)



(1) Considera la deuda fiscal a vencer y el déficit fiscal para cada año.

(2) El cálculo de la deuda fiscal a vencer supone un 90% de participación en el programa de intercambio de deuda de septiembre del 2011.

(3) Incluye 3 mil millones de euros de deuda a vencer para cada año, relacionada con la emisión de bonos para ir en ayuda del sector financiero.

Fuente: FMI (2011b).

...y el nuevo plan acordado por las autoridades de la UE no ha logrado reducir la incertidumbre en los mercados

Las autoridades de la UE anunciaron en octubre pasado un nuevo acuerdo con el objetivo de proveer una solución más integral a la crisis. El acuerdo incluye las siguientes tres iniciativas: (i) recapitalización bancaria para cumplir con un requerimiento de capital de 9% a mediados del 2012; (ii) reprogramación de la deuda griega con el sector privado, la cual, en principio, involucraría una reducción de 50% de su valor, y (iii) mayor apalancamiento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF).

Sin embargo, la ausencia de detalles sobre estas iniciativas generó incertidumbre. En primer lugar, no se sabe con exactitud cómo se recapitalizarán los bancos y, en caso de que el ajuste se realice vía reducción de activos, la contracción crediticia podría ser especialmente significativa en Grecia y Portugal (gráfico I.2). Por otra parte, existe preocupación sobre el potencial efecto de este desapalancamiento sobre los créditos transfronterizos de los bancos basados en la Eurozona. En segundo lugar, la valoración de los bonos soberanos a precios de mercado podría llevar a muchos bancos a reducir las tenencias de estos instrumentos, agravando aun más el problema de la deuda soberana. Por último, no es claro si el recorte del 50% a los bonos griegos gatillará los pagos de los seguros contra el riesgo soberano (CDS) ni sobre sus eventuales implicancias^{2/}.

La situación de España e Italia es cada vez más grave porque enfrentan importantes necesidades de liquidez

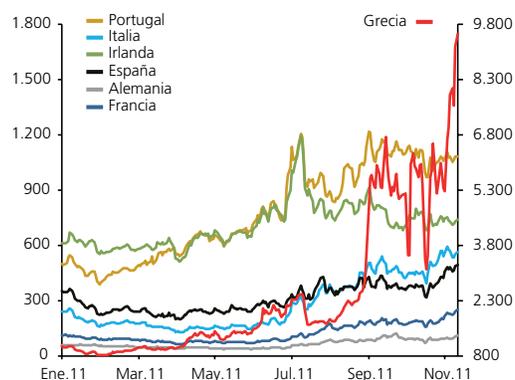
La agudización de la crisis europea afectó a España e Italia, a pesar de sus diferencias con Grecia. Mientras el gobierno griego es claramente insolvente, la deuda sobre PIB de estas economías es sostenible en un escenario de tasas de interés en el nivel promedio de los últimos 10 años (gráfico I.3). Sin embargo, dado que España e Italia enfrentan importantes necesidades de financiamiento, además de aumentar sus tasas de crecimiento económico, requieren mantener su costo de financiamiento acotado (gráfico I.4). No obstante, los premios por riesgo soberano (CDS) han alcanzado los valores más altos de los últimos 10 años (gráfico I.5). Por ende, el principal riesgo es que, a las tasas actuales, la trayectoria de la deuda sobre PIB sea creciente y las tensiones de liquidez deterioren la solvencia de estos países.

De este modo, España e Italia necesitan un ajuste fiscal adicional y/o un mecanismo que reduzca su actual costo de financiamiento. Sin embargo, lograr un nuevo ajuste fiscal es políticamente complejo y la aprobación de nuevos mecanismos orientados a proveer mayor financiamiento, como por ejemplo, el aumento de los recursos del FEEF, también presenta importantes desafíos en el escenario actual.

^{2/} En el evento de que los pagos se activen, existe incertidumbre sobre las exposiciones de las instituciones financieras. Por otra parte, si las primas de riesgo no se activan, se cuestionaría el rol de los CDS como instrumentos de cobertura de riesgo. El ISDA no se ha pronunciado formalmente sobre una eventual reducción de la deuda a la mitad; sin embargo, sus comunicados sugieren que la condición de evento de crédito o no de dicha reestructuración dependerá de cuán voluntaria sea esta (www.isda.org).

Gráfico I.5

Primas por riesgo en economías de Europa (*)
(puntos base)

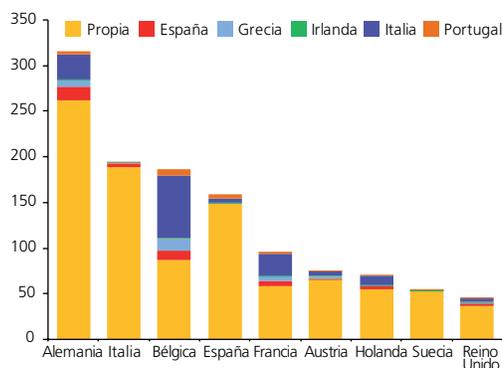


(*) Credit Default Swap del bono soberano a 5 años.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.6

Exposición de la banca europea a deuda soberana (*)
(porcentaje sobre el Core Tier 1)

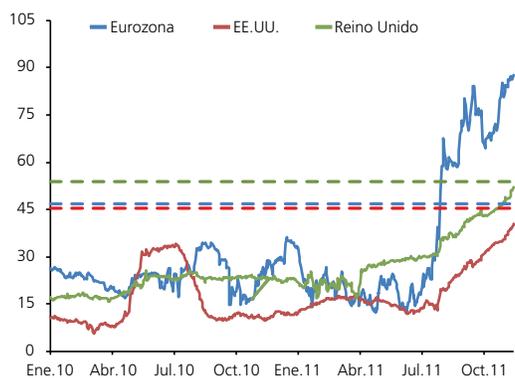


(*) La exposición de los bancos españoles e italianos a su propia deuda soberana está incluida en la barra "Propia".

Fuente: ABE.

Gráfico I.7

Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses (1) (2)
(puntos base)



(1) Spreads entre la Libor y la tasa de los Overnight Index Swaps (OIS) correspondiente a cada zona.

(2) Líneas segmentadas horizontales muestran el promedio para cada spread para el período ene.07- nov.11.

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

La exposición a la deuda soberana europea afecta cada vez más a los bancos de la Eurozona, limitando sus fuentes de financiamiento...

La interacción entre riesgo soberano y problemas de financiamiento de los bancos europeos se ha acentuado. La exposición a la deuda soberana de los bancos de la Eurozona es considerable, especialmente a la deuda soberana italiana (gráfico I.6). El aumento del riesgo soberano ha impactado negativamente a los balances de los bancos y, el deterioro de la confianza, ha limitado el acceso al mercado interbancario y ha aumentado las primas por riesgo de contraparte (gráfico I.7). Las opciones de financiamiento más restrictivas, en especial de largo plazo, y los mayores costos, constituyen un desafío para la banca que enfrenta elevados vencimientos de deuda para el 2012 (recuadro I.1)^{3/}.

...y en EE.UU. todavía hay incertidumbre sobre la evolución de la política fiscal

El comité creado para proponer un plan destinado a reducir la deuda de EE.UU. no logró llegar a un acuerdo, lo cual plantea interrogantes tanto para el corto como para el mediano plazo. En el corto plazo, la falta de acuerdo activaría recortes automáticos de gastos e implicaría el fin de una serie de iniciativas de estímulo fiscal actualmente vigentes (OCDE, 2011)^{4/}. En el mediano plazo, los ajustes automáticos serían suficientes para estabilizar la deuda sobre PIB recién hacia el 2015, pero de mantenerse algunas de estas iniciativas, la deuda sobre PIB continuaría en aumento (CBO, 2011).

En este contexto, se han deteriorado las expectativas de crecimiento para las economías avanzadas

Las expectativas de crecimiento para las economías avanzadas para el año 2011 disminuyeron desde 1,9% en junio pasado a 1,4% en octubre, y desde 2,5 a 1,5% para el 2012 (gráfico I.8). A diferencia de los meses anteriores, este deterioro afectó a todas las economías avanzadas y no solo a las de Europa periférica. Estas últimas mantuvieron sus bajas expectativas para este año pero redujeron significativamente las del 2012, con lo que se complica la viabilidad de los planes de ajuste fiscal comprometidos. Por último, y de manera más general, el limitado espacio fiscal de las economías avanzadas dificulta potenciales estímulos al crecimiento vía expansión fiscal (FML, 2011b).

Las turbulencias financieras y las menores perspectivas de crecimiento también afectaron a las economías emergentes...

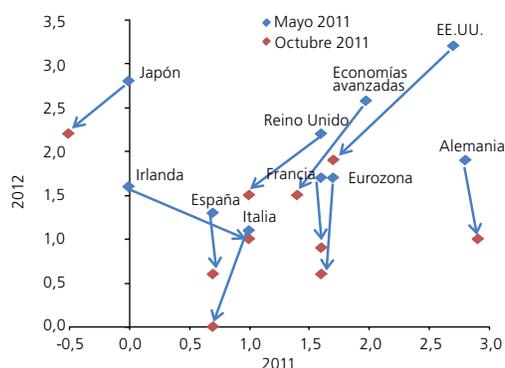
Durante el 2010, las economías emergentes no sufrieron mayormente las turbulencias financieras generadas por los problemas de Grecia, Irlanda y Portugal. Sin embargo, la reciente intensificación de los riesgos ha tenido

^{3/} Los altos costos de financiamiento podrían llevar a algunos bancos europeos a la insolvencia (De Grauwe, 2011).

^{4/} La OCDE estima que esto generaría una contracción fiscal de 2% del PIB el 2012 y de 3% del PIB el 2013. Las medidas de estímulo fiscal que finalizarían incluyen subsidios al desempleo, exención de impuestos laborales o contribuciones sociales que vencen en diciembre del 2011, y rebajas de impuestos del gobierno de George W. Bush que vencen en diciembre del 2012.

Gráfico I.8

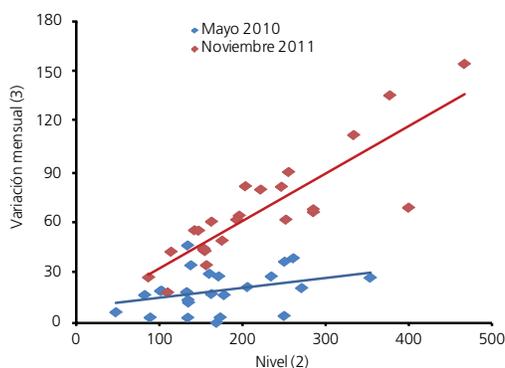
Expectativas de crecimiento del PIB
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de *Consensus Forecast*.

Gráfico I.9

Variación y nivel del riesgo soberano en economías emergentes (1)
(puntos base)



- (1) Las líneas corresponden a la tendencia lineal para cada fecha.
(2) Corresponde al nivel de *CDS* soberano de mayo del 2010 y noviembre del 2011, según se indica.
(3) Corresponde a la variación del *CDS*, en puntos base, entre la fecha indicada y el mes anterior.

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

un mayor impacto sobre el mundo emergente, lo que se ha reflejado en aumentos de los *CDS* soberanos de forma más generalizada y proporcional a sus niveles de riesgo soberano, situación coherente con un mayor nivel de aversión al riesgo (gráfico I.9). Además, los índices accionarios emergentes perdieron casi un cuarto de su valor durante el tercer trimestre del 2011, y en lo que va del año han tenido un rendimiento menor que el observado en economías avanzadas.

Por otro lado, las menores perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas impactan negativamente las exportaciones y términos de intercambio de las economías emergentes (IPoM, 2011). Esto se aprecia en una leve reducción de las expectativas de crecimiento de las economías emergentes para el 2012, las que cayeron, entre junio y octubre, de 4,3 a 3,9% para Latinoamérica y de 7,6 a 7,2% para Asia Emergente.

...donde se observa una incipiente salida de capitales

Desde junio de este año, los flujos brutos de portafolio hacia economías emergentes se han desacelerado. En efecto, basado en *Emerging Portfolio Fund Research*, los flujos accionarios registraron salidas de capital entre agosto y octubre del 2011, las cuales se revirtieron levemente durante noviembre^{3/}. Estas salidas se produjeron en forma generalizada en todas las regiones emergentes, siendo más profundas en el caso de países asiáticos. Asimismo, los flujos netos hacia renta fija emergente registraron una fuerte contracción entre septiembre y octubre, la que, sin embargo, no alcanza a compensar los flujos positivos acumulados durante el 2011 (capítulo II).

Por último, podrían haberse incubado vulnerabilidades macrofinancieras en las economías emergentes

Las economías emergentes aún no muestran señales de experimentar una situación financiera vulnerable. Sin embargo, en algunas de ellas, por ejemplo Brasil, el rápido crecimiento del crédito plantea inquietudes sobre la posible gestación de vulnerabilidades macro-financieras (FMI, 2011c). En el caso particular de China, tal como se señala en el IPoM, las perspectivas de crecimiento se han atenuado y, además, si bien esta economía ha implementado medidas para mitigar el aumento del crédito, el crecimiento del sistema bancario informal y la incertidumbre respecto a su relación con el sector formal son una fuente adicional de riesgo (recuadro I.2). Estas tendencias no representan una amenaza inmediata para la estabilidad financiera, pero podrían ser una fuente de inestabilidad en caso de un deterioro más severo del escenario externo.

Principales amenazas externas a la estabilidad financiera de la economía chilena

El escenario externo base se caracteriza por un menor crecimiento global, con niveles relativamente mayores en las economías no afectadas por la crisis financiera y diferenciales de sus tasas de interés respecto de EE.UU. y

^{3/} Muestra de flujos de portafolio de fondos de inversión hacia África, Asia (excluido Japón), Europa emergente, Latinoamérica, Medio Oriente e inversiones globales en economías emergentes.

la Eurozona. Es muy probable que en este escenario base, y al igual que lo observado en el último tiempo, se materialicen en forma recurrente episodios de volatilidad en los mercados financieros globales. Estos eventos de mayor volatilidad se vincularían con eventos macro-financieros en Europa, así como con la evolución de los indicadores de actividad en economías avanzadas y emergentes de importancia sistémica. Por otra parte, es muy probable que las necesidades de desapalancamiento de los bancos de la Eurozona afecten sus operaciones de crédito transfronterizo, impactando una de las fuentes habituales de financiamiento de bancos y empresas chilenas.

Por su parte, el escenario de riesgo contempla que la prolongación de las tensiones en los mercados internacionales podría traducirse en una contracción de la actividad económica mundial significativamente mayor que la proyectada. Nuevamente, esta situación podría asociarse a un deterioro de las economías más avanzadas y/o a un impacto mayor que el estimado en alguna economía emergente de carácter sistémico. En el caso particular de China, existe el riesgo de que alguna de las tensiones que se han insinuado recientemente en el sistema financiero limite su capacidad de contrapesar una desaceleración en las economías avanzadas. En este escenario de riesgo, es muy probable que las condiciones de demanda externa de Chile se deterioren, incluyendo menores términos de intercambio.

El escenario de riesgo podría agudizarse como resultado de una eventual profundización de la crisis en Europa o, eventualmente, del deterioro de la situación fiscal de EE.UU. La desaceleración económica que resulte en este escenario, así como el potencial aumento de la aversión al riesgo podrían ser significativas. Las razones para este escenario severo son la limitada capacidad de algunas de las principales economías avanzadas para aplicar políticas fiscales y monetarias contracíclicas, así como por la menor capacidad de países individuales de apoyar a sus intermediarios financieros. En este contexto, no solo se deteriorarían las condiciones de demanda externa para Chile, sino que es muy probable que se tensionen las condiciones de financiamiento externo para agentes locales, y que se genere una salida de capitales de portafolio, con efectos en la volatilidad de los mercados accionarios y cambiarios locales.

Por último, en el escenario base, la eventual sucesión de episodios de volatilidad externa podría conducir a un deterioro de la situación financiera de los usuarios e intermediarios de crédito en la economía, en particular para las firmas e intermediarios financieros que exhiben un mayor grado de endeudamiento y mayor exposición a descalces cambiarios y de liquidez. Por tal motivo, el análisis del presente *Informe* se aboca a evaluar estos elementos, siendo su principal conclusión que, a la fecha, no hay evidencia de que se hayan incubado vulnerabilidades sistémicas. No obstante, el carácter eminentemente dinámico e incierto del escenario externo sugiere la necesidad de una evaluación permanente de su exposición a episodios de volatilidad por parte de las autoridades y de los agentes del sistema financiero.

Recuadro I.1: Financiamiento de la banca europea

Desde julio de este año, la banca europea ha enfrentado crecientes dificultades para obtener financiamiento en dólares y en euros a mediano y largo plazo. Por tal motivo, y considerando el estrecho vínculo entre las tensiones soberanas y financieras en Europa, el objetivo de este recuadro es describir la estructura de financiamiento del sistema bancario de los principales países de la Eurozona y, complementariamente, las medidas de liquidez que han sido implementadas por el Eurosistema.

Estructura de financiamiento

La principal fuente de financiamiento para la banca europea son los depósitos de residentes. A septiembre del 2011, el 33% del financiamiento se realizaba a través de depósitos de residentes no bancarios, siendo la banca española la más dependiente de esta fuente (gráfico I.10)^{6/}. El volumen de depósitos de residentes minoristas no ha variado significativamente, pero sí se aprecian alzas en las tasas de captación. A septiembre del 2011, las tasas de depósitos bancarios hasta un año plazo habían aumentado 60 puntos base (pb) en la Eurozona respecto de igual mes del 2010, alza que es aun más severa en los bancos italianos, que presentaron incrementos de 180 pb.

El financiamiento a través de depósitos interbancarios representa el 19% de las fuentes totales y ha sido uno de los más afectados durante este período. Durante noviembre del 2011, el *spread* entre la *Libor* en euros y la tasa *swap Eonia* a tres meses ha permanecido en niveles cercanos a 84 pb, cuatro veces mayor que el promedio del primer semestre, en tanto el volumen diario de negociación media del *Eonia* ha disminuido de 40 a 26 mil millones de euros en lo que va corrido del segundo semestre del 2011 (Banco de España, 2011).

Las tensiones en el financiamiento también se han reflejado en las menores emisiones de deuda de largo plazo. Desde julio del 2011, las esporádicas emisiones de bonos *senior* no garantizados y bonos cubiertos —*covered bonds*— no han alcanzado a superar los vencimientos para este año (BIS, 2011). La menor emisión, junto al mayor costo de financiamiento, se torna aun más relevante si se considera que para el 2012 se estiman vencimientos de deuda bancaria por aproximadamente un 25% del stock de la deuda vigente (Banco de Italia, 2011)^{7/}.

El financiamiento de la banca europea a través de deuda externa —13% de las fuentes totales— ha presentado una fuerte reducción en el volumen y alzas en los *spreads* de mercado, en particular en el financiamiento a corto plazo en dólares^{8/}. La emisión de efectos de comercio en dólares por bancos europeos ha disminuido 20% desde julio del 2011, y la inversión en depósitos europeos en dólares de fondos mutuos monetarios de EE.UU. ha caído a menos de la mitad desde mayo del 2011^{9/}.

Finalmente, el financiamiento a través de contratos de retrocompra (*repos*) representa un bajo porcentaje de los pasivos (2%), pero ha sido una importante fuente alternativa al financiamiento no garantizado. Los volúmenes negociados en el mercado de *repos* privados han sido normales, mientras las tasas de *repos* han descendido en línea con las tasas de política, ampliando el diferencial existente con las tasas interbancarias no garantizadas. Los *repos* realizados con el Eurosistema han contribuido, en mayor medida, al financiamiento de los bancos españoles e italianos.

^{7/} Los *spreads* a cinco años de los principales bancos europeos han aumentado más de 100 pb desde agosto del 2011, en línea con el aumento de los *spreads* soberanos.

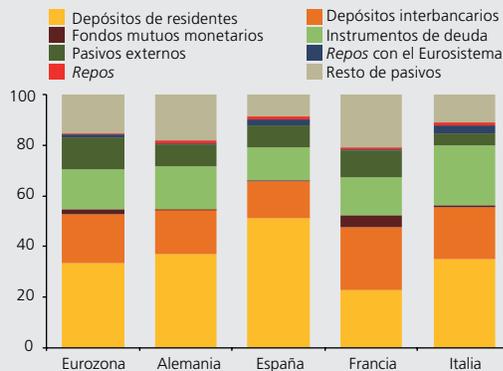
^{8/} Entre agosto del 2011 y el cierre estadístico de este Informe, el *basis swap* de contratos euro-dólar a un año se había ampliado en más de 40 pb, reflejando condiciones de financiamiento en dólares más restrictivas para los bancos europeos, sin llegar a los niveles exhibidos durante la crisis *subprime*.

^{9/} La banca de Francia y Alemania aún representaban 15% de los activos de estos fondos a agosto del 2011.

^{6/} La información de balance de los bancos más importantes de la Eurozona, a diciembre del 2010, confirma la alta dependencia del financiamiento a través de depósitos, en particular de los bancos españoles e italianos.

Gráfico I.10

Fuentes de financiamiento de la banca europea
(porcentaje, septiembre del 2011)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información del BCE.

Financiamiento a través del Eurosistema

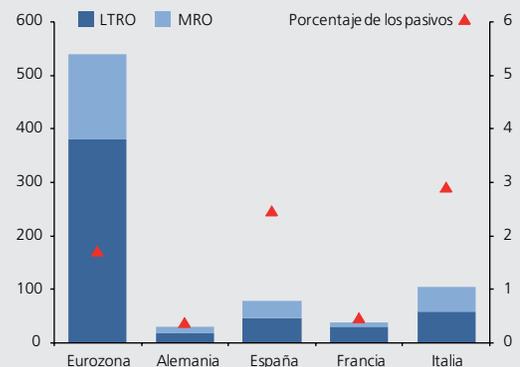
El Eurosistema, compuesto por el BCE y los bancos centrales nacionales de los estados miembros cuya moneda es el euro, ha inyectado nuevos recursos a través de sus operaciones de refinanciamiento principales y a plazo (MRO y LTRO), incrementando además la madurez de las operaciones a plazo hasta 13 meses, con el objetivo de reducir las presiones en el mercado interbancario a mediano plazo^{10/}. El monto otorgado a través de estas operaciones ha aumentado desde julio de este año, pero no representa más del 3% de los pasivos totales de la banca, siendo Italia y España los sistemas bancarios más dependientes de estas fuentes (gráfico I.11).

Asimismo, el BCE, en conjunto con otros bancos centrales, anunció en octubre pasado una nueva facilidad de liquidez en dólares con madurez de tres meses para aliviar las condiciones de liquidez en moneda extranjera. En tanto, en noviembre pasado las autoridades monetarias anunciaron nuevas medidas para proveer liquidez en moneda extranjera, con la reducción del costo de las operaciones en dólares y el establecimiento de líneas *swaps* denominadas en monedas extranjeras distintas al dólar. Finalmente, el BCE también ha incorporado medidas para aliviar el mercado de deuda de largo plazo. En octubre pasado anunció un programa de

compra de bonos cubiertos por 40 mil millones de euros a realizarse entre noviembre del 2011 y octubre del 2012, medida similar a la aplicada en el 2009.

Gráfico I.11

Principales operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema (*)
(miles de millones de euros, porcentaje)



(*) A septiembre del 2011. Promedio mensual de datos diarios.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del BCE y Bloomberg.

A pesar de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias, reportes internacionales señalan que aún persiste inquietud sobre la habilidad de los bancos europeos para obtener financiamiento a plazo (Banco de Italia, 2011; Banco de España, 2011). Por un lado, la liquidez inyectada por el Eurosistema no fluye perfectamente entre las entidades, percibiéndose un aumento en el uso de la facilidad de depósito en el último tiempo. Por otro, la intensificación de los problemas de deuda soberana ha causado pérdidas en la valoración de los instrumentos de gobierno que mantienen los bancos, reduciendo su capacidad para ser usados como colaterales en el financiamiento a través de *repos*. Por último, los *spreads* aún se mantienen elevados. Todo lo anterior es especialmente relevante para los bancos de aquellas economías europeas en las cuales los costos de financiamiento se han elevado más^{11/}.

En síntesis, desde agosto del 2011 la banca europea ha enfrentado condiciones de financiamiento más restrictivas, las que, al cierre de este Informe, no se han revertido, aun considerando las medidas excepcionales adoptadas por la autoridad monetaria.

^{10/} Las operaciones monetarias principales (MRO) y las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTRO) son operaciones de provisión de liquidez realizadas a través de contratos de retrocompra o préstamos con colaterales. Las primeras se realizan con frecuencia semanal y por un periodo de una semana, en tanto, las LTRO tienen frecuencia mensual y madurez normalmente de tres meses. Desde septiembre del 2008, el BCE ha ejecutado licitaciones a tasa fija, con adjudicación plena de montos.

^{11/} A diciembre del 2010, el costo agregado de todas las fuentes de financiamiento era: para España, 1,80%; Italia, 1,32%; Francia, 1,29%; y Alemania, 1,13%.

Recuadro I.2: Sistema bancario de China

Existen al menos dos visiones respecto de la situación del sistema bancario chino. La oficial, representada por el Banco Popular de China (BPC), y la del FMI. Por un lado, el BPC plantea que la economía china se encuentra en una situación financiera sólida, mientras, por otro, el FMI y otros analistas de mercado estiman que existen vulnerabilidades financieras asociadas, en gran medida, al importante crecimiento del crédito en el 2008 (FMI, 2011d). Este recuadro presenta una breve caracterización del sistema bancario chino resaltando estas dos visiones. Sin embargo, es importante destacar que el limitado nivel de información disponible dificulta el análisis y la precisión de las estimaciones.

El sistema bancario de China es uno de los más grandes del mundo, con un total de activos que equivale a más de 240% del PIB, y además se caracteriza por un alto grado de concentración. En efecto, existen más de 3.000 instituciones bancarias, pero la mitad de los activos del sistema se encuentra en cuatro grandes bancos comerciales de propiedad mayoritariamente estatal, cada uno de los cuales financia áreas específicas (industria manufacturera, sector agrícola, construcción y servicios financieros).

El sistema bancario se orienta esencialmente a financiar al sector público y a las empresas estatales (FMI, 2011d). La mayoría de los préstamos otorgados al sector corporativo —público y privado— es colateralizado por bienes raíces. Según el BPC (2011), la calidad de los préstamos es alta, lo cual, en parte, se reflejaría en un índice de cartera vencida de apenas 2% de las colocaciones. Por otra parte, la capacidad de provisionamiento ha mejorado, alcanzando una razón de cobertura de provisiones de 250% al segundo trimestre del 2011^{12/}.

Por el lado de los pasivos, el sistema bancario chino se caracteriza por su alta dependencia de los depósitos —cerca del 80% del financiamiento total—, a diferencia de los bancos de Europa y EE.UU., donde los depósitos constituyen entre 50% y 60% del financiamiento, y en el caso particular de

Chile, dicha relación es de 65%^{13/}. En tanto, la razón entre préstamos y depósitos se ha mantenido constante en torno al 70%, representando una fuente de financiamiento estable.

La razón entre capital (*Core Tier 1*) y activos ponderados por riesgo se encuentra en 9,6%, nivel inferior al de otras economías emergentes, cuyas razones de apalancamiento son del orden de 12 y 13%. Sin embargo, de acuerdo con BPC (2011), la deuda subordinada y las acciones preferentes constituyen una porción minoritaria del capital regulatorio, por lo que la calidad del capital es relativamente alta.

En cuanto a la solidez del sistema bancario formal, tanto el reciente informe del FMI (2011d) como el BPC indican que el sistema ha hecho importantes progresos en su transición hacia un sistema más robusto. En efecto, el sector bancario ha mejorado su estructura de crédito, así como la calidad de sus activos y la cobertura de sus provisiones.

Sin embargo, el FMI (2011d) identifica los siguientes focos de vulnerabilidad:

a) Calidad de activos luego de la expansión crediticia del 2008. Los informes oficiales del BPC muestran que la calidad de los activos del sistema bancario continúa siendo alta. Sin embargo, según el FMI, paralelamente a la reducción del crecimiento del crédito, los bancos chinos comenzaron a mover sus préstamos fuera de los balances y a agruparlos en *Wealth Management Products (WMP)* que invierten en préstamos corporativos, acciones y bonos, prometiendo mayores tasas de retorno que las tasas de ahorro tradicionales. Dichos *WMP* se están empleando para financiar a los sectores que el gobierno de China intenta enfriar, entre los cuales se encuentran los gobiernos locales. La calidad de los activos del sistema bancario se podría deteriorar en los próximos años y la cartera vencida alcanzaría 8 a 12% de los préstamos totales, estimación que comparten analistas de *Fitch* y de *Moody's (Bloomberg Businessweek, 2011)*.

^{12/} Razón entre las provisiones para activos deteriorados y la cartera vencida.

^{13/} *Federal Deposit Insurance Corporation, ABE y SBIF*

b) Creciente rol del sistema informal. Otro de los efectos que ha tenido la restricción crediticia en el sistema bancario formal ha sido el crecimiento de los activos en otras instituciones financieras no bancarias que, junto con las operaciones bancarias fuera del balance, constituyen el sistema informal o paralelo. Se estima que los activos bajo el sistema informal habrían crecido desde un rango entre 11 y 13% del PIB en el 2009, a uno entre 26 y 29% del PIB al segundo trimestre del 2011 (The Economist, 2011). Por otro lado, no se conoce con exactitud la cantidad y calidad de los activos de este sector, así como las interconexiones que existen entre estas instituciones y el sistema formal, lo cual supone riesgo de crédito que no es posible medir por la escasez de información.

c) Precio de las viviendas. Entre el 2005 y el 2010, los precios del sector inmobiliario aumentaron cerca de 60% en China, los cuales, en un contexto de mayores restricciones crediticias dirigidas al sector, han tendido a disminuir recientemente. Esta disminución del precio de las viviendas podría implicar un aumento del riesgo de crédito para el sector bancario, debido principalmente a que entre 30 y 45% del total de préstamos del sistema formal emplean bienes raíces como colaterales (FMI, 2011d). Por otro lado, se podría generar un aumento en la cartera vencida de las empresas constructoras y desarrolladoras de proyectos inmobiliarios, muchas de las cuales han estado financiándose en el sector no formal a tasas mucho más altas que las oficiales, que alcanzan hasta 6% mensual, cifra que contrasta con el 6% anual del sector formal (The Economist, 2011; BPC, 2011). De acuerdo al FMI (2011d) la exposición directa del sector inmobiliario ha sido más bien moderada, debido a que, por un lado, los préstamos hipotecarios representan solo un 20% del total de préstamos —cifra relativamente baja en comparación con las de Hong Kong o EE.UU.— y, por otro, a que el apalancamiento del sector (*Loan to Value, LTV*) se encuentra en torno a 30%, cifra bastante baja comparada con Europa y EE.UU., que al 2009 tenían *LTV* superiores al 70% (EMF, 2010).

d) Incremento de las ineficiencias en la asignación de recursos, causadas por el patrón de crecimiento actual. Según el FMI (2011d), el bajo costo relativo del capital generado por las medidas estatales ha distorsionado las decisiones de ahorro-inversión, creando una fuente adicional de vulnerabilidad al provocar un aumento de la inversión que podría ser ineficiente. El FMI (2011d) estima que, desde el 2001, por cada dólar de mayor crecimiento del PIB, se requirió una inversión de 5 dólares, 40% más que lo requerido en Japón y Corea del Sur durante sus períodos de fuerte expansión.

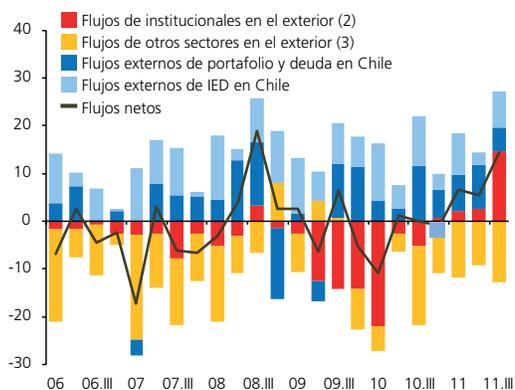
El FMI (2011d) ha evaluado parcialmente el potencial impacto de estos riesgos, a través de pruebas de tensión efectuadas a los 17 bancos comerciales más grandes de China. Su conclusión es que la mayoría no enfrentaría problemas ante *shocks* aislados, pero que si estos ocurrieran conjuntamente, el sistema bancario se vería seriamente afectado.

En síntesis, de acuerdo con el BPC, el sistema bancario es sólido, con una acotada gestación de vulnerabilidades financieras. Sin embargo, según el FMI (2011d) y otros analistas del mercado, existen potenciales focos de vulnerabilidad, que es importante monitorear. Más allá de las divergencias, existe una significativa brecha informativa que hace difícil validar y profundizar aun más en cada análisis.

II. Financiamiento externo

Gráfico II.1

Flujos de capitales en Chile (1)
(porcentaje del PIB trimestral)



(1) Flujo acumulado trimestral.

(2) Incluye fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros.

(3) Incluye empresas, bancos y Gobierno Central.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las condiciones de financiamiento externo se mantuvieron relativamente estables en buena parte del semestre aunque se han tornado más restrictivas en lo más reciente. No obstante, la posición de solvencia y liquidez externa continúa estable.

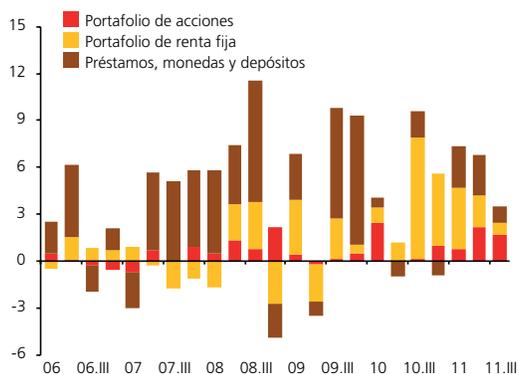
Flujos de capital

Desde el último Informe los fondos de pensiones redujeron significativamente sus activos externos, observándose, en términos netos, una entrada de capitales

Durante el tercer trimestre del 2011, tuvo lugar la entrada neta de capitales más alta desde el tercer trimestre del 2008, totalizando US\$8.600 millones (14,5% del PIB trimestral) (gráfico II.1). Estos flujos netos están asociados principalmente a la venta de activos extranjeros por parte de los fondos de pensiones chilenos, la que generó entradas por US\$8.730 millones. Esta reasignación de portafolio estuvo principalmente asociada a un cambio de afiliados desde los fondos de mayor riesgo relativo (A y B) —cuyo portafolio contiene mayor inversión en renta variable en el exterior—, hacia los fondos de menor riesgo (D y E) (capítulo III).

Gráfico II.2

Entrada bruta de capitales financieros hacia Chile (*)
(porcentaje del PIB trimestral)



(*) Flujo acumulado trimestral. Incluye inversiones hacia empresas y personas, bancos y Gobierno Central.

Fuente: Banco Central de Chile.

En tanto, la entrada bruta de capitales extranjeros hacia Chile se redujo

En el tercer trimestre del 2011, la entrada bruta de capitales disminuyó en torno a 3,9% del PIB con respecto al primer trimestre, alcanzando a US\$6.564 millones (11% del PIB)^{1/}. Los flujos de inversión extranjera directa (IED), las emisiones de bonos y los préstamos externos se redujeron en 1,3%, 3,2 y 1,6% del PIB, respectivamente, aunque siguieron siendo positivos. Mientras, la inversión extranjera en acciones locales fue el único componente de los flujos financieros que aumentó, registrando influjos por 1,6% del PIB, lo que representa niveles relativamente altos en términos históricos (gráfico II.2).

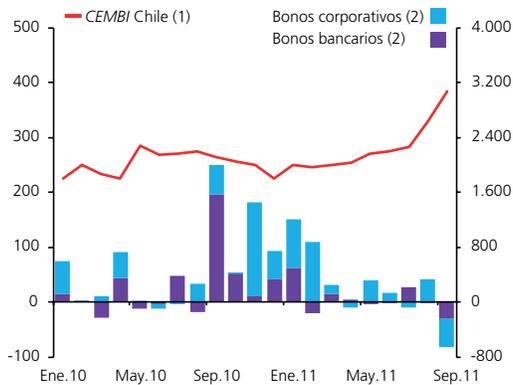
En el caso particular de flujos en renta fija, el volumen de emisiones privadas de bonos en el exterior se contrajo en aproximadamente 4,2% del PIB, pasando desde valores cercanos a 4% durante el primer trimestre del 2011, a -0,4% en el tercero. En contraste, la emisión de bonos por parte del Gobierno aumentó considerablemente a través de la emisión de un bono por US\$1.000 millones denominado en dólares y otro bono por US\$350 millones denominado en pesos, ambos a 10 años.

^{1/} No se consideran los créditos comerciales.

Gráfico II.3

Costo de financiamiento y flujos brutos de renta fija en Chile

(puntos base, millones de dólares)



(1) Valores de *CEMBI* a finales de cada mes.
(2) Flujos mensuales.

Fuentes: Banco Central de Chile y *Bloomberg*.

Las condiciones de financiamiento en los mercados de largo plazo, al igual que en otras economías emergentes, se tornaron más restrictivas

Entre el primer y el tercer trimestre del 2011, el nivel de los *spreads* soberano y corporativo de Chile aumentó en 64 y 134 puntos base, respectivamente, situación que se observa con mayor fuerza a partir de agosto y que además coincide con una reducción de las inversiones en bonos por parte de los inversionistas internacionales (gráfico II.3). Estos cambios también se observaron en otras economías emergentes, con aumentos en los *spreads* corporativos incluso superiores en varias de ellas (gráfico II.4).

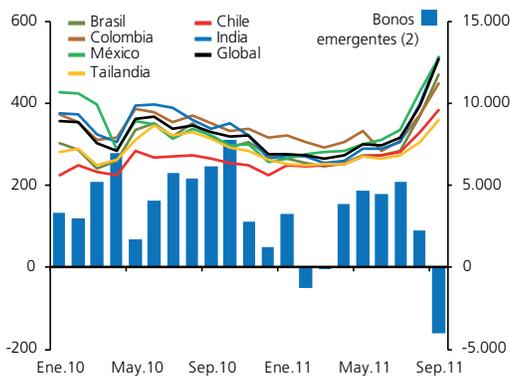
Las condiciones de financiamiento externo de corto plazo se mantuvieron estables para los bancos, sin embargo los spreads han aumentado en el último tiempo...

Durante la mayor parte del tercer trimestre del 2011, el costo del financiamiento externo bancario de corto plazo se mantuvo estable en torno a los valores observados desde mediados del 2009, con un *spread* promedio de 64 puntos base y una dispersión entre bancos relativamente constante. Asimismo, el plazo de los préstamos fue similar al registrado desde mediados de 2010 (10 meses). Sin embargo, en lo más reciente, el costo del financiamiento bancario aumentó, presentando un *spread* en torno a los 92 puntos base al cierre estadístico de este *Informe*, 30 puntos base superior al observado en el primer trimestre del año (gráfico II.5).

Gráfico II.4

Costo de financiamiento y flujos brutos de renta fija en economías emergentes (1)

(puntos base, millones de dólares)



(1) Valores de *CEMBI* a finales de cada mes.
(2) Flujos mensuales corporativos, bancarios y soberanos.

Fuentes: Banco Central de Chile a base de información de *Bloomberg* y *Emerging Portfolio Fund Research*.

...y en el contexto de mayores tensiones en la banca europea, la banca local ha diversificado sus fuentes de financiamiento

La participación de los préstamos otorgados por Europa a los bancos chilenos ha disminuido sistemáticamente, reduciéndose desde 32 a 28% entre el cuarto trimestre del 2010 y el tercer trimestre del 2011. Esta contracción ha sido particularmente notoria para el financiamiento desde los bancos españoles e italianos. En efecto, los préstamos otorgados por dichos bancos disminuyeron cinco puntos porcentuales en igual período, siendo esta reducción compensada con el aumento del financiamiento proveniente de EE.UU., Canadá y Asia (gráfico II.6).

Liquidez y solvencia

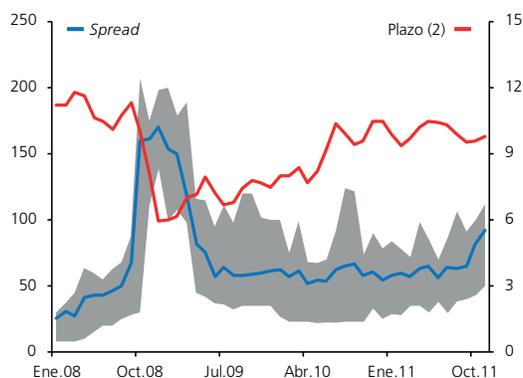
Desde el último Informe, la deuda externa ha aumentado y su composición continúa siendo mayoritariamente privada y de largo plazo...

En el tercer trimestre del 2011, la deuda externa aumentó 7% con respecto al primer trimestre, alcanzando a US\$98.151 millones (42% del PIB), manteniéndose la proporción de deuda privada de largo plazo en niveles cercanos al 70%. En cuanto a la deuda financiera privada total, al igual que en los trimestres anteriores, el 71% correspondió a empresas y personas, y la mayoría fue de largo plazo, con un plazo promedio de 5,6 años (tabla II.1). Por el contrario, la mayor parte de la deuda financiera bancaria es de corto plazo residual, y el plazo promedio se mantuvo en torno a los dos años^{2/}.

Gráfico II.5

Costo del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes (1)

(puntos base, meses)



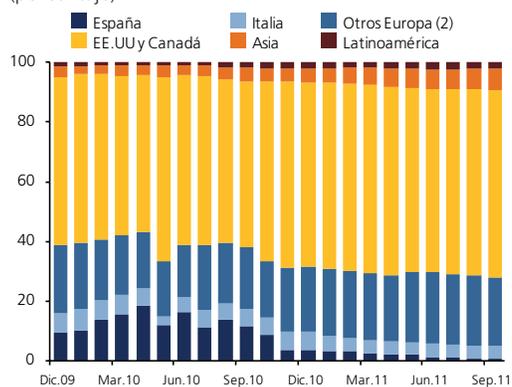
(1) Préstamos de bancos no relacionados, a tasa variable. El área gris representa el intervalo entre los percentiles 5 y 95 de la muestra de cada mes.
(2) Promedio trimestre móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.6

Composición de los créditos bancarios externos (1)

(porcentaje)



(1) Stock mensual.

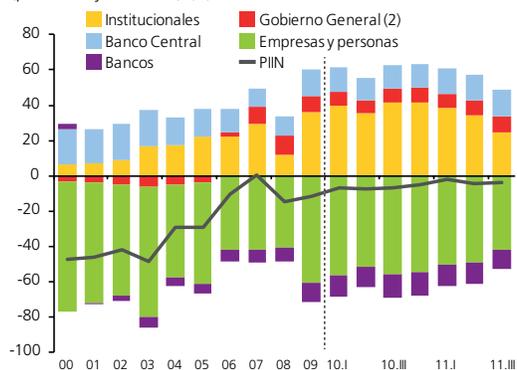
(2) Incluye Alemania, Francia, Holanda, Noruega, Suiza, Portugal y Reino Unido.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.7

Posición de inversión internacional neta de Chile

(porcentaje del PIB) (1)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base sep.11=100).

(2) Gobierno Central y municipalidades.

Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla II.1

Deuda externa bruta, indicadores de solvencia y liquidez externa (porcentaje)

	2008	2009	2010	2011		
	IV	IV	IV	I	II	III
Composición de la DEFP (1)						
(porcentaje del total)						
Bancos	25	25	27	29	29	29
Empresas y personas	75	75	73	71	71	71
Plazo promedio deuda total						
(años)						
Bancos	2,0	1,8	2,5	2,2	2,3	n.d.
Empresas y personas	5,3	5,8	5,6	5,6	5,6	n.d.
Solvencia						
(porcentaje)						
Deuda externa / PIB (2)	37	45	42	43	43	42
Deuda externa / exportaciones	118	169	145	148	146	145
Liquidez						
DECPR financiera / RIN (3)	86	75	84	82	78	70

n.d.: No disponible.

(1) DEFP: deuda externa financiera privada, excluye deuda de Gobierno y créditos comerciales.

(2) PIB en dólares corrientes acumulado en 12 meses.

(3) RIN: Reservas internacionales de libre disposición. No incluye compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, swaps), depósitos del Fisco en el Banco Central y otros.

Fuente: Banco Central de Chile.

... y la solvencia agregada externa continúa estable

El principal cambio en materia de activos y pasivos externos está asociado a la disminución en la posición acreedora neta de los fondos de pensiones en 4% del PIB. En tanto, la deuda externa se mantuvo estable en niveles de 42% del PIB al tercer trimestre del 2011 (tabla II.1). Como resultado de lo anterior, la posición de inversión internacional neta de Chile (PIIN) aumentó su saldo deudor en 2,1% del PIB durante el tercer trimestre del 2011, situándose en una posición deudora de 4,1% del PIB, nivel que continúa siendo superior al históricamente observado (gráfico II.7).

El Gobierno Central mantiene su posición acreedora, contribuyendo así a la solvencia agregada de la economía

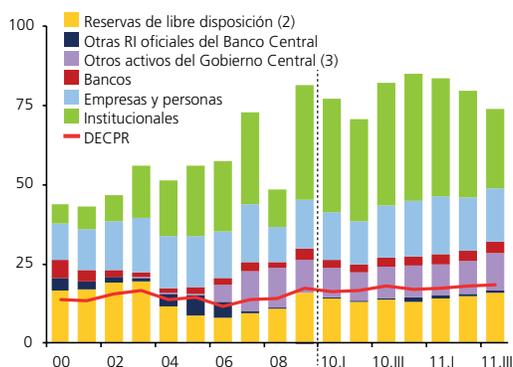
En octubre recién pasado, la autoridad fiscal publicó una actualización de la proyección financiera del Gobierno Central para el 2011, sin constatare cambios significativos respecto de las proyecciones de junio —balances devengado y estructural de 1,2 y -1,6% del PIB, respectivamente. En tanto, la emisión de deuda se enmarcó en la autorización máxima proyectada de US\$7.800 millones para este año. Esto, en conjunto con la adquisición de activos financieros^{3/}, permite prever que la posición financiera neta del Gobierno Central hacia finales de año se mantendrá en cifras positivas (en torno a 0,4% del PIB), constituyendo así en un aportante neto de recursos al sistema.

^{2/} El detalle de la información de endeudamiento externo se presenta en el Anexo Estadístico del Informe de Estabilidad Financiera (www.bcentral.cl).

^{3/} El saldo del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) alcanzarían a US\$16.248 y 4.488 millones, respectivamente, a diciembre del 2011, mientras los Otros Activos del Tesoro Público alcanzarían a US\$7.722 millones.

Gráfico II.8

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



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base sep.11=100). Liquidez externa incluye préstamos de corto plazo, monedas 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) Gobierno consolidado menos reservas internacionales oficiales.

Fuente: Banco Central de Chile.

La liquidez externa de la economía continúa mejorando

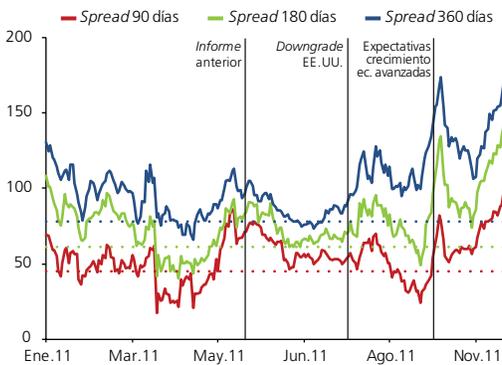
En línea con el programa de aumento de las reservas internacionales que inició su ejecución a principios del año, la posición de liquidez, medida a través de la deuda externa financiera de corto plazo residual como porcentaje de las reservas internacionales netas de libre disposición, registró en el tercer trimestre del 2011 una reducción de 12 puntos porcentuales con respecto al primer trimestre (tabla II.1).

Por otro lado, la disponibilidad de fuentes externas adicionales de liquidez disminuyó debido a la reducción de los activos externos por parte de los inversionistas institucionales, y la deuda externa de corto plazo residual (DECPR) como porcentaje del PIB aumentó cerca de un punto porcentual al tercer trimestre del 2011. Sin embargo, las fuentes externas adicionales aún permitirían cubrir con holguras la deuda de corto plazo residual (gráfico II.8).

III. Mercados financieros locales

Gráfico III.1

Presiones de liquidez en el mercado monetario en pesos (*)
(puntos base)



(*) Medidas por el *spread prime-swap* promedio cámara. Las líneas punteadas horizontales indican el promedio de cada serie para el período 2005-11.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los mercados financieros locales han sido impactados por la mayor volatilidad externa.

Mercados monetarios y de renta fija

El mercado monetario en pesos ha exhibido alta volatilidad, observándose en el último tiempo condiciones más restrictivas

Los *spreads prime-swap* a diferentes plazos han registrado períodos de alta volatilidad, los cuales, en gran medida, se encuentran asociados a eventos externos (gráfico III.1). Estos episodios se han caracterizado por aumentos transitorios del *spread prime-swap*, siendo común a ellos una contracción más pronunciada de la tasa *swap*, manteniéndose relativamente estable la tasa *prime* (gráfico III.2)^{1/}. En lo más reciente, y a diferencia de los anteriores eventos de volatilidad, se aprecia un aumento en las tasas *prime*, el cual, por cierto, sería coherente con un escenario externo caracterizado por crecientes tensiones financieras (capítulos I y II).

Por su parte, los inversionistas institucionales aumentaron su tenencia de instrumentos de intermediación financiera

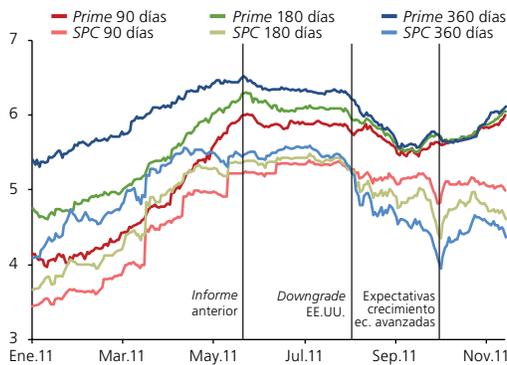
Durante el tercer trimestre del 2011, los inversionistas institucionales invirtieron en torno a \$1.700 miles de millones en depósitos a plazo bancarios, cifra seis veces superior a la del primer semestre, siendo explicada, en gran medida, por los fondos de pensiones. En tanto, los fondos mutuos tipo 1, principales inversionistas institucionales de depósitos a plazo, registraron un aumento en su tenencia de depósitos hacia el cierre de este *Informe*. La mayor estabilidad de los fondos mutuos se asocia, en parte, con el acortamiento del plazo de su cartera ocurrido en torno al período del cambio normativo referente a la valorización de sus activos a mediados del 2010.

Las condiciones del mercado monetario en dólares también han sido volátiles...

Entre el cierre del *Informe* anterior e inicios de agosto, la tasa *on-shore* de corto plazo ha permanecido relativamente estable en niveles cercanos al

Gráfico III.2

Tasas *prime* y tasas *swap* promedio cámara
(porcentaje)

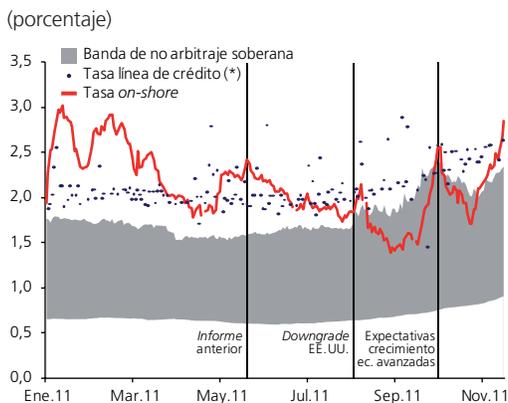


Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Tales fluctuaciones de la tasa *swap* podrían estar relacionadas con eventuales efectos de portafolio y/o ser el reflejo de menores expectativas de la tasa de política monetaria frente a noticias y eventos internacionales.

Gráfico III.3

Presiones de liquidez en mercados monetarios en dólares a 360 días (porcentaje)

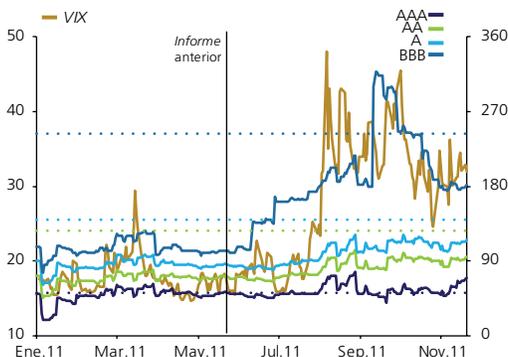


(*) Corresponden a las tasas máximas de financiamiento vía líneas de crédito en el exterior de los bancos locales.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico III.4

Aversión al riesgo y spreads de bonos de largo plazo (*) (puntos base)

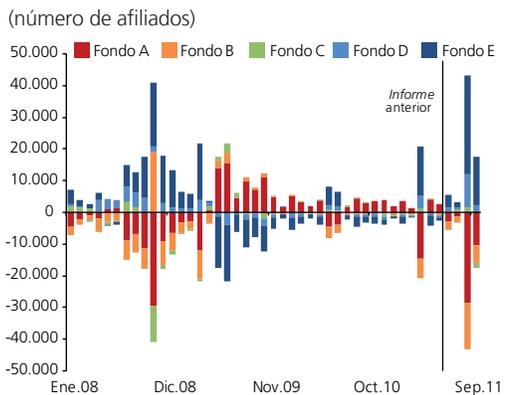


(*) Representativos de bonos de empresas y bancos de más de 9 años de duración. Las líneas punteadas horizontales indican el promedio de cada spread para el período 2001-07.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Bloomberg y LVA Índices.

Gráfico III.5

Traspaso neto de afiliados entre fondos de una misma administradora (*)



(*) Números negativos indican traspasos enviados y números positivos, traspasos recibidos en los respectivos fondos.

Fuente: SP.

2% (gráfico III.3)^{2/}. Posteriormente y coherente con las mayores tensiones financieras externas, la tasa *on-shore* ha exhibido una mayor volatilidad. En lo más reciente, esta ha aumentado algo por sobre el costo marginal de financiamiento externo de la banca, en línea con las mayores restricciones de acceso al financiamiento externo^{3/}.

...y han sido acompañadas de un importante cambio en las posiciones spot y forward en moneda extranjera

En el contexto de mayores turbulencias externas, los fondos de pensiones han retornado parte de los recursos invertidos en el exterior, reduciendo su posición tanto *spot* como *forward* en dólares^{4/}. Entre fines de mayo y el cierre de este Informe, la posición *spot* disminuyó en US\$9.550 millones, en tanto que la posición *forward* lo hizo en US\$11.530 millones y con ello el stock en la posición *forward* de los fondos de pensiones alcanzó US\$13.069 millones. Esta cifra representa un 58% de la posición *forward* promedio registrada durante el primer semestre del 2011. Por otra parte, los agentes no residentes volvieron a tomar una posición *forward* compradora durante septiembre, exhibiendo desde entonces fluctuaciones significativas.

La mayor volatilidad externa tuvo un efecto sobre el mercado de renta fija

Los premios por riesgo de los bonos corporativos también han fluctuado desde el último Informe. La tasa corporativa para instrumentos con clasificación de riesgo AAA presentó una evolución bastante alineada con las tasas de papeles estatales. Sin embargo, la tasa de los bonos con categoría de riesgo BBB muestra un aumento relativamente mayor desde junio del 2011. En efecto, más allá del aumento de mediados de septiembre del 2011 —asociado a un emisor particular— el *spread* BBB continúa ubicándose en torno a 180 puntos base, premio que no se observaba desde el segundo semestre del 2009 (gráfico III.4). Estimaciones internas sugieren que el principal factor que estaría vinculado, en distinto grado, con el aumento de los *spreads* en los índices AA, A y BBB es el grado de aversión al riesgo internacional, aproximado por el VIX.

La demanda de activos de renta fija local estuvo influenciada por el regreso de los fondos de pensiones

Tal como se mencionó, el agravamiento de la situación económica externa fue el principal factor tras el retorno de los fondos de pensiones en el tercer trimestre. La reducción promedio mensual de la inversión en el exterior de los fondos de pensiones entre julio y septiembre fue de US\$2.900 millones, registrándose en agosto el máximo valor, por US\$3.800 millones. Estos valores se comparan con una reducción promedio mensual de US\$380 millones durante el primer semestre del 2011^{5/}, mientras que durante el 2010 la inversión en activos

^{2/} La tasa de interés *on-shore* se define como: $i_t^* = S_t/F_t (1+i_t) - 1$, donde S_t es el tipo de cambio *spot*, F_t es el tipo de cambio *forward*, i_t es la tasa de interés local e i_t^* la tasa de interés en dólares.

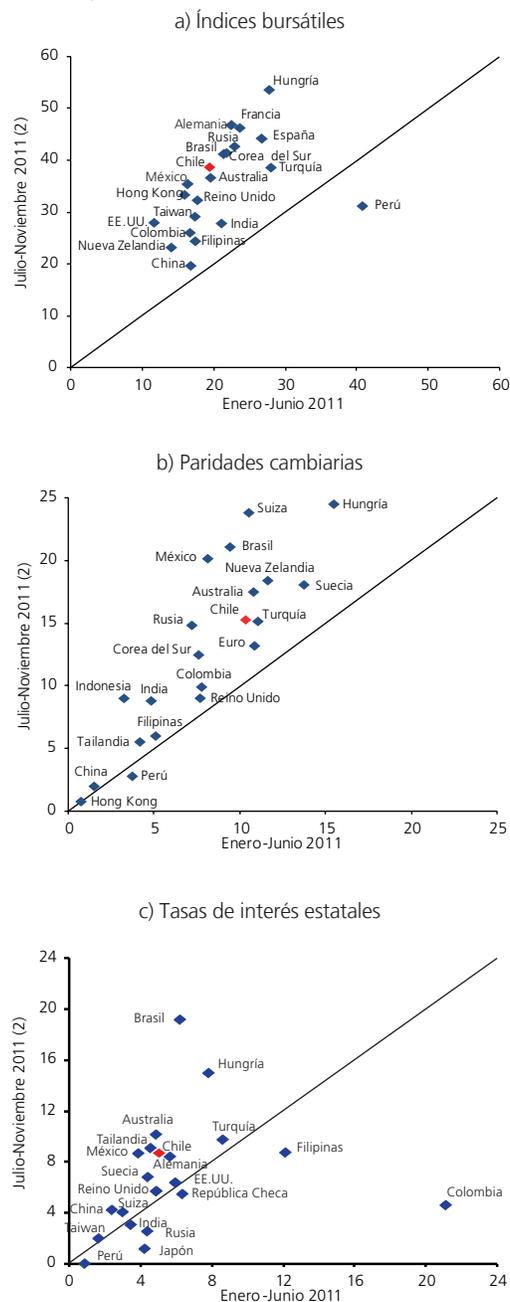
^{3/} Para más detalles, ver Alarcón et al. (2008) y Opazo y Ulloa (2009).

^{4/} Una reducción de la posición *forward* significa menores ventas de dólares *forward* por parte de los fondos de pensiones.

^{5/} La reducción de los activos externos de los fondos de pensiones durante el primer semestre se explica, en gran medida, por el cambio del régimen de inversión publicado en febrero del 2011, el cual reclasificó las inversiones en instrumentos de alto rendimiento dentro de la categoría de activos restringidos.

Gráfico III.6

Volatilidad en mercados financieros (1)
(porcentaje anualizado)



(1) Calculada sobre el retorno diario de índices de precios.
(2) Datos al cierre estadístico del Informe.

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

externos registró un promedio mensual de US\$570 millones, reflejando en este caso un retorno de los fondos de pensiones a los mercados externos posterior a la crisis *subprime*.

La desinversión de activos externos por parte de los fondos de pensiones durante el tercer trimestre, estuvo directamente relacionada con el traspaso de afiliados desde los fondos de mayor riesgo (A y B) a los de menor riesgo relativo (D y E), donde los primeros cuentan con una mayor tenencia de activos externos (gráfico III.5). En particular, entre agosto y septiembre, los cambios de afiliados a fondos de menor riesgo relativo explican en torno a 30% de la reducción de la inversión en el exterior de los fondos de pensiones. Es importante señalar que, si bien la migración de afiliados durante el tercer trimestre es similar a la observada durante la crisis *subprime*, los cambios recientes tienden a ser más abruptos. No obstante, como ocurrió con la crisis *subprime*, y en la medida que la aversión al riesgo disminuya, los afiliados deberían retornar a los fondos de mayor riesgo relativo.

Precios de activos

Los precios de activos financieros locales han estado influenciados, directa e indirectamente, por las condiciones internacionales

Hasta el cierre estadístico del presente Informe, la evolución del tipo de cambio ha estado en línea con la evolución de las paridades de otros países de la región y de exportadores de materias primas. En tanto, el mercado bursátil, si bien se ha visto afectado por situaciones puntuales en el ámbito local, ha presentado fuertes cambios que también pueden asociarse a eventos y noticias de los mercados externos, lo cual impulsó a que el índice accionario cayera, a principios de octubre, a su nivel más bajo desde inicios del 2011 (3.606 puntos). Finalmente, las tasas de instrumentos estatales han tendido a mantenerse en niveles por debajo de sus promedios históricos, esto en un contexto marcado por el retorno de los fondos de pensiones en el tercer trimestre —los cuales aumentaron de manera importante su demanda por este tipo de activos.

La mayor volatilidad en el mercado doméstico también se ha observado en otras economías...

La evolución de los niveles de precios de activos ha configurado un escenario de mayor volatilidad en el transcurso del segundo semestre. Lo anterior no es una característica exclusiva de Chile, sino que también se ha visto en países de distinto nivel de riesgo y desarrollo. Este proceso ha sido más evidente en el caso de los mercados bursátiles y cambiarios, en los cuales todos los países de la muestra, excepto Perú, tuvieron un aumento en la volatilidad (gráficos III.6a y III.6b). Finalmente, para las tasas de bonos estatales la evidencia es menos concluyente, existiendo similar número de países con aumentos y disminuciones en la volatilidad (gráfico III.6c).

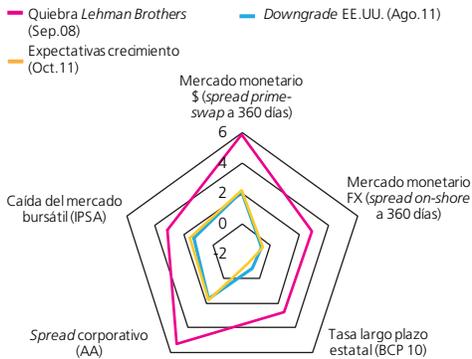
...no obstante, las actuales fluctuaciones son menores a las observadas en la crisis subprime

La comparación de eventos de volatilidad externa muestra que, en general, el impacto en los mercados financieros locales ha sido menor que el de la quiebra de *Lehman Brothers* en el 2008 (gráfico III.7). En efecto, durante la crisis *subprime*, los precios de los activos asociados a los respectivos mercados lograron desviaciones

Gráfico III.7

Mapa de indicadores de tensión en el mercado financiero local (*)

(desviaciones estándar)



(*) Calculado como el máximo valor, dentro de una ventana de dos meses después de cada evento, menos el promedio del período 2003-11, sobre la desviación estándar en igual período.

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

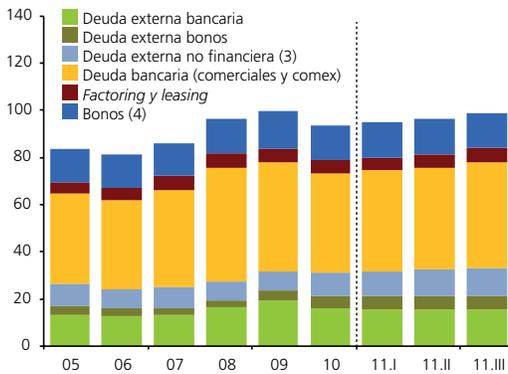
de entre tres y seis veces respecto de su valor de largo plazo. En cambio, en los eventos más recientes, las máximas desviaciones de dichos precios se encuentran en el rango de dos desviaciones estándar.

En resumen, los mercados locales han sido afectados por la mayor volatilidad en los mercados internacionales. Esta volatilidad, si bien ha sido menor a la de finales del 2008, no se puede descartar que, como consecuencia del deterioro del escenario internacional, aumente en intensidad y frecuencia en el corto y mediano plazo. En este sentido, es importante que tanto los usuarios como oferentes de crédito internalicen este escenario de mayor volatilidad en el precio de activos locales claves.

IV. Usuarios de crédito

Gráfico IV.1

Deuda total de empresas no financieras (1)
(porcentaje del PIB) (2)

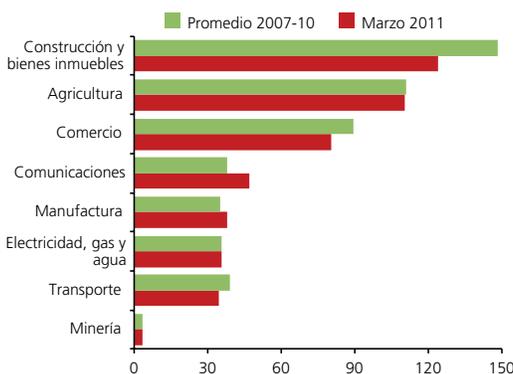


- (1) La deuda externa es convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del período mar.02-sep.11.
(2) PIB para el año 2011 corresponde al año móvil terminado en cada trimestre.
(3) Préstamos asociados a IED y créditos comerciales.
(4) Bonos corporativos (excepto Codelco), bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio, a valor de mercado. Saldo al tercer trimestre del 2011 estimado a partir de información del DCV y la posición de inversión internacional.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Achef, SBIF y SVS.

Gráfico IV.2

Deuda bancaria sectorial
(porcentaje del PIB sectorial) (*)



(*) PIB para marzo del 2011 corresponde al año móvil terminado en el trimestre.

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

La deuda de empresas y hogares continúa creciendo en un contexto de un dinamismo más moderado de la economía, sin observarse un deterioro de su situación financiera a nivel agregado.

Empresas

La deuda de las empresas ha continuado creciendo durante el tercer trimestre del año

En el tercer trimestre del 2011, la economía chilena experimentó un crecimiento de 4,8%, el menor desde el segundo trimestre del 2010. En contraste a este menor dinamismo, la formación bruta de capital fijo registró un aumento de 21,6%, explicado principalmente por la inversión en maquinaria y equipos que creció 31,5% en igual período. Por su parte la deuda total de las empresas creció 11,4% anual a septiembre del 2011, crecimiento superior al exhibido en los últimos dos años (tabla IV.1).

Tabla IV.1

Fuentes de financiamiento
(variación real anual, porcentaje)

Indicador	Prom. 2005-07	2008 IV	2009 IV	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	Contribución al crecimiento (1)	Participación
Deuda local	11,8	9,1	1,5	4,7	6,5	7,2	11,8	7,8	66,7
Préstamos bancarios y otros	13,2	11,5	-2,3	5,2	7,5	8,4	14,0	7,1	51,7
Colocaciones comerciales	11,8	8,5	7,7	2,8	4,0	5,9	8,6	3,4	38,3
Comercio exterior	16,1	35,3	-40,1	12,5	23,4	13,9	48,9	2,7	7,4
Factoring y leasing (2)	19,0	4,2	-11,1	15,9	17,9	20,6	17,3	1,0	6,0
Bonos (3)	7,4	0,7	15,8	3,1	3,4	3,4	4,6	0,7	15,0
Deuda externa (4)	5,4	7,0	17,7	10,7	13,3	11,7	10,6	3,6	33,3
Préstamos bancarios	9,2	19,1	20,1	-4,8	-6,9	-1,2	-1,0	-0,1	15,8
Créditos comerciales	16,1	-13,9	-8,1	33,0	48,1	29,3	31,2	2,0	7,7
Bonos	-8,5	-2,7	48,6	35,4	47,2	43,1	25,7	1,3	5,8
Préstamos asociados a IED	-15,5	9,6	28,8	37,0	32,2	6,9	9,2	0,4	4,1
Total	9,8	8,5	6,2	6,6	8,7	8,7	11,4	11,4	100,0

(1) Puntos porcentuales.

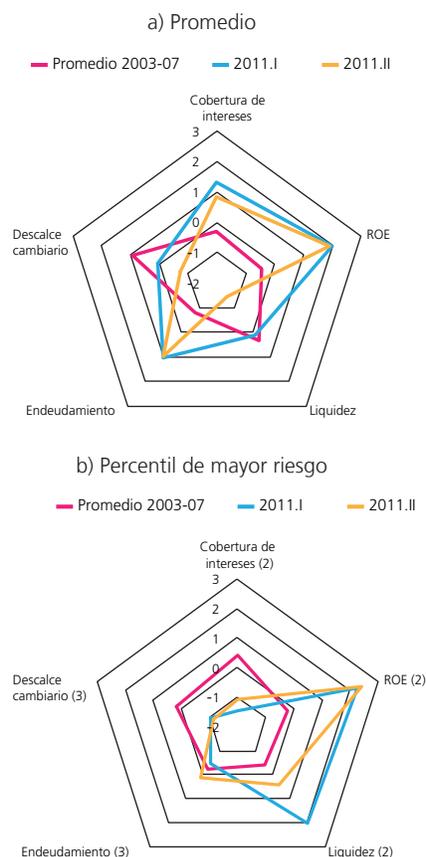
(2) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias.

(3) Bonos corporativos (excepto Codelco), bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio, a valor de mercado. Saldo al tercer trimestre del 2011 estimado a partir de información del DCV y la posición de inversión internacional.

(4) Incluye préstamos asociados a inversión extranjera directa. Convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del período mar.02-sep.11.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Achef, SBIF y SVS.

En términos agregados, como proporción del PIB, la deuda de las empresas aumentó ligeramente durante los últimos trimestres, llegando a valores en torno a 99% del PIB, nivel comparable con los del período 2008-09 (gráfico

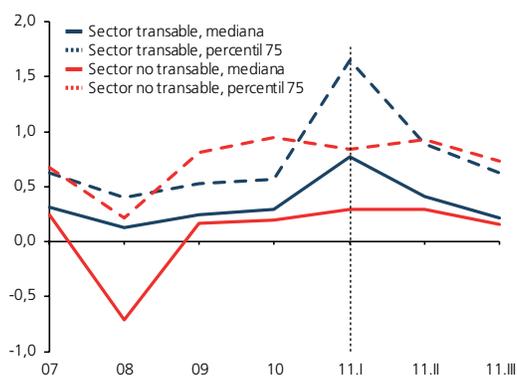
Gráfico IV.3Indicadores financieros del sector corporativo (1)
(desviaciones estándar)

(1) Calculados como el valor de cada indicador menos el promedio del período 2003-11, sobre la desviación estándar en igual período.

(2) Percentil 25.

(3) Percentil 75.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

Gráfico IV.4Descalce cambiario de pymes (1) (2)
(porcentaje)

(1) Muestra de empresas que utilizan derivados cambiarios y/o deuda externa.

(2) Descalces cambiarios = (deuda externa - posición neta en derivados) / (exportaciones - importaciones).

Fuente: Banco Central de Chile.

IV.1). Por su parte, con información hasta el cierre del primer trimestre del 2011, la deuda bancaria a nivel sectorial ha permanecido estable e incluso ha disminuido en algunos sectores (gráfico IV.2). En el caso particular del sector inmobiliario (construcción y bienes inmuebles), si bien su nivel de endeudamiento ha disminuido, dada su relativamente alta participación en el stock total de colocaciones comerciales bancarias —aproximadamente 25%— y su incidencia en los ciclos económicos, este Informe presenta un análisis más detallado de los potenciales riesgos que pudiesen surgir desde este sector (recuadro IV.1).

Los indicadores financieros del sector corporativo se han mantenido relativamente estables

La evidencia para el sector corporativo muestra cambios marginales en los indicadores financieros entre el primer y el segundo trimestre del presente año y, en su mayoría, exhiben niveles superiores a los del período 2003-07 (gráfico IV.3a)^{1/}. La rentabilidad promedio aumentó a 15,7% a junio del 2011, cifra que se compara con una rentabilidad de 12,4% en el período 2003-07. La cobertura de intereses subió a 3,96 veces, mientras el promedio pre-crisis fue de 3,53 veces. Por su parte, el endeudamiento, medido sobre el patrimonio, aumentó a 0,68 veces a junio del 2011, registrándose un valor promedio de 0,63 veces en el 2003-07.

Tampoco se observan cambios significativos en los extremos relevantes de la distribución de los respectivos indicadores (gráfico IV.3b). En efecto, el endeudamiento en el percentil 75 está ligeramente por encima de su promedio en el período 2003-07 (0,90 versus 0,88). La rentabilidad en el percentil 25 es 1,73%, bastante por encima del promedio (0,11%). La liquidez en el percentil 25 es de 0,71 veces comparada con 0,65 en el período 2003-07. La excepción es la reducción, en comparación con el promedio histórico, del indicador de solvencia (cobertura de intereses) que se reduce desde 0,36 a -0,10 veces en el percentil 25.

El descalce cambiario del sector corporativo se ha mantenido estable...

El sector corporativo ha mantenido niveles de descalse cambiario en torno a 1,3% de sus activos en los últimos dos trimestres, inferior al promedio del período 2003-07 (2,4%) (gráfico IV.3a). Esta dinámica se explica fundamentalmente por la evolución del descalse cambiario en las empresas del sector no transable. En cambio, el descalse de las empresas del sector transable ha venido aumentando hasta llegar a un valor promedio móvil de 1,0% de los activos en los últimos tres trimestres, ubicándose por encima de su promedio histórico de -1,5%. El descalse en este sector, si bien implica un mayor riesgo financiero en términos relativos, es acotado en términos absolutos.

... y tampoco se observan incrementos significativos del descalse cambiario en las pymes

El descalse cambiario de las empresas de menor tamaño del sector transable experimentó un aumento en el primer trimestre del 2011. No obstante, en lo

^{1/} El sector corporativo se compone de las empresas no financieras que reportan estados financieros a la SVS. A junio del 2011, el número de empresas con información era de 369.

Gráfico IV.5

Índice de cartera vencida comercial (1)
(porcentaje de las colocaciones comerciales)

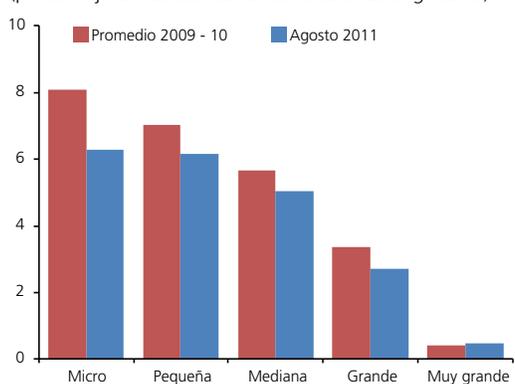


(1) La línea segmentada indica el promedio del índice efectivo.
(2) Se consideran 12 meses de rezago para la base comparativa, plazo promedio del segmento. Ver Matus et al. (2009).

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

Gráfico IV.6

Morosidad por tamaño de deuda (*)
(porcentaje de las colocaciones totales del segmento)

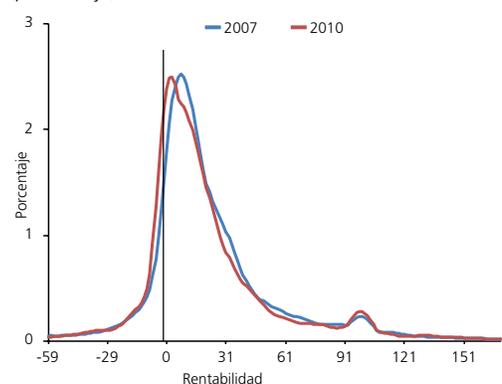


(*) Considera mora mayor a 30 días. Micro: deuda menor a UF500; pequeña: deuda desde UF500 a UF4.000; mediana: deuda desde UF4.000 a UF18.000; grande: deuda desde UF18.000 a UF200.000; muy grande: deuda superior a UF200.000.

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

Gráfico IV.7

Rentabilidad sobre el patrimonio de grandes empresas
(porcentaje)



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

más reciente, el descalce de estas empresas ha convergido hacia sus niveles de años anteriores (gráfico IV.4). La evidencia es similar considerando las empresas con mayor grado de descalce (percentil 75). En el caso de las pymes del sector no transable, se observa un comportamiento bastante estable, tanto para la mediana de las empresas como para aquellas que presentan descalces más altos.

El riesgo de crédito de las empresas se ha mantenido en niveles bajos

Durante la primera parte de este año, el índice de cartera vencida (ICV) de las colocaciones comerciales ha continuado su reducción, hasta llegar a niveles cercanos al 1% de la cartera total. Esto se compara favorablemente con un promedio histórico de 1,8%. El comportamiento del ICV sobre la base del stock rezagado de colocaciones ha sido similar al del ICV efectivo, con lo cual la reducción del riesgo de crédito de las empresas no se explica por el aumento del stock de colocaciones (gráfico IV.5). Complementariamente, estimaciones del ICV en función del ciclo económico, sugieren que los niveles observados serían coherentes con el dinamismo de la economía.

La calidad crediticia de las empresas muestra una ligera reducción de la morosidad respecto a los años precedentes para la mayoría de los segmentos de deudas (gráfico IV.6). La excepción son las empresas con deudas de mayor tamaño, las cuales exhiben un leve aumento respecto de los valores de años anteriores (0,42 versus 0,48%). Sin embargo, estos niveles continúan siendo relativamente bajos en comparación con el resto de las empresas^{2/}.

Un escenario de mayor riesgo para las empresas provendría de un deterioro de la situación internacional y sus repercusiones sobre la actividad interna

El sector corporativo, en promedio, se encuentra en buena posición para enfrentar un escenario desfavorable de actividad. No obstante, las empresas de menor tamaño podrían encontrarse en una situación más vulnerable a los impactos de una posible materialización de los riesgos internacionales (capítulo I). Esto, especialmente si se considera la aguda, aunque relativamente transitoria, contracción de la actividad a inicios del 2009. De esta manera, el análisis de la situación financiera de un conjunto más amplio de empresas adquiere especial relevancia en el escenario actual.

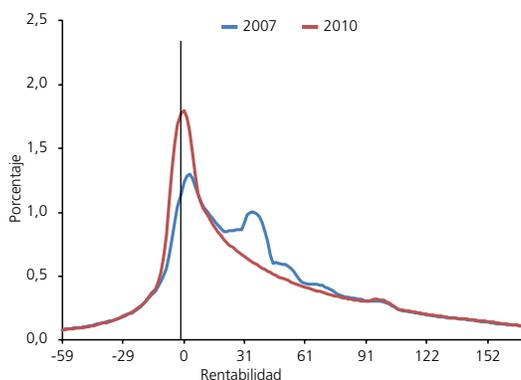
Para tales efectos, se analizaron los indicadores financieros del universo de empresas privadas no financieras que se encuentran afectas al impuesto de primera categoría^{3/}. Estos indicadores, en general, tendieron a verse afectados ligeramente por la crisis *subprime*, pero se recuperaron durante el 2010. En el caso de las grandes empresas, se observa una disminución de los niveles de endeudamiento a través de todo el período y una evolución estable de la liquidez (tabla IV.2). En cambio, en los años 2008 y 2009, estas empresas experimentaron una reducción de su rentabilidad y solvencia financiera (cobertura de intereses), que se revierte en parte el año 2010 (gráfico IV.7). En las pymes, el endeudamiento y la liquidez se han mantenido constante. Sin embargo, los niveles de rentabilidad y cobertura de intereses en el año 2010 son inferiores a los del 2007 (gráfico IV.8).

^{2/}La mora de 90 días o más muestra un comportamiento similar, aunque la morosidad en el segmento de empresas con deudas de mayor tamaño se mantiene estable en 0,28%.

^{3/} Para más detalles ver Pérez (2010).

Gráfico IV.8

Rentabilidad sobre el patrimonio de pymes
(porcentaje)



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

Tabla IV.2

Indicadores financieros de empresas privadas no financieras (1)
(veces, porcentaje)

	2007	2008	2009	2010
Grandes				
Endeudamiento (2)	0,69	0,70	0,54	0,54
Liquidez (2)	0,04	0,05	0,06	0,05
Cobertura de intereses (2)	4,91	3,84	3,43	5,89
Rentabilidad (3)	14,87	14,39	11,47	12,99
Pymes				
Endeudamiento (2)	0,41	0,42	0,40	0,39
Liquidez (2)	0,26	0,26	0,27	0,29
Cobertura de intereses (2)	12,01	10,47	8,70	9,93
Rentabilidad (3)	30,34	29,28	18,72	22,78

(1) Corresponde a la mediana de cada indicador.

(2) Veces.

(3) Porcentaje.

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

Este análisis, junto con la información anterior, revela que en general no han habido cambios importantes en los indicadores financieros que señalen una situación financiera más deteriorada. La excepción es el indicador de rentabilidad de las pymes que, aunque se ha recuperado luego de la crisis, se mantiene bajo sus niveles del 2007. En todo caso, la consolidación de los antecedentes financieros sugiere una situación financiera relativamente sólida respecto de sus indicadores históricos. No obstante lo anterior, es importante señalar que los intermediarios financieros deben mantener una actitud vigilante en materia de crédito, especialmente considerando los riesgos asociados al escenario externo.

Hogares

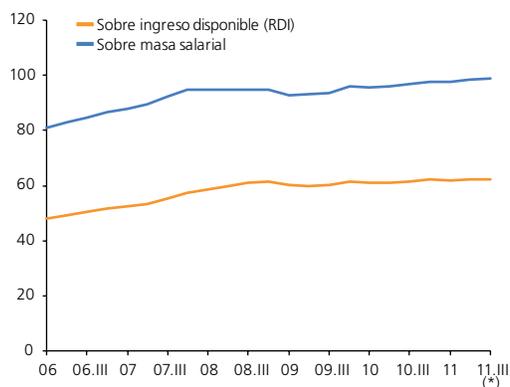
La deuda de los hogares continuó acelerándose durante el tercer trimestre del 2011...

Durante el tercer trimestre del 2011, la deuda total de los hogares se expandió 9,2% anual, cifra superior al crecimiento de años anteriores. Esta evolución es explicada, en gran medida, por un dinamismo relativamente mayor de la deuda de consumo (10,8%) respecto de la hipotecaria (8,1%). De manera similar a lo analizado en el *Informe* anterior, el componente más activo de la deuda de consumo fue el endeudamiento bancario, que creció a una tasa de 14,4%. En cambio, la deuda con casas comerciales creció 0,5% (tabla IV.3).

El crecimiento del consumo bancario se produce en un contexto de condiciones crediticias menos restrictivas. En efecto, según la Encuesta de Crédito Bancario hasta el tercer trimestre seguían observándose condiciones de oferta más flexibles en este segmento, principalmente debido a una menor percepción de riesgo y una competencia más agresiva de otros bancos e instituciones no bancarias. Asimismo, la demanda se percibía fuerte, gracias a condiciones más atractivas de tasas de interés y a las mejores condiciones de ingreso y empleo de los clientes.

Gráfico IV.9

Endeudamiento de los hogares
(porcentaje)

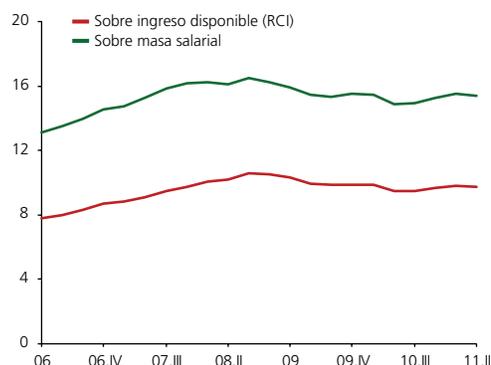


(*) Datos preliminares.

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

Gráfico IV.10

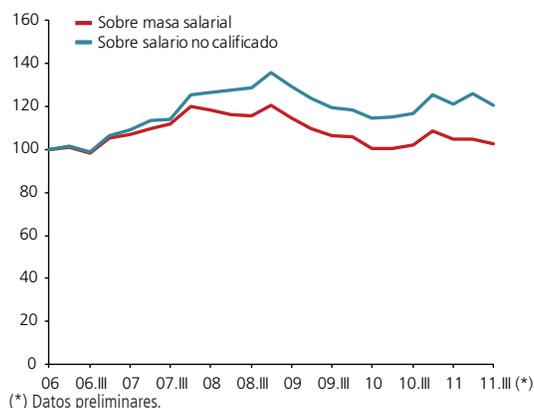
Carga financiera de largo plazo de los hogares (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

Gráfico IV.11

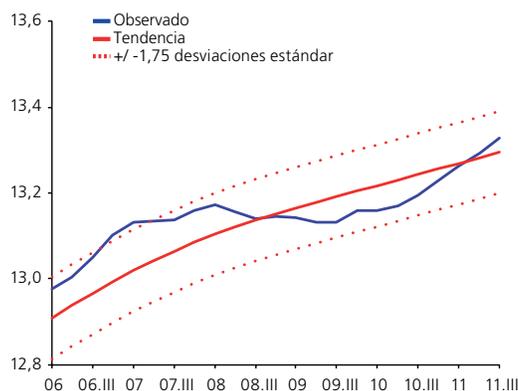
Endeudamiento de los hogares con casas comerciales (índice base mar.06 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

Gráfico IV.12

Deuda de consumo bancaria de los hogares (crédito per cápita en escala logarítmica)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

Tabla IV.3

Deuda de los hogares (variación real anual, porcentaje)

	Prom. 2005-07	2008 IV	2009 IV	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	Contribución al crecimiento (1)	Participación
Hipotecaria	14,6	13,1	7,4	7,1	7,7	8,5	8,1	4,7	57,3
Bancaria	14,6	13,1	8,6	9,0	9,3	10,0	9,4	4,8	50,8
No bancaria (2)	14,4	12,8	0,1	-5,0	-3,2	-2,3	-0,8	-0,1	6,5
Consumo	15,0	3,7	4,6	7,4	10,1	11,8	10,8	4,5	42,7
Bancaria	13,8	-0,3	2,2	8,6	11,8	14,0	14,4	3,4	25,4
No bancaria	21,6	12,5	0,5	5,5	6,8	5,8	1,4	0,2	12,4
Casas Comerciales	22,3	9,3	-7,9	7,9	10,6	8,5	0,5	0,0	6,3
CCAF (3)	20,7	9,3	8,5	3,6	4,4	5,9	6,6	0,3	3,9
Cooperativas	21,0	31,8	15,5	1,9	0,8	-1,2	-4,1	-0,1	2,3
Otras (4)	2,9	0,0	40,7	6,5	10,7	17,9	18,8	0,9	5,0
Total	14,8	8,9	6,2	7,2	8,7	9,9	9,2	9,2	100,0

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

(4) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria y compañías de seguros. A partir del primer trimestre del 2009 incluye los créditos para estudios superiores de la Ley N° 20.027.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

...en línea con el crecimiento del ingreso de los hogares

El endeudamiento de los hogares ha aumentado de manera similar a su ingreso disponible, lo que se ha traducido en indicadores de endeudamiento (RDI) relativamente estables luego de la crisis. Esto también se aprecia al utilizar la masa salarial como indicador alternativo de ingreso (gráfico IV.9). En forma similar, los indicadores agregados muestran una razón de carga financiera-ingreso (RCI) de largo plazo, que se mantiene relativamente constante (gráfico IV.10). En tanto que el endeudamiento con casas comerciales también se ha mantenido estable luego de la crisis financiera (gráfico IV.11). Todo lo anterior, se complementa con una recuperación de la riqueza financiera neta de los hogares hasta niveles similares a los previos a la crisis^{4/}.

En términos de tendencia, la expansión del endeudamiento no excede la evolución de largo plazo en sus diferentes componentes

A pesar de la aceleración, el crecimiento del endeudamiento de todos los componentes de la deuda de consumo de los hogares se encuentra en valores cercanos a su tendencia de largo plazo^{5/}. En particular, la deuda per cápita de consumo bancario, que es el componente de la deuda de los hogares que ha experimentado el mayor crecimiento, está cercana a su valor de tendencia (gráfico IV.12). De este modo, esta evidencia es coherente con los indicadores de endeudamiento agregado antes descritos.

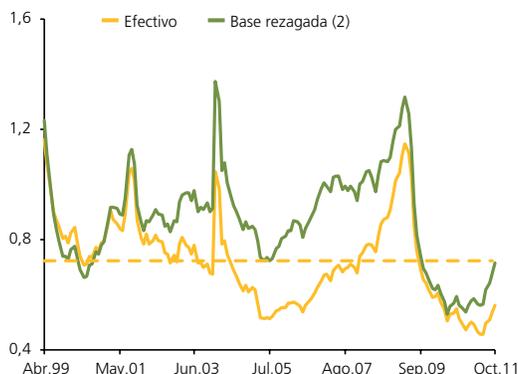
^{4/} Para mayores detalles, véase Banco Central de Chile (2011b).

^{5/} Estimaciones realizadas según la metodología desarrollada por Mendoza y Terrones (2008), que se presentó en el Informe anterior. El criterio para definir una desviación significativa es una variación superior a 1,75 veces la desviación estándar histórica de la diferencia entre el valor observado y la tendencia.

Gráfico IV.13

Índice de cartera vencida de la deuda de consumo bancaria (1)

(porcentaje de las colocaciones de consumo)



(1) La línea segmentada indica el promedio del índice efectivo.

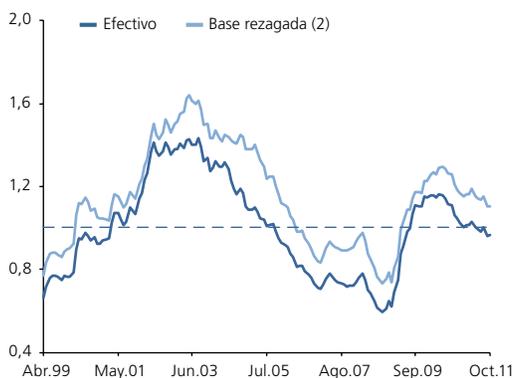
(2) Se consideran 22 meses de rezago para la base comparativa, plazo promedio del segmento. Ver Matus et al. (2009).

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

Gráfico IV.14

Índice de cartera vencida de deuda hipotecaria bancaria (1)

(porcentaje de las colocaciones hipotecarias)



(1) Excluye BancoEstado. La línea segmentada indica el promedio del índice efectivo.

(2) Se consideran 12 meses de rezago para la base comparativa.

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

El riesgo de crédito de los hogares se ha mantenido acotado, particularmente en el caso de la deuda de consumo bancario

El índice de cartera vencida (ICV) de consumo bancario ha permanecido en niveles inferiores a su promedio histórico (gráfico IV.13). No obstante, su evolución futura debe mantenerse bajo monitoreo, dado que el ICV ajustado exhibe un nivel algo más elevado y ambos indicadores muestran un pequeño aumento entre junio y octubre del presente año. En todo caso, y a pesar de este leve aumento, la evolución del ICV de consumo no difiere significativamente del nivel de ICV coherente con el ciclo de actividad económica vigente.

Por otra parte, el ICV de vivienda continúa disminuyendo (gráfico IV.14). Excluyendo a BancoEstado, este indicador a octubre del 2011 se encuentra en niveles inferiores a su promedio histórico. Además, tanto el ICV tradicional como el ajustado muestran una evolución similar, y este último se encuentra en niveles ligeramente superiores al tradicional. Al igual que en el caso de la cartera de consumo, el ICV efectivo de vivienda no es significativamente distinto del nivel de ICV coherente con el ciclo de actividad económica vigente.

En el caso de las casas comerciales, los indicadores de riesgo crediticio —reportados a solicitud del oficio de la SVS para contar con información más homogénea de su política crediticia— muestran que la cartera renegociada se ha mantenido relativamente estable desde diciembre del año pasado, existiendo una relativamente amplia dispersión a través de casas comerciales^{6/}. En cambio, la morosidad se ha manteniendo estable en promedio, pero con aumentos en el caso de aquellas más orientadas hacia segmentos de menores ingresos.

No obstante, los hogares de menores ingresos exhibieron un deterioro en sus indicadores financieros posterior a la crisis subprime

En términos agregados, el endeudamiento no sugiere un aumento por sobre sus determinantes. Sin embargo, existe evidencia proporcionada por la Encuesta Financiera de Hogares (EFH) que muestra un aumento en el RDI de los hogares de menores ingresos luego de la crisis financiera^{7/}. Este mayor endeudamiento pareciera estar asociado tanto al *shock* de ingresos como al aumento de la deuda producto de procesos de renovación de compromisos financieros en los hogares más vulnerables a la crisis.

En particular, la EFH reporta un incremento de los hogares con dificultades para el pago de sus deudas durante la crisis anterior. El porcentaje de hogares con dificultades para pagar sus deudas en el estrato de menores ingresos aumentó desde 20,5 a 32,9% entre los años 2007 y 2009^{8/}. Consistente con lo anterior, el porcentaje de hogares con deuda en riesgo en este estrato pasó de 5,2% el 2007 a 6,8% el año 2009^{9/}. Aun cuando no se tiene información

^{6/} Oficio Ordinario N°s 23946, 23947, 24851, 23941, 23942, 23945, 23943 y 23944 de la SVS emitido el 15 de septiembre de 2011.

^{7/} En esta línea, la Encuesta de Protección Social (EPS) muestra que para la deuda de consumo el RDI del primer quintil aumentó entre el 2006 y el 2009.

^{8/} El estrato de menores ingresos corresponde a los primeros cinco deciles de la distribución.

^{9/} La deuda en riesgo se define como la deuda de los hogares con RCI mayor a 75% y margen financiero menor a -20%.

más reciente para analizar la evolución de tales indicadores, la evidencia proporcionada por la EFH sugiere que los hogares de menores ingresos son relativamente más vulnerables a los *shocks* negativos en la actividad económica y al aumento del desempleo.

Sin embargo, el riesgo sistémico asociado a estos hogares es acotado, dado que su participación en la deuda total es relativamente baja (11%)¹⁰. En todo caso, dado que estos estratos tienen una composición de deuda diferente a la de los estratos de mayores ingresos, la distribución de riesgos es heterogénea a través de diferentes oferentes de crédito. En el caso de la deuda de consumo e hipotecaria bancaria, el estrato de menores ingresos tiene una participación de 8,3 y 19%, respectivamente, pero en la deuda de casas comerciales asciende a 26%.

En resumen, no se observan cambios significativos en los niveles de endeudamiento y riesgo de crédito agregado de los hogares. No obstante, es necesario analizar y monitorear la evolución futura de su deuda. En efecto, en caso de que la deuda continúe creciendo a tasas similares a sus niveles actuales, existe la posibilidad de que el endeudamiento aumente por sobre su tendencia de largo plazo, especialmente si se manifestara un escenario de riesgo como el descrito en el capítulo I. Por último, es necesario continuar monitoreando la evolución del endeudamiento de los hogares de menores ingresos, los que podrían encontrarse en una situación de mayor vulnerabilidad financiera. El endeudamiento de estos hogares, si bien no es de relevancia sistémica para el sector bancario, si podría ser de importancia para oferentes de crédito más orientados a segmentos de menores ingresos.

¹⁰/ EFH 2009.

Recuadro IV.1: Sector inmobiliario: implicancias para la estabilidad financiera

El sector inmobiliario es de gran relevancia en el ciclo económico, ya sea que se considere su participación en el PIB o en la cartera de diferentes agentes financieros^{11/}. La importancia de los ciclos en el sector, así como su propagación al resto de la economía, se puso de manifiesto en la crisis *subprime* en EE.UU. y en la gestación de vulnerabilidades macrofinancieras en varias otras economías en el mundo, como por ejemplo, Irlanda y España. Más aún, desde una perspectiva histórica, según Reinhart y Rogoff (2009) las cinco crisis económicas más severas han coincidido con ciclos contractivos en este sector^{12/}. De este modo, y considerando tales elementos, el objetivo de este recuadro es proveer un marco conceptual que vincule el sector inmobiliario con los riesgos que este podría implicar para la estabilidad financiera en Chile.

Desde un punto de vista de estabilidad financiera, las potenciales implicancias de los ciclos inmobiliarios, ya sea en su etapa expansiva o contractiva, dependerán de la incubación o no de un mayor riesgo de crédito de los hogares y de las empresas inmobiliarias y constructoras. En términos simples, el riesgo de crédito estará determinado por la probabilidad de que los hogares y empresas enfrenten un evento crediticio (hipotecas y créditos comerciales), y por el valor de recuperación de la deuda en dicho escenario. Esto afectará directamente a las instituciones financieras que hayan financiado a estos agentes e, indirectamente, a aquellos agentes que hayan invertido en bienes e instrumentos financieros vinculados al sector, por ejemplo, letras hipotecarias o cuotas de fondos inmobiliarios.

En el caso de los hogares, la probabilidad de no pago se relaciona con su situación financiera —endeudamiento, carga financiera, etc.— y potenciales *shocks* de empleo o gastos, entre

otros elementos^{13,14/}. En tanto, el valor de recuperación de la deuda estaría determinado simultáneamente por el valor de la garantía en relación al crédito —*Loan to Value (LTV)*— y el precio de venta esperado de la vivienda en el momento de no pago. Este último puede fluctuar por factores tales como ingreso (Girouard et al., 2006), tasas de interés (Glaeser et al., 2010), expectativas (Shiller, 2008) o, simplemente, frente a una eventual reversión de un desalineamiento del precio en relación con sus determinantes económicos. Es importante señalar que estos elementos pueden interactuar entre sí y, en consecuencia, tender a amplificar sus efectos. Por ejemplo, el riesgo de crédito podría depender del grado de colateralización de los créditos hipotecarios, o bien los precios podrían ser más sensibles a *shocks* de ingreso dependiendo del nivel de *LTV* (Almeida et al., 2005)^{15/}.

El análisis para las empresas inmobiliarias involucra, además de los factores planteados, la gestación de un potencial exceso de oferta de viviendas, lo que puede inducir, tanto a una mayor vulnerabilidad financiera de las empresas, como a mayores fluctuaciones en el precio de las viviendas. Este factor ha sido destacado por Ellis (2010) como un elemento central en el desarrollo de la crisis *subprime* en EE.UU. En efecto, según este autor la severidad de las consecuencias del ciclo inmobiliario en EE.UU. se debió a la presencia simultánea de una importante acumulación de inventarios de viviendas, un relajamiento de estándares crediticios y, por último, hogares altamente vulnerables a la reducción del precio de sus viviendas.

^{11/} La participación del sector construcción y obras de ingeniería en el PIB asciende a 6,8% al segundo semestre del 2011. Los préstamos comerciales e hipotecarios equivalen a 38,7% del stock total de las colocaciones totales de la banca en igual período. Las compañías de seguros de vida exhiben una exposición vía mutuos, letras y bienes inmuebles igual a 26,1% de sus activos totales.

^{12/} España en 1977, Noruega en 1987, Finlandia en 1991, Suecia en 1991 y Japón en 1992.

^{13/} La adquisición de la segunda vivienda, eventualmente, podría ser de mayor riesgo financiero que la primera vivienda, dada la naturaleza de uso de estas viviendas.

^{14/} El evento de no pago también puede ser de carácter estratégico. Es decir, el deudor evalúa que los costos son menores que los beneficios de cumplir con el pago de la deuda y, en consecuencia, opta por no cumplir con sus obligaciones financieras. Este componente sería relevante para el caso de EE.UU. Sin embargo, en economías tales como Chile, donde las obligaciones frente al no pago de un crédito hipotecario van más allá del bien inmueble hipotecado, es plausible que este tipo de evento sea de menor ocurrencia.

^{15/} Este efecto se asocia a hogares que basan su comportamiento en un nivel de apalancamiento fijo. De este modo, un *shock* positivo de ingreso viene acompañado de un aumento de la deuda y, a su vez, una mayor demanda por viviendas.

A continuación se analizan los factores de riesgo antes mencionados para los hogares y las empresas en Chile.

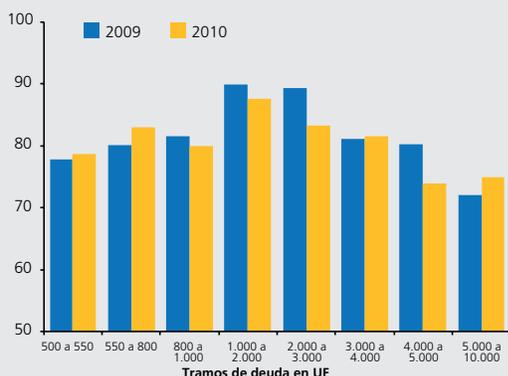
Hogares

a) Situación financiera. Tal como se analiza en detalle en el capítulo IV, no se observa un deterioro de la situación financiera de los hogares con respecto a períodos anteriores. De hecho, los indicadores de cartera vencida y mora de las deudas bancarias de consumo e hipotecaria se encuentran en niveles inferiores a sus promedios históricos, siendo estos coherentes con el ciclo de expansión de la economía chilena. En todo caso, la situación financiera de los hogares podría deteriorarse frente a un empeoramiento de las condiciones económicas en presencia de un escenario de riesgo como el descrito en el capítulo I.

b) Colateral de los créditos hipotecarios a personas (LTV). Los valores de LTV al momento de otorgarse el crédito han permanecido relativamente estables durante los últimos dos años —promedio cercano a 80%—, sin observarse variaciones significativas entre los tramos de deuda hipotecaria (gráfico IV.15). Adicionalmente, el LTV de Chile está en línea con lo observado en otras economías (FMI, 2011e). Sin embargo, es importante mencionar que el LTV al momento de originarse el crédito es solo una proxy del LTV relevante para dimensionar las pérdidas esperadas en un evento crediticio, ya que en este caso se requeriría contar con el LTV que incluya la amortización de la deuda y el valor presente de venta de la vivienda. En este sentido, futuros avances en el monitoreo del sector inmobiliario deberían considerar esta medida de LTV.

Gráfico IV.15

Razón entre crédito y valor de la vivienda (*)
(porcentaje)



(*) Incluye renegociaciones.

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

c) Precio de la vivienda. Empleando información de las transacciones de viviendas que recopila el SII, distintos índices de precios agregados exhiben un crecimiento moderado. Durante el 2010, el índice de precios estratificado creció 1,4% real anual

y el índice de ventas repetidas, 3,6% real anual (gráfico IV.16)^{16/}. Por otra parte, estimaciones internas sugieren que la trayectoria de los precios agregados observada en Chile es coherente con el dinamismo de la actividad y las tasas de interés en los últimos años^{17/}. En esta línea, el precio de la vivienda como proporción del ingreso se ha mantenido relativamente estable, situación que contrasta con el sustancial aumento observado en países que recientemente han experimentado ciclos de expansión inmobiliaria (gráfico IV.17).

Gráfico IV.16

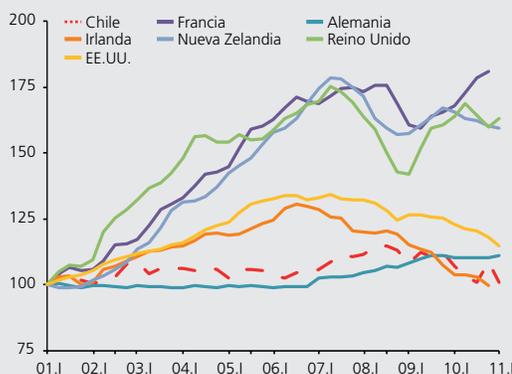
Índice de precio real de vivienda
(índice base mar.04 = 100)



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

Gráfico IV.17

Precio real de viviendas respecto al ingreso disponible (*)
(índice base mar.01 = 100)



(*) Ingreso disponible ajustado por crecimiento demográfico.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del SII y CEIC data.

^{16/} Para detalles del cálculo del precio de las viviendas, ver Vio (2011).

^{17/} Estudios realizados con mediciones alternativas del precio de las viviendas en Chile también sugieren que su crecimiento se encuentra fuertemente vinculado a sus determinantes económicos (Sagner, 2009; Parrado, et al., 2009).

El análisis a nivel de comunas muestra que un número reducido de localidades exhiben, en lo más reciente, un aumento de sus tasas de crecimiento. Estas comunas se caracterizan por tener un nivel de densificación relativamente mayor que el promedio. Esto podría sugerir que dichas comunas se encontrarían en un proceso de expansión que enfrenta una disponibilidad de terrenos más restrictiva y, por ende, sus precios podrían ser más sensibles a las fluctuaciones de la demanda de viviendas. Sin embargo, tampoco es posible descartar que estas mayores tasas de crecimiento sean transitorias y un simple reflejo de una volatilidad relativamente alta del precio de las viviendas (gráfico IV.16). En todo caso, esta situación aún se diferencia radicalmente de la dinámica de precios observada en EE.UU. durante la crisis *subprime* (Ferreiro y Gyourko, 2011), la cual, en términos generales, se caracterizó por un aumento gradual de los precios que, finalmente, se propagó a numerosas áreas metropolitanas.

Empresas

a) Situación financiera. El mercado inmobiliario es altamente fragmentado (Feller, 2007) y, por ende, es necesario extender su análisis a un conjunto amplio de empresas. Por tal motivo, los resultados reportados en este recuadro se refieren a una muestra de más de 20 mil empresas del sector construcción y obras de ingeniería^{18/}.

Dado lo anterior, los indicadores financieros estándares no sugieren que las empresas del sector hayan enfrentado un significativo deterioro de su situación financiera en los últimos años. La razón de endeudamiento se mantuvo relativamente estable en el período 2007-10, ya sea considerando la mediana o el percentil 75 de la distribución de las empresas grandes y pymes (tabla IV.4). La rentabilidad sobre el patrimonio, si bien tiende a disminuir en el período 2007-10, registra niveles promedio aún relativamente elevados. No obstante, la rentabilidad de las pymes del percentil 25 muestra un mayor deterioro. Por último, la inspección de la tenencia de activos líquidos como proporción de los activos totales, tampoco sugiere un deterioro de la liquidez de estas empresas.

No obstante, y considerando la atomización que caracteriza el sector, no es posible descartar que empresas particulares o grupos de ellas enfrenten una situación financiera compleja. Más aún, empresas cuyas operaciones se concentren en áreas cuyos precios sean especialmente sensibles a las condiciones del ciclo económico, eventualmente, podrían encontrarse financieramente más expuestas a potenciales ciclos inmobiliarios.

Tabla IV.4

Indicadores financieros del sector construcción y obras de ingeniería (veces, porcentaje)

	2007	2008	2009	2010
Grandes (1)				
Endeudamiento (2)				
Mediana	0,89	0,73	0,82	0,65
Percentil 25	0,43	0,30	0,25	0,21
Percentil 75	1,47	1,35	1,49	1,42
ROE (3)				
Mediana	21,05	18,80	18,83	16,20
Percentil 25	8,29	7,66	5,25	3,69
Percentil 75	39,23	35,11	42,94	35,48
Pymes (1)				
Endeudamiento (2)				
Mediana	0,46	0,42	0,43	0,43
Percentil 25	0,03	0,01	0,00	0,00
Percentil 75	1,01	0,98	1,06	1,05
ROE (3)				
Mediana	39,42	34,57	19,41	23,10
Percentil 25	6,48	5,46	0,00	-0,02
Percentil 75	77,50	89,56	70,97	77,92

(1) Pymes: empresas con ventas hasta UF100.000. El resto corresponde a Grandes.

(2) Veces.

(3) Porcentaje.

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

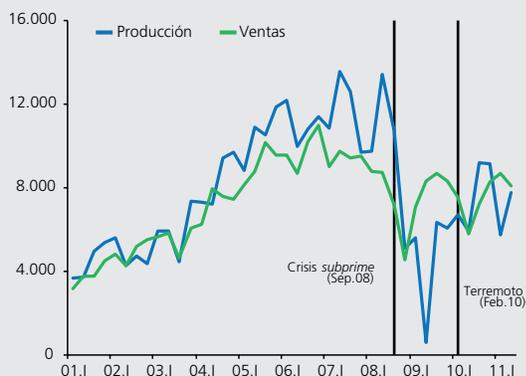
b) Balance de oferta y demanda. En el período 2005-08, la oferta exhibió sistemáticamente niveles superiores a las ventas de viviendas nuevas (gráfico IV.18). Este dinamismo, frente a la rápida contracción de la demanda durante el segundo semestre del 2008 y la relativamente mayor inercia de la oferta, elevó los meses para agotar stock a niveles muy superiores a su promedio histórico, tanto para casas (17,6 *versus* 8,5) como para departamentos (38,8 *versus* 15,2). Posteriormente, se apreció una fuerte contracción de la actividad en el sector. Esta dinámica de la oferta y demanda de viviendas se observó en gran parte de las comunas del Gran Santiago.

En lo más reciente, sin embargo, la evolución de la oferta y demanda de viviendas exhibe un patrón balanceado. Tal situación, en relación con lo observado en el período 2005-08, es favorable, ya que frente a un eventual deterioro de las condiciones económicas y, por ende, una contracción de la demanda de viviendas, el aumento de los meses para agotar el stock sería bastante menor al observado hacia fines del 2008, especialmente en el caso de los departamentos.

^{18/} Esta muestra se compone de todas las empresas del sector que declaran impuesto de primera categoría. Ver Pérez (2010) para más detalles.

Gráfico IV.18

Producción y venta de viviendas nuevas en la región metropolitana (unidades)



Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Collect.

En síntesis, los factores de riesgo analizados no muestran signos de vulnerabilidad generalizados que puedan causar o amplificar un eventual ciclo inmobiliario en Chile. En particular, el riesgo de crédito de hogares y empresas se mantiene estable, el crecimiento del precio agregado de las viviendas es coherente con sus determinantes económicos, y la oferta y la demanda de viviendas exhiben un patrón de crecimiento más balanceado. Sin embargo, dada la importancia de este sector en nuestra economía, así como la evidencia internacional respecto de las graves repercusiones de las crisis inmobiliarias, es necesario realizar un constante monitoreo de estos riesgos.

Recuadro IV.2: Potenciales efectos del proyecto de ley sobre tratamiento de información sobre obligaciones financieras y económicas

Los registros centralizados de información de deuda son comunes en el mundo, la que puede ser provista por el sector público o privado. Los registros también difieren en cuanto al tipo de información que contienen: puede ser la deuda total en el sistema financiero, la historia de sus pagos (información positiva o blanca), o información sobre eventos de mora o no pago de los agentes (información negativa). Además, los registros varían entre países en cuanto a la cobertura de oferentes, incluyendo sólo a bancos o también a oferentes no bancarios.

En el caso de Chile, no se cuenta con un registro consolidado y exhaustivo de los deudores, ni con una regulación específica para el tratamiento de la información.

Objetivos y aspectos relevantes

El proyecto de ley ingresado al Congreso el 30 de agosto de 2011 tiene como objetivo principal ampliar la información disponible sobre obligaciones financieras, consolidando la información, ampliando el universo de oferentes de crédito que reportan al sistema y ampliando el acceso al registro crediticio. Existen tres aspectos de este proyecto que conviene destacar. Primero, toda la información positiva y negativa de las deudas bancarias y no bancarias se recopilará en una base de datos consolidada. Segundo, la información positiva y negativa bancaria y no bancaria podrá ser revelada a los oferentes de crédito que aportan al sistema. Tercero, el proyecto establece mecanismos de protección a los derechos de los titulares de los datos. Se establece que la información positiva solo puede ser entregada con autorización expresa del titular. En cambio, la información negativa no requiere de autorización para ser consultada por los proveedores de crédito que aportan información al sistema.

Evidencia internacional

La literatura sugiere que los sistemas de información sobre deuda y comportamiento de pagos pueden contribuir a aliviar las asimetrías de información en el mercado del crédito, con efectos positivos sobre la evaluación del riesgo y el acceso al crédito (Pagano y Japelli, 1993; Padilla y Pagano, 1997).

La evidencia a nivel agregado sustenta estas hipótesis. Japelli y Pagano (2002), usando una muestra de 40 países, encuentran que la consolidación de información crediticia (positiva y negativa) aumenta el acceso al crédito y reduce el riesgo de no pago. Djankov et al. (2007), en una muestra de 120 países, encuentran que los países con información compartida de deudas tienen una razón de crédito a PIB más alta. Además, esta aumenta con cambios legislativos que permiten la consolidación de información. El BID (2005) encuentra que los países con sistemas de registro de crédito tienen un sistema financiero significativamente más profundo.

Estudios microeconómicos muestran efectos positivos en este sentido. Brown et al. (2009) encuentran que la consolidación de información ha mejorado el acceso y reducido el costo del crédito de las empresas en las economías en transición. Kallberg y Udell (2003) muestran que contar con información del historial crediticio mejora las predicciones de no pago en firmas de EE.UU. Barron y Staten (2009) simulan datos individuales y muestran que el uso de información negativa de los deudores y la mayor cobertura de oferentes de crédito (bancos y *retail*) mejora el acceso al crédito y reduce el riesgo de no pago. Cowan y De Gregorio (2003) muestran que la información positiva contribuye significativamente a mejorar la capacidad de predecir el no pago en la banca chilena.

Comentarios finales

La evidencia empírica sugiere que la consolidación de información y, en particular, la incorporación de información positiva tienen efectos positivos en la capacidad de manejo de riesgos y en el acceso al crédito. Además, una base consolidada tiene importantes beneficios para la supervisión y regulación del sistema financiero. Por ello, es importante que esta información esté disponible, con los resguardos adecuados, a nivel de deudores individuales, para las autoridades supervisoras y reguladores pertinentes. Finalmente, es importante que cualquier avance en la ampliación de la cobertura de los aportantes de información positiva no sea en desmedro de la información con la que actualmente cuenta la SBIF.

V. Sistema bancario

Tabla V.1

Indicadores de actividad, rentabilidad y solvencia (porcentaje)

	Prom. 2001-07	Dic.08	Dic.09	Dic.10	Oct.11 (*)
Crecimiento real anual de las colocaciones					
Totales	8,7	7,8	-0,4	5,7	11,7
Comercio exterior	12,6	14,2	-26,6	23,6	35,6
Rentabilidad del capital (ROE)					
Grandes	22,4	18,5	18,5	22,1	19,2
Medianos	11,2	4,0	12,1	14,9	13,5
Retail	18,5	0,3	3,1	16,6	17,1
Tesorería y comex	7,6	7,3	4,7	4,7	2,8
Sistema	16,9	12,4	15,1	18,6	16,3
Capital básico (Tier 1)					
Grandes	9,0	8,6	9,9	9,2	9,4
Medianos	11,7	10,7	10,3	9,8	10,1
Retail	14,7	14,1	14,6	14,9	14,6
Tesorería y comex	48,0	35,0	56,0	44,4	39,0
Sistema	10,8	9,9	10,9	10,1	10,3
Capital regulatorio (IAC)					
Grandes	12,5	12,1	13,3	13,5	13,6
Medianos	13,4	11,8	13,9	13,5	13,8
Retail	15,1	17,6	18,3	18,3	17,6
Tesorería y comex	48,0	34,1	56,0	44,5	38,9
Sistema	13,6	12,5	14,3	14,1	14,2

(*) Valores a agosto para el caso de los indicadores de solvencia.

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

La solvencia de la banca se ha fortalecido por mayores niveles de capital y de liquidez, manteniendo acotado el impacto de los escenarios de riesgo descritos en este Informe.

A pesar de la expansión del crédito y los menores niveles de rentabilidad, los índices de solvencia de la banca se mantienen altos y estables, favorecidos por mayores niveles de capital y de activos líquidos

El crédito bancario continúa creciendo a tasas cercanas al 12% real anual (tabla V.1). No obstante, con la excepción de los créditos de consumo, la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre del 2011 muestra condiciones de oferta algo más restrictivas, principalmente debido a la mayor incertidumbre del entorno económico y a un aumento en la percepción del riesgo de crédito de los clientes bancarios. Lo anterior, sumado al escenario macroeconómico global, anticipa una desaceleración del crédito en los próximos trimestres.

Si bien las obligaciones con el exterior han continuado aumentando, la banca ha reducido su exposición al riesgo de moneda en instrumentos no derivados, gracias al fuerte incremento de las colocaciones de comercio exterior (tabla V.1). Por su parte, la posición activa neta en moneda extranjera de instrumentos derivados se ha reducido como consecuencia del menor volumen de compras *forward* a los fondos de pensiones (capítulo III). Así, el descalce en moneda extranjera global se mantiene acotado, por debajo del 2% del patrimonio efectivo del sistema (gráfico V.1)^{1/}.

Los menores niveles de rentabilidad en los últimos meses se explican por la reducción de los márgenes de intermediación, fundamentalmente el margen de intereses, que ha caído debido a la mayor velocidad con que se ha traspasado el aumento de tasas a las operaciones pasivas de la banca^{2/}. Pese a que la mayor caída de la rentabilidad se observa en los multibancos grandes, este continúa siendo el grupo de entidades más rentable del sistema (tabla V.1).

^{1/} A nivel individual, solo algunos bancos de menor tamaño, que en conjunto representan menos del 5% de los activos totales del sistema, exhibían en noviembre descalces activos o pasivos mayores a 4% de su patrimonio efectivo (estimado).

^{2/} En el tramo entre 90 y 365 días, las tasas de captación habían aumentado, en promedio, en más de 300 puntos base entre enero y octubre del 2011 respecto del mismo período del año anterior. Por su parte, las tasas activas aumentaron solo 66 puntos base en promedio en el mismo período. Las mayores tasas de captación sustentan el mayor crecimiento de los depósitos a plazo del sistema, en desmedro de las obligaciones a la vista, incrementando el costo de fondos de la banca.

Gráfico V.1

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

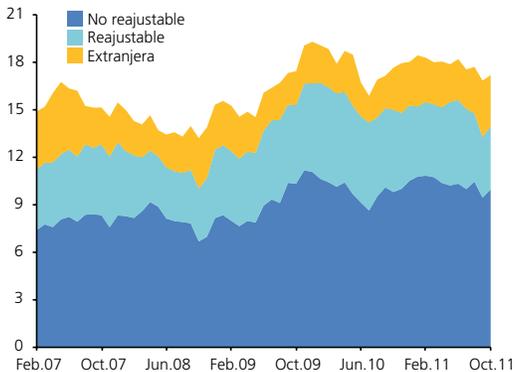


(* Incluye valor notional de forwards y swaps en moneda extranjera.)

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

Gráfico V.2

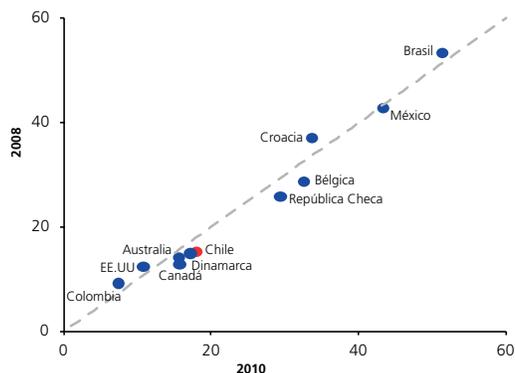
Activos líquidos por moneda
(porcentaje de los activos totales)



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

Gráfico V.3

Activos líquidos de la banca (*)
(porcentaje de los activos totales)



(* Datos a diciembre de cada año.)

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

A pesar de la menor rentabilidad, los índices de solvencia de la banca se mantienen altos y estables, favorecidos por aumentos de capital por alrededor de US\$1.400 millones y de los activos líquidos (con menor ponderación de riesgo) por más de US\$3.000 millones hasta el cierre de este Informe. Tanto el capital básico (*tier 1*) como el capital regulatorio, medidos en función de los activos ponderados por riesgo del sistema, se han mantenido estables en torno a 10 y 14%, respectivamente. Todavía se esperan aportes de capital adicionales anunciados por aproximadamente US\$800 millones, lo que permitirá sostener altos índices de solvencia.

Hechos destacados

Esta sección analiza la situación de liquidez de la banca y evalúa algunos aspectos de la composición del crédito a empresas y personas

Liquidez

La banca chilena continúa mostrando una importante acumulación de activos líquidos...

Hacia fines del 2008, se observó un aumento en los activos líquidos del balance, el que se estabilizó en el último año en torno al 18% de los activos totales del sistema. En el último año, en promedio, cerca del 60% de estos activos se concentra en títulos del Banco Central e inversión en depósitos a plazo bancarios. Así, los activos en pesos y en UF no solo representan la mayor fracción de esta cartera, sino que explican también el grueso del crecimiento experimentado (gráfico V.2).

Estimaciones de panel muestran que el mayor crecimiento de los depósitos vista y de la deuda externa, así como los menores niveles de actividad observados con posterioridad a la crisis del 2008, explican parte de la evolución de los activos líquidos de la banca. Adicionalmente, la evolución de la razón de activos líquidos sobre activos totales muestra un quiebre estructural a partir del 2008^{3/}. Este aumento coincide con una mejora en la posición de liquidez observada en la banca de varias economías avanzadas en el período post-crisis, en parte en anticipación a los mayores requerimientos regulatorios discutidos en el marco de Basilea III (gráfico V.3).

...y ha continuado con el proceso de diversificación y alargamiento de plazos de sus fuentes de financiamiento internas y externas

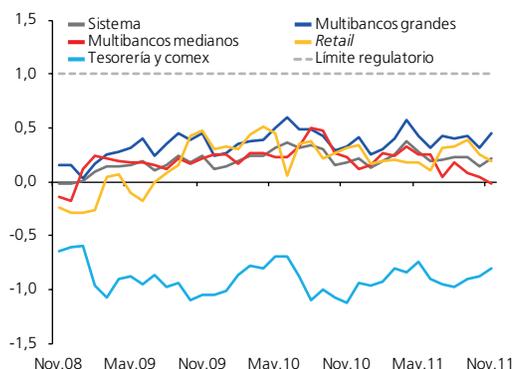
A los aportes de capital se suman emisiones de bonos y títulos de largo plazo por aproximadamente US\$3.000 millones en el mercado local y US\$640 millones en el mercado externo, entre enero y octubre del 2011, privilegiando, en lo más reciente, la colocación en mercados financieros de países emergentes^{4/}. Adicionalmente, los bancos de mayor tamaño han contratado créditos sindicados en distintos mercados por US\$725 millones,

^{3/} Significativo al 5%. No se observan diferencias significativas entre bancos de propiedad nacional o extranjera.

^{4/} En efecto, en octubre último los bancos reportaban líneas inscritas por US\$1.500 millones en México, con emisiones efectivas por US\$140 millones. Adicionalmente, otros mercados como Colombia y Perú estarían siendo explorados para futuras inscripciones.

Gráfico V.4

Descalce de la banca a 30 días (*)
(pasivos menos activos, veces el capital básico)

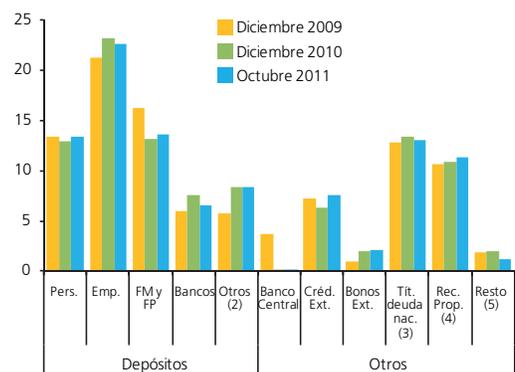


(*) Se considera base ajustada para aquellos bancos autorizados por la SBIF.

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

Gráfico V.5

Fuentes de financiamiento de la banca
(porcentaje de los pasivos) (1)



(1) Total de pasivos netos de obligaciones contingentes y valor razonable de instrumentos derivados.

(2) Incluye sector público, sector externo, aseguradoras y corredoras de bolsa.

(3) Incluye letras, bonos senior y subordinados.

(4) Incluye capital básico, provisiones, valor razonable neto de instrumentos derivados y utilidades.

(5) Residuo en comparación con datos del balance.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del DCV, SBIF, SP y SVS.

sustituyendo otras fuentes de financiamiento externo de más corto plazo. Gracias a esto y a la mayor acumulación de activos líquidos, los descálces de corto plazo se han mantenido estables y han mejorado en el margen, con suficiente holgura para cumplir los límites regulatorios (gráfico V.4).

El aumento de las tasas de captación ha favorecido una mayor participación de los depósitos minoristas

Las mayores tasas de captación, sumadas a las estrategias de algunos bancos orientadas a incrementar la participación de depósitos de fuentes minoristas (empresas y personas), se reflejan en un cambio de composición en esta dirección en los pasivos del sistema. En efecto, a pesar de los depósitos por US\$540 millones efectuados por los fondos de pensiones en septiembre último, la dependencia de la banca de los depósitos institucionales ha tendido a disminuir en los últimos dos años (gráfico V.5).

No obstante, la dependencia de fuentes mayoristas continúa siendo alta entre los bancos de menor tamaño. Mientras la fracción de colocaciones a empresas y personas financiada con depósitos de estas mismas fuentes aumenta y supera el 50% para los bancos de mayor tamaño, para la banca mediana y de *retail* se ubica en torno al 30% (gráfico V.6).

Los bancos con exposiciones a depósitos a plazo de fondos mutuos y fondos de pensiones superiores al 20% de sus pasivos representan, en conjunto, el 10% de los activos totales del sistema. Si a estas fuentes institucionales se agregan los préstamos interbancarios directos y la compra de DPF por otros bancos en el mercado secundario, esta fracción aumenta al 32% de los activos totales del sistema. Esta es una variable que podría cobrar relevancia en caso de enfrentarse presiones de liquidez en los mercados monetarios locales.

A pesar de las tensiones en los mercados internacionales, la situación de liquidez en moneda extranjera de la banca local aparece estable...

Como se mencionó anteriormente, los bancos locales de mayor tamaño han sido activos a la hora de explorar fuentes de financiamiento de mayor plazo en los mercados internacionales, lo que ha contribuido a aumentar las holguras de liquidez de corto plazo en moneda extranjera. A lo anterior se suma la mayor disponibilidad de liquidez en moneda extranjera en el mercado local, gracias a los aportes de los fondos de pensiones, que en los últimos meses han sustituido parte importante de su portafolio en el exterior privilegiando la inversión en instrumentos emitidos por la banca local (bonos y depósitos a plazo, ver capítulo III).

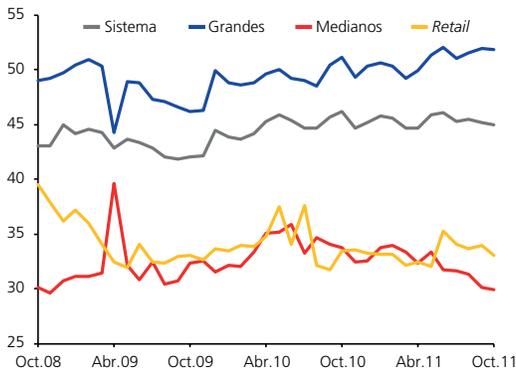
..y el financiamiento externo corresponde a una fracción menor de las necesidades de financiamiento de la banca local

Cabe notar que, aunque la deuda externa aumenta, sigue representando menos del 10% de los pasivos totales del sistema. Solo algunos bancos de menor tamaño —que en conjunto representan el 5% de los activos totales— muestran una dependencia de créditos externos superior a este nivel, concentrado mayoritariamente en matrices no europeas.

De los créditos de corto plazo, 90% corresponde al financiamiento de operaciones de comercio exterior, las que, a pesar de su positiva evolución

Gráfico V.6

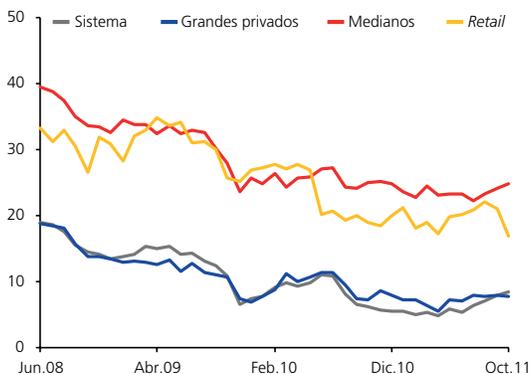
Depósitos de empresas y personas
(porcentaje de las colocaciones a empresas y personas)



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

Gráfico V.7

Razón de fondeo volátil (*)
(porcentaje)

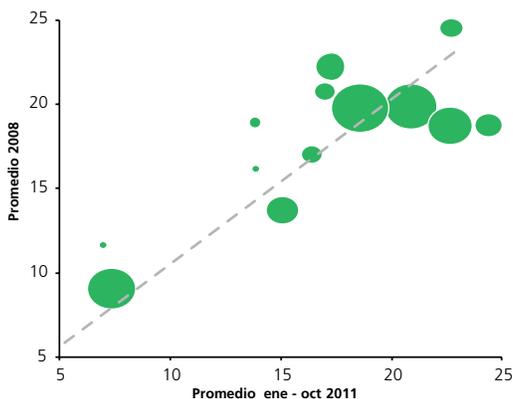


(*) $(\text{Pasivos volátiles} - \text{activos líquidos}) / (\text{activos totales} - \text{activos líquidos})$. Se consideran pasivos volátiles a los depósitos de fuentes institucionales (FM y FP), interbancario (directo y DPF) y los créditos externos.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del DCV, SBIF, SP y SVS.

Gráfico V.8

Razón de fondeo de corto plazo (*)
(porcentaje)



(*) $(\text{Pasivos a 30 días} - \text{activos líquidos}) / (\text{activos totales} - \text{activos líquidos})$.

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

en el año, continúan representando menos del 10% de las colocaciones totales del sistema. Como se comentó en el capítulo II, la dependencia de acreedores europeos para estos créditos ha estado disminuyendo, sin que se observe una reducción en el plazo promedio o en los montos contratados, si bien se aprecia un aumento importante de los *spreads* en los últimos meses.

Todo lo anterior implica que la banca chilena mejora su posición de liquidez, medida tanto en términos absolutos como respecto de la volatilidad y los plazos de su estructura de financiamiento

Al menos dos indicadores permiten hacer esta evaluación. La razón de fondeo volátil, que mide la fracción de los activos ilíquidos que se financia con pasivos volátiles, muestra una mejora tendencial para los distintos *clusters* bancarios (gráfico V.7). A nivel individual, la mayoría de los bancos mejora bajo esta variable, en comparación con el segundo semestre del 2008^{5/}. Por su parte, la razón de fondeo de corto plazo, que mide la fracción de los activos ilíquidos que se financia con pasivos de corto plazo, muestra una mejora para la mayoría de los bancos respecto del 2008, a pesar de que la duración de los depósitos a plazo ha disminuido (gráfico V.8)^{6/}.

Aspectos composicionales del crédito

El principal activo bancario son las colocaciones comerciales, que en promedio muestran una concentración estable por sector y por empresa

Los créditos destinados al financiamiento de empresas (colocaciones comerciales y de comercio exterior) representan aproximadamente un 65% de las colocaciones totales, las que a su vez representan el 70% de los activos del sistema bancario, proporción que se ha mantenido estable en la última década. En este segmento, la concentración por sector económico no ha variado sustancialmente en los últimos dos años, con un importante foco en los servicios financieros y sociales (gráfico V.9)^{7/}.

Aunque a nivel de bancos individuales la concentración por sectores específicos puede alcanzar hasta el 40% de las colocaciones efectivas, el índice de Herfindhal, que muestra una visión más global de la concentración por sectores, es relativamente bajo para el grueso de los multibancos (gráfico V.10). Este nivel de diversificación ha favorecido la evolución estable de los indicadores de riesgo de crédito de la banca, observándose un deterioro solo en lo más reciente, acotado a un número reducido de empresas deudoras. En efecto, la concentración por banco del crédito a las tres principales empresas deudoras fluctúa entre 3 y 8% para los multibancos (gráfico V.11). Estas exposiciones, aunque bajas, pueden traducirse en pérdidas de rentabilidad en caso de problemas en empresas particulares, como se observó en el tercer trimestre de este año. Este riesgo puede ser mayor en bancos de nicho, de menor tamaño y con mayores niveles de concentración.

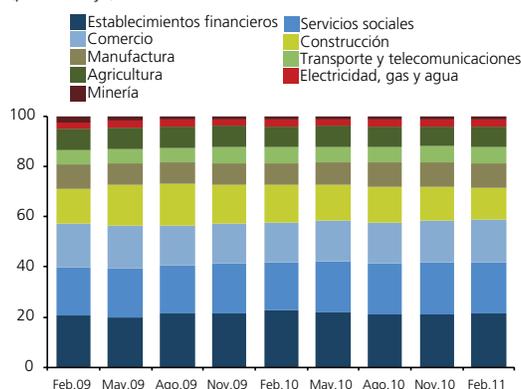
^{5/} Salvo cuatro entidades que en conjunto representan menos del 2% de los activos totales del sistema.

^{6/} En parte como consecuencia del cambio en la normativa de valoración de los fondos mutuos tipo I en marzo del 2011.

^{7/} Incluye créditos a empresas financieras, empresas del sector público, comunales y sociales y servicios a empresas en general.

Gráfico V.9

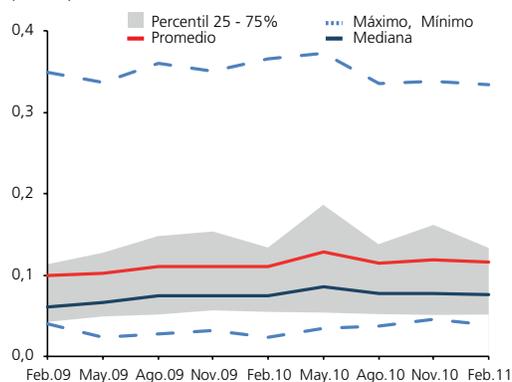
Distribución sectorial de las colocaciones efectivas a empresas (porcentaje)



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

Gráfico V.10

Índice *Herfindhal* sectorial normalizado de multibancos (*) (índice)

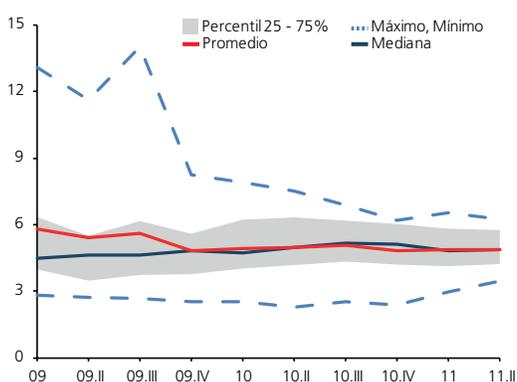


(*) Colocaciones efectivas a empresas.

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

Gráfico V.11

Créditos a empresas otorgados por multibancos (*) (porcentaje)



(*) Tres principales deudores de la base de mil deudores sobre créditos comerciales.

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

Las colocaciones de consumo, aunque con una participación menor, muestran un fuerte dinamismo, concentrado en segmentos de clientes de mayores ingresos

Las colocaciones de consumo continúan representando en torno al 12% de las colocaciones del sistema, a pesar del fuerte dinamismo observado hasta octubre (13,5%). Según la Encuesta de Crédito Bancario, hasta el tercer trimestre seguían presentes condiciones de oferta más flexibles en este segmento, debido principalmente a una menor percepción de riesgo y a una competencia más agresiva de otros bancos e instituciones no bancarias. Asimismo, la demanda se percibía fuerte, gracias a condiciones más atractivas de tasas de interés y a una mejor situación de ingreso y empleo de los clientes. No obstante, el crecimiento no ha sido homogéneo a través del sistema, observándose las mayores tasas de expansión (superiores al 20% real anual) en bancos concentrados en segmentos de clientes de mayores ingresos, a diferencia de la banca *retail* y las divisiones de consumo, que muestran un dinamismo menor (gráfico V.12)^{8/}.

A nivel de productos, predominan los créditos en cuotas (75,4%), seguidos por créditos con tarjetas (16,3%) y líneas de crédito (7,5%)^{9/}. Las mayores tasas de crecimiento que se observan en las tarjetas de crédito (24% real anual en octubre, versus 12% para los créditos en cuotas) se han traducido en un aumento de su participación en casi 4 puntos porcentuales en los últimos dos años. Esta evolución se relaciona con estrategias comerciales enfocadas a clientes de mayores ingresos —créditos con tasa cero— y con una sustitución en el formato de comercialización del crédito para clientes en general (créditos en cuotas otorgados a través de tarjetas).

Los *spreads* por productos de consumo se han mantenido relativamente estables en el año, aunque algo por sobre su promedio pre-crisis (gráfico V.13). El aumento observado en los últimos meses es coherente con un leve deterioro de los índices de morosidad de esta cartera (capítulo IV).

Evaluación de factores de riesgo

Un escenario externo de mayor riesgo podría tener un impacto negativo sobre la rentabilidad del sistema

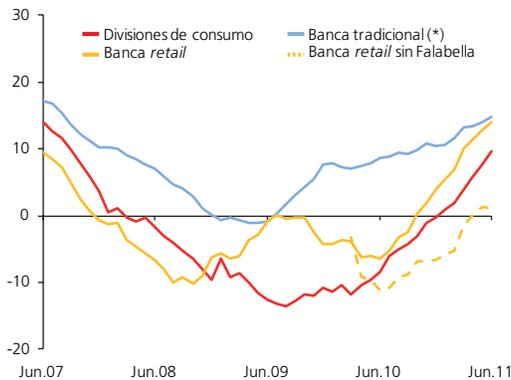
Una menor actividad crediticia, sumada a un aumento del riesgo de crédito y mayores costos de financiamiento interno, podrían traducirse en una menor rentabilidad para el sistema, sobre todo en aquellas instituciones orientadas a segmentos del crédito más pro-cíclicos, como la banca especializada en préstamos de consumo. Asimismo, la mayor volatilidad cambiaria podría tener algún impacto sobre la rentabilidad de la cartera comercial, aunque limitado gracias a que la normativa de provisiones chilena considera la exposición al riesgo de moneda que enfrentan los deudores. No obstante, como muestran los ejercicios de tensión, la banca ha constituido fuertes bases de capital que le permitirían hacer frente a un deterioro de sus retornos, manteniendo sus niveles de solvencia por sobre los mínimos regulatorios.

^{8/} Con la excepción de Banco Falabella, que exhibe tasas de crecimiento del 27%.

^{9/} Valores a octubre del 2011.

Gráfico V.12

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

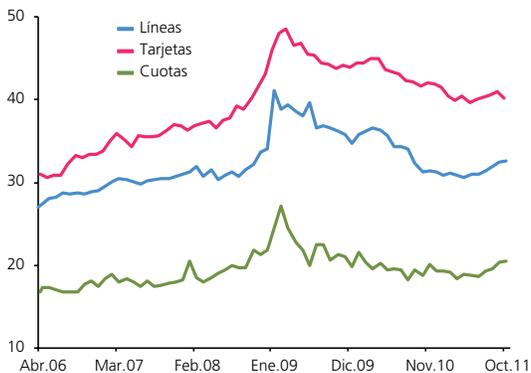


(*) Multibancos sin divisiones de consumo.

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

Gráfico V.13

Spreads de productos de consumo (*)
(porcentaje anual)

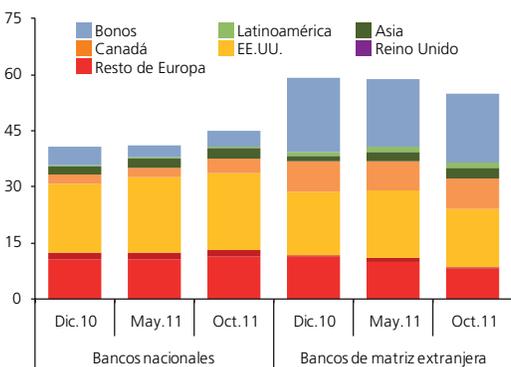


(*) Tasas nominales promedio menos tasa *prime* de captación a 360 días.

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

Gráfico V.14

Deuda externa de la banca por región (*)
(porcentaje del stock de deuda externa del sistema)



(*) Según país de residencia de la matriz del banco acreedor.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los persistentes problemas en la banca europea han comenzado a afectar las condiciones de acceso a financiamiento externo de la banca local

Los problemas fiscales y su repercusión sobre la banca europea han comenzado a tener efecto sobre los *spreads* de los créditos con el exterior de los bancos chilenos, sin que hasta ahora se observe una reducción en el volumen o el plazo de los mismos (gráfico II.5). A pesar de lo anterior, la dependencia del financiamiento externo es baja y la banca nacional ya ha demostrado su capacidad para diversificar la matriz de acreedores en eventos de estrés.

Dada la actual coyuntura internacional y la presencia de bancos establecidos en Chile con matriz o controlador bancario en el extranjero, cabe considerar el riesgo de potenciales efectos en las respectivas filiales

Los bancos de propiedad extranjera representan casi 40% de los activos totales y acumulan más del 50% del stock de la deuda externa del sistema. No obstante, más del 80% de esta deuda registra un perfil de vencimientos mayor de 12 meses, en particular bonos. La dependencia de estos bancos de acreedores de la Eurozona es menor que la del conjunto de bancos de capitales chilenos y, en octubre del 2011, la exposición directa con relacionados era una fracción menor de sus pasivos totales (gráfico V.14)^{10/}. No se observan discrepancias relevantes en los *spreads* —considerando las diferencias de plazos— de la deuda externa de corto plazo de estos bancos, ni en la valoración de las emisiones y/o transacciones de sus títulos de deuda en el mercado local. La rebaja de la clasificación de riesgo de algunas matrices tampoco ha tenido impacto sobre la clasificación de riesgo internacional ni local de sus filiales en Chile.

La participación de las inversiones en el exterior sobre los activos totales no difiere sustancialmente entre bancos nacionales y bancos de propiedad extranjera, situándose en ambos casos por debajo del 4%, y correspondiendo principalmente a depósitos en bancos corresponsales externos^{11/}. De lo anterior se puede inferir que la exposición directa a activos de contrapartes relacionadas es baja.

Por último, siendo bancos establecidos en Chile, existen condiciones objetivas que podrían mitigar el riesgo de potenciales efectos en las respectivas filiales, tales como el hecho de que la legislación bancaria chilena requiera que la filial haya constituido íntegramente su capital en el país para operar como entidad financiera en el mercado local, y que deba cumplir plenamente con los requisitos de solvencia, provisiones, riesgo de mercado y liquidez contenidos en la normativa chilena. A esto se suman atribuciones supervisoras, que persiguen asegurar que la administración de liquidez y solvencia de estos bancos tenga plena independencia de la matriz.

^{10/} Salvo para bancos dedicados al comercio exterior, donde la exposición en algunos casos supera el 25%. Los bancos de matriz española tienen políticas explícitas de autofinanciamiento de las filiales, lo que se traduce en el caso chileno en porcentajes inferiores al 1% de sus pasivos totales.

^{11/} Los depósitos en el exterior de bancos locales de propiedad extranjera han alcanzado como máximo un 25% de su patrimonio efectivo en el último año, cifra inferior a la exposición que han alcanzado algunos bancos nacionales.

Tabla V.2

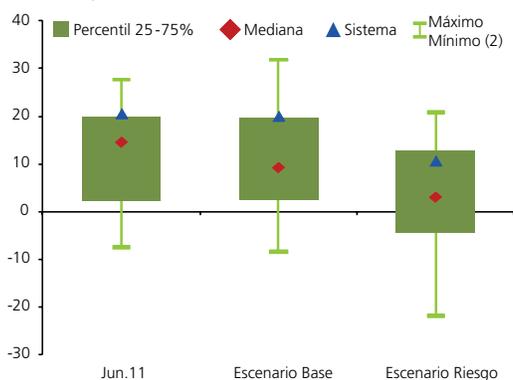
Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad (porcentaje del capital básico)

	Escenario de riesgo
ROE inicial	20,6
Riesgo de mercado	-1,1
Valoración	-0,3
Repricing	-0,8
Moneda	0,0
Riesgo de crédito	-15,3
Consumo	-3,4
Comercial	-11,9
Vivienda	0,0
Margen	6,4
ROE final	10,6

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

Gráfico V.15

Rentabilidad del capital proyectada en distintos escenarios (1) (porcentaje)



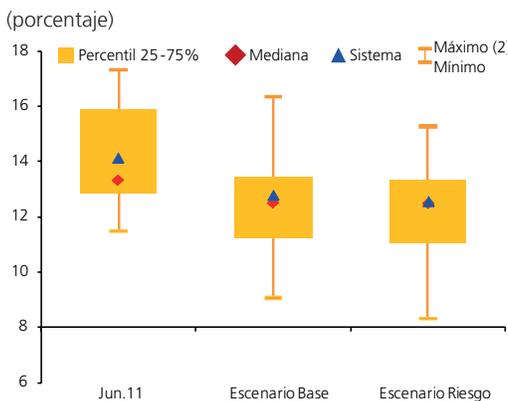
(1) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución.

(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

Gráfico V.16

Índice de adecuación de capital proyectado en distintos escenarios (1) (porcentaje)



(1) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución.

(2) Los máximos corresponden al percentil 90.

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

Las fortalezas de la banca chilena se reflejan en distintos indicadores de mercado y la positiva evaluación de las agencias internacionales

Las tasas de descuento exigidas por los títulos emitidos en el mercado local y las favorables condiciones de acceso a los mercados de deuda internacionales, reflejan la positiva percepción sobre la banca nacional que tienen los inversionistas en estos instrumentos. La sólida posición de rentabilidad y solvencia de la banca nacional es destacada por el FSAP de agosto del 2011 del FMI y por el Informe de Competitividad Global 2011-12 del *World Economic Forum*, lo que es coherente con la mejora en las clasificaciones de riesgo de los instrumentos locales. Lo anterior se refleja en una evolución de los índices accionarios de los bancos locales desacoplada de la de sus matrices extranjeras, manteniendo un desempeño más acorde con la evolución del IPSA.

Pruebas de tensión^{12/}

Los ejercicios realizados con información a junio del 2011 muestran que el sistema bancario está en una posición financiera apropiada para operar con normalidad y mantiene su capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo severo

El escenario base considera un nivel de actividad y tasas de interés coherentes con las proyecciones presentadas en el IPoM de diciembre del 2011. En efecto, la tasa de crecimiento económico considerada para el 2012 es 4,2%, mientras la tasa de interés en UF para colocaciones entre uno y tres años y la tasa de mutuos hipotecarios endosables proyectadas a diciembre del 2012 son de 4,9 y 5,8%, respectivamente. En cambio, el escenario de riesgo considera una desaceleración significativa hacia finales del presente año. Este escenario supone tasas de crecimiento transitoriamente negativas el 2012, para luego converger a una tasa de 2,2%. Adicionalmente, este escenario considera aumentos de la tasa de interés de 300 puntos base en el corto plazo y de 100 puntos base en el largo plazo, junto con una depreciación cambiaria de 20% en un plazo de 15 días.

Los ejercicios realizados muestran que, bajo el escenario de riesgo, existen pérdidas para el sistema equivalentes a una reducción de la rentabilidad del capital (ROE) de 10 puntos porcentuales (tabla V.2). A nivel de instituciones, se observa que algunos bancos, que en conjunto representan un 19% del capital básico del sistema muestran resultados negativos en el escenario de riesgo (gráfico V.15). No obstante, el índice de adecuación de capital (IAC) de la mayoría de los bancos se mantiene por sobre 11% (gráfico V.16)^{13/}.

Cabe señalar que las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras en un momento del tiempo. Por su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos de determinados escenarios de riesgo. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección.

^{12/} Este análisis se basa en la metodología descrita en Jara et al. (2007) y en Alfaro y Sagner (2011). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

^{13/} Estos resultados consideran los aumentos de capital efectuados por la banca durante el presente año, como así también una tasa promedio de reinversión de utilidades de 30%.

VI. Regulación e infraestructura financiera

Tabla VI.1

Montos liquidados y procesados a través de sistemas de pagos de alto valor (1)
(miles de millones de pesos)

	2010	2011
Pagos liquidados en LBTR	6.962	8.042
Interbancarios	2.076	2.945
Propio	713	1.005
Por cuenta de clientes	667	1.112
Mercado de Valores CCLV (2)	401	383
Mercado de Valores No CCLV	295	446
Cámaras de compensación (neto)	610	595
Cheques	98	117
Cajeros Automáticos	18	21
Combank	494	457
Banco Central de Chile	4.276	4.501
Pagos procesados en Combank	2.903	2.970
Propio	772	812
Por cuenta de clientes	1.697	1.564
Mercado de Valores No CCLV	434	594

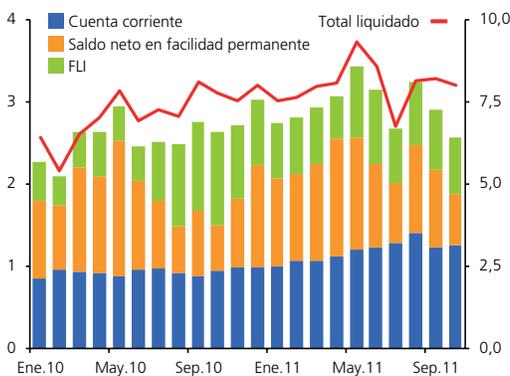
(1) Promedios diarios. Información para el período enero-septiembre de cada año.

(2) Para el 2010 se consideran los datos de SCL, antigua cámara de compensación y liquidación de valores.

Fuentes: Banco Central de Chile y Combank.

Gráfico VI.1

Liquidez en el sistema LBTR (*)
(billones de pesos)



(*) Promedio diario mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los montos liquidados en los sistemas de pagos de alto valor, al igual que el uso de medios de pagos minoristas han aumentado. En materia regulatoria, destaca el inicio del funcionamiento del Consejo de Estabilidad Financiera.

Sistemas de pagos e infraestructura financiera

Sistemas de pagos de alto valor^{1/}

En los primeros nueve meses del 2011, los montos liquidados en el sistema LBTR alcanzan niveles 15% superiores a los de igual período del año anterior, pese a que el crecimiento se ha moderado en el último trimestre. Este incremento se explica por el aumento de las operaciones interbancarias, tanto propias como por cuenta de clientes, con aumentos respectivos de 41 y 67% en el período. El alza de las operaciones interbancarias obedece a un bajo nivel de comparación en el primer semestre del 2010 dado que aún se encontraba en operación la FLAP lo que sustituye volumen de operaciones entre los bancos (tabla VI.1 y gráfico VI.1).

Sistemas de pagos de bajo valor

Durante el 2011, el uso de cheques continúa en declinación, aunque los montos asociados a estos aumentaron durante el período. Por otra parte, las tarjetas de crédito no bancarias no muestran variaciones mayores con respecto al año pasado en cuanto a montos, pero revierten la tendencia bajista en número de operaciones, mientras las tarjetas de débito y de crédito bancarias mantienen el crecimiento de períodos anteriores (tabla VI.2 y gráfico VI.2). El fuerte aumento de las operaciones con tarjetas de débito y de crédito bancarias puede relacionarse con un incremento del número de comercios afiliados a este sistema como consecuencia de la disminución de los costos operacionales para estos y la masificación de terminales de venta (POS). En el caso de las tarjetas de crédito, incide su utilización como medio para canalizar créditos de consumo (capítulo V).

^{1/} 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 (Combank). Mientras el primero realiza la liquidación de las transacciones de manera inmediata y en base bruta en las cuentas de cada banco, el segundo realiza una única compensación al cierre de su ciclo de negocios, obteniendo los saldos netos de cada banco, los que posteriormente se liquidan a través del sistema LBTR.

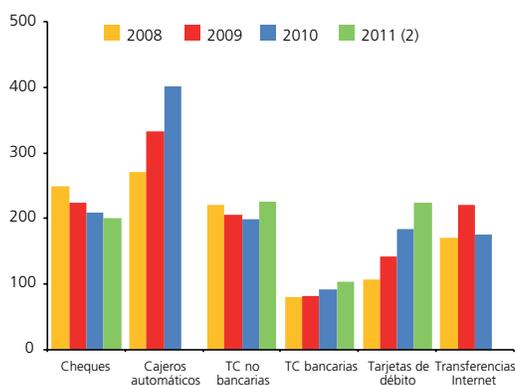
Tabla VI.2Principales medios de pago de bajo valor
(miles de millones de pesos)

	2009	2010	2011 (*)
Cheques	336.650	320.174	324.554
Cajeros automáticos	13.729	17.212	n.d.
Tarjetas de crédito no bancarias	4.636	5.438	5.600
Tarjetas de crédito bancarias	3.713	4.598	5.574
Tarjetas de débito	2.580	3.460	4.348

n.d.: No disponible.

(*) Información a junio del 2011, anualizada.

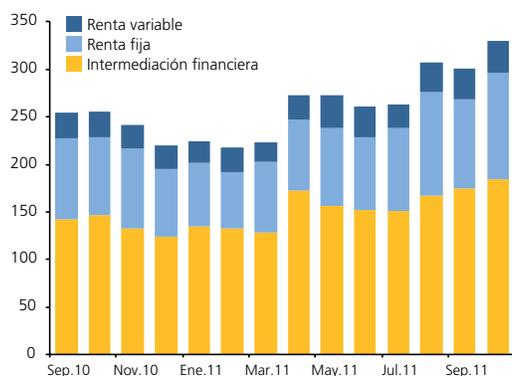
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

Gráfico VI.2Medios de pago minoristas (1)
(millones de operaciones)

(1) Incluye transacciones de personas y empresas.

(2) Información a junio del 2011, anualizada.

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

Gráfico VI.3Montos liquidados en CCLV por tipo de instrumento (*)
(miles de millones de pesos)

(*) Promedios diarios.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

Hechos destacados

El uso por parte de los bancos de las herramientas de gestión de liquidez del Banco Central disminuyó, así como la participación de Combanc en los SPAV

La ralentización del crecimiento de los montos liquidados en el sistema LBTR el último trimestre se produjo por una desaceleración en las operaciones en las cuales participa el Banco Central, y fundamentalmente por una baja en los montos solicitados de FPD y FLI. De esta manera, el promedio diario de pagos liquidados en los primeros tres trimestres alcanzó a \$8 billones diarios, mientras los saldos compensados en Combanc bordearon los \$3 billones.

Por otra parte, como se ha mencionado en *Informes* anteriores, la reducción de la participación de Combanc en los sistemas de pagos de alto valor entre el 2010 y el 2011 se relaciona con la entrada en funcionamiento de la Cámara de Compensación y Liquidación de Valores (CCLV), cuyas operaciones deben ser canalizadas a través del LBTR. Sin embargo, las operaciones OTC y otras transferencias de fondos que no provengan del mercado de valores pueden continuar siendo liquidadas mediante Combanc.

CCLV canaliza un número creciente de operaciones, sin que se registren, desde su puesta en marcha, contingencias o dificultades operacionales en el funcionamiento de ésta

Las transacciones procesadas a través de CCLV han crecido alrededor de 30% desde su entrada en funcionamiento, lo que obedece fundamentalmente al crecimiento de las operaciones de renta fija e intermediación financiera entre septiembre del 2010 y octubre del 2011, mientras que renta variable en el mismo período mostró un crecimiento algo por sobre 20% (gráfico VI.3). Es importante mencionar que este incremento en los montos procesados en CCLV no se tradujo en un mayor monto promedio de pagos diarios liquidados a través del LBTR, debido a la eficacia del proceso de compensación realizado por ésta, la que produjo como resultado montos netos a liquidar incluso menores a los del mismo período anterior.

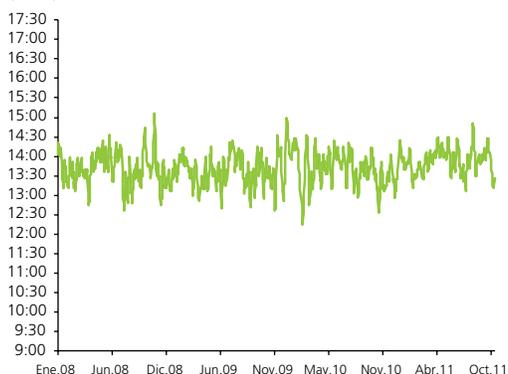
El mayor volumen de transacciones procesadas ha sido absorbido sin problemas por CCLV, lo que es especialmente destacable dado que el 55% de las liquidaciones provienen de intermediación financiera, las que conllevan mayores exigencias al sistema, debido a que se liquidan el mismo día de ser ingresadas.

La mantención en el tiempo de una liquidación ordenada de las transacciones señala un apropiado funcionamiento del sistema LBTR

La hora en la que se completa el 50% de las transacciones liquidadas en el sistema LBTR es un indicador de riesgo operacional respecto del eventual impacto de una interrupción del servicio. Mientras más sean las transacciones que se liquidan cerca de la hora de cierre, una falla podría causar que una proporción mayor de liquidaciones no lograra realizarse en el día, con consecuencias para el sistema financiero. Desde el año 2008, la hora en que se cierra el 50% de las operaciones se sitúa entre las 13:00 y las 14:00 horas, mientras que el sistema LBTR cierra su proceso de recepción de órdenes de transferencia a las 17:30 (gráfico VI.4).

Gráfico VI.4

Realización del 50% de las operaciones de LBTR (1) (2)
(hora)

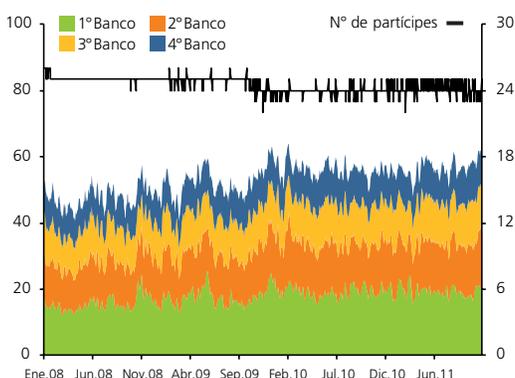


(1) Promedio móvil semanal de operaciones acumuladas en lapsos de 15 minutos.
(2) No incluye operaciones con el Banco Central ni procesadas por las cámaras de compensación.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.5

Participación en transacciones del LBTR (1) (2)
(porcentaje, número de bancos)



(1) Promedio móvil semanal de la participación de los bancos en las transacciones agregadas (créditos y débitos).
(2) No incluye operaciones con el Banco Central ni procesadas por las cámaras de compensación.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.6

Pagos con tarjetas de crédito no bancarias (1)
(miles de millones de dólares) (2)



(1) Flujo acumulado semestral.
(2) Dólares constantes (índice base dic.10 = 100).

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

La concentración de los cuatro bancos que cada día liquidan los mayores montos en el sistema LBTR alcanza aproximadamente el 50%. Para cautelar el sistema de liquidación, a cada uno de los bancos participantes en el sistema LBTR se les exige contar con altos estándares operativos y planes de contingencia, de modo de minimizar los efectos de fallos en cualquiera de los participantes (gráfico VI.5).

Se observa una disminución, en términos relativos, en el uso de tarjetas de crédito de emisores no bancarios en comercios no relacionados con el emisor

Los montos agregados de pagos a comercios no relacionados mediante tarjetas de crédito no bancarias se han mantenido relativamente estables durante el período cubierto por las estadísticas disponibles (2007-10). No obstante, en términos relativos, la fracción de pagos a no relacionados disminuye durante los dos últimos años de la muestra, desde un 17% del total de los pagos con tarjetas no bancarias en el primer semestre del 2009 a un 11% en el segundo semestre del 2010 (gráfico VI.6).

Sin embargo, más allá de esta estabilidad a nivel agregado, a través de emisores se observan dinámicas diferentes durante el período, especialmente para los cinco emisores principales, los que concentran más del 85% de estos flujos durante el 2010. Uno de los emisores duplica los montos en los pagos a comercios no relacionados para el segundo semestre de 2010 respecto del primer semestre de 2007, otro exhibe alta volatilidad, y otros se mantienen relativamente estables durante el período (gráfico VI.7).

Al analizar el año 2010, se observa que existe una relación directa entre los pagos a comercios no relacionados y a comercios relacionados. Así, las tarjetas que canalizan más ventas dentro de su propio grupo empresarial también son más ampliamente utilizadas como medio de pago fuera de las tiendas relacionadas con el emisor (gráfico VI.8).

Los principales emisores no bancarios presentan holguras significativas en su capital regulatorio^{2/}. Al mismo tiempo, se observa que los emisores más relevantes en términos de pagos a comercios no relacionados son los que presentan mayores niveles de capitalización. Si bien existe un emisor que no calza exactamente en esta descripción, su capital fue más de cinco veces el mínimo requerido por la normativa (gráfico VI.8).

Regulación Financiera**Resultados del Programa de Evaluación del Sector Financiero**

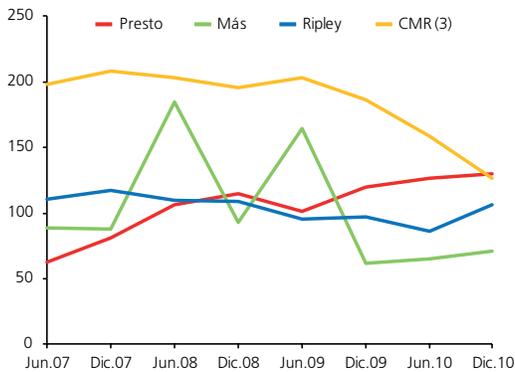
Este año, el sector financiero chileno fue objeto de una nueva evaluación, en el marco del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por su sigla en inglés). Un equipo conformado por el Banco Mundial, el FMI y expertos externos analizó la estabilidad del sistema financiero, identificando fortalezas y áreas de mejora, y otorgó recomendaciones específicas que

^{2/} Los emisores no bancarios que presenten pagos a entidades no relacionadas por un total superior UF1 millón, deberán contar con un capital mínimo de UF100 mil cuando dichos pagos se efectúen dentro de tres días hábiles bancarios, y de UF200 mil cuando los pagos se efectúen a plazos mayores.

Gráfico VI.7

Pagos con tarjetas de crédito no bancarias a comercios no relacionados con el emisor (1)

(millones de dólares) (2)



(1) Principales emisores. Flujo acumulado semestral.

(2) Dólares constantes (índice base dic.10 = 100).

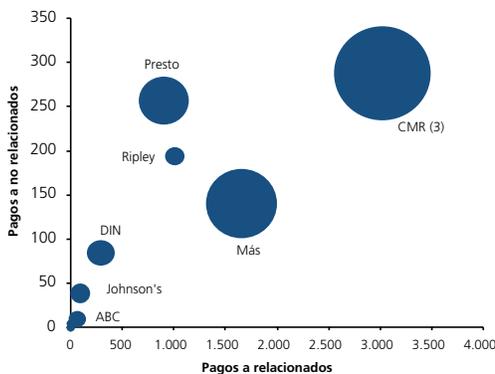
(3) No incluye pagos con tarjeta CMR-Visa.

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

Gráfico VI.8

Pagos con tarjetas de crédito no bancarias y capital del emisor durante el 2010 (1)

(millones de dólares) (2)



(1) El tamaño del círculo es proporcional al capital de cada emisor.

(2) Dólares constantes (índice base dic.10 = 100).

(3) No incluye pagos con tarjeta CMR-Visa.

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

aumentarían la solidez del sistema en Chile. Las evaluaciones del FSAP se realizan en distintos países de manera periódica (la evaluación anterior de Chile fue el 2004), y tienen como objetivo asistir a los gobiernos, bancos centrales y autoridades supervisoras en el entendimiento y mejoramiento de los sistemas financieros. A continuación se reproducen los aspectos centrales del resumen del reporte del FSAP 2011 para Chile.

El sector financiero chileno es uno de los más profundos de la región y está altamente integrado al sistema financiero global. Los bancos se encuentran bien capitalizados, tienen suficiente liquidez y son altamente rentables. Las pruebas de tensión no revelaron preocupación sobre la estabilidad en el corto plazo, sugiriendo que el sistema bancario podría resistir shocks adversos. Preocupaciones anteriores sobre la solvencia de la industria financiera han sido resueltas en gran parte.

Uno de los principales focos de las políticas prudenciales debería ser evitar la acumulación de vulnerabilidades potenciales, en especial en la medida en que los flujos de capitales se intensifiquen, aumentando el riesgo de crédito y de burbujas de precios de activos. Asimismo, se debería continuar con los esfuerzos para reducir brechas de información de manera de ayudar a las firmas a evaluar el riesgo de crédito y a las autoridades a monitorear riesgos sistémicos.

El sistema financiero y regulatorio en Chile es robusto. No obstante, la independencia y la protección legal de las autoridades regulatorias, la supervisión de los conglomerados financieros, el marco para la prevención del lavado de dinero y para el combate contra el financiamiento del terrorismo, y el marco de resolución de instituciones financieras en problemas son áreas en las cuales hay espacio para un mayor fortalecimiento. Las autoridades están correctamente enfocadas en mejorar la arquitectura regulatoria tomando en cuenta la función macroprudencial, y con el establecimiento del Consejo de Estabilidad Financiera.

Grupos de trabajo regionales del Financial Stability Board (FSB)

En su trabajo tendiente a promover la estabilidad financiera a nivel internacional, el FSB ha involucrado a países que no forman parte del G20, para que sus actividades reflejen adecuadamente la naturaleza del sistema financiero internacional. En este contexto, a fines del año pasado se crearon seis grupos de trabajo regionales, en los que las autoridades de países miembros y no miembros del FSB (como Chile) intercambian opiniones respecto de las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero internacional y las iniciativas para promover la estabilidad financiera. En noviembre de este año se reunió el grupo de trabajo de Asia, y el pasado 2 de diciembre tuvo su primera reunión el grupo de trabajo de las Américas, donde Chile participa como co-presidente. Las discusiones de estos grupos estuvieron enfocadas en instituciones financieras sistémicamente importantes, Basilea III, la crisis de deuda soberana en Europa y los riesgos de contagio, entre otros.

Normativa dictada en el país

Inicio del funcionamiento del Consejo de Estabilidad Financiera

El 4 de octubre se publicó en el Diario Oficial el Decreto N°953 del Ministerio de Hacienda a través del cual se crea formalmente el Consejo de Estabilidad

Financiera (CEF), lo que, como se señaló en el *Informe* anterior, corresponde a una de las recomendaciones de la comisión de Reforma a la Regulación y Supervisión Financiera, y tiene por misión coordinar y proponer medidas que permitan velar por la integridad y solidez del sistema financiero, proveyendo los mecanismos de coordinación e intercambio de información necesarios para efectuar un manejo preventivo del riesgo sistémico y para la resolución de situaciones críticas que involucren el ejercicio de las funciones y atribuciones de las Superintendencias.

En su primera sesión se acordó la creación de una Secretaría Técnica del CEF, la que estará radicada en el Ministerio de Hacienda, se adoptó su Reglamento Interno, y se aprobó la creación de tres grupos de trabajo correspondientes a: (i) monitoreo de la situación externa, (ii) supervisión de conglomerados financieros, y (iii) coordinación en aspectos regulatorios y legislativos.

El CEF está integrado por el Ministro de Hacienda, quien lo preside, y los superintendentes de Valores y Seguros, Bancos e Instituciones Financieras, y de Pensiones, y a sus reuniones se invitará a asistir al Presidente del Banco Central.

Normas relacionadas con fondos mutuos y con *Exchange Traded Funds (ETF)* (junio 2011, www.svs.cl)

A través de la Circular N°2.027, la SVS estableció un nuevo sistema de depósito de reglamentos internos de fondos mutuos, el que busca mejorar la información con que cuentan los inversionistas y estandarizar los reglamentos internos.

Por otra parte, la SVS emitió dos Normas de Carácter General (NCG) en las que imparte instrucciones a fondos mutuos conocidos como *ETF*. A través de la NCG N°312 estableció normas para los “fondos mutuos que contemplen en sus reglamentos internos el aporte y rescate de cuotas en instrumentos”, con requisitos para el aporte y rescate de cuotas, y la obligación para las administradoras de estos fondos de celebrar contratos con corredoras de bolsa para que actúen como *market makers*, manteniendo vigentes ofertas de compra y venta de cuotas del fondo durante el horario de negociación bursátil.

De manera adicional, la NCG N°313 se refiere a los fondos mutuos que establezcan como política de inversión condicionar sus inversiones o la rentabilidad al comportamiento de un índice. En esta NCG se definen algunos conceptos relevantes para estos instrumentos, se especifican características sobre los índices elegibles para que estos instrumentos estén condicionados, límites de inversión, un margen de error de seguimiento de 5%, e información que se debe proporcionar a los partícipes del fondo.

Nueva Ley de Tributación de Derivados

El 22 de octubre se publicó en el Diario Oficial la Ley N°20.544 respecto de la tributación de derivados. Esta tiene por objeto otorgar certeza tributaria al mercado de derivados, pues hasta antes de su promulgación no existía una regulación que normara los aspectos tributarios de estos instrumentos, los que eran abordados a través de Circulares e interpretaciones del Servicio de Impuesto Internos (SII).

Algunos aspectos relevantes de esta Ley son la definición de contratos de derivados (y de contratos que no se regirán por ésta), la regulación para

determinar la fuente de las rentas y la naturaleza de ésta, y la obligación por parte de los contribuyentes de enviar una declaración jurada al SII informando de las transacciones de derivados que lleven a cabo, y de mantener un registro de ellas, el que deberá contener la información y tener las características que el SII determine, y estar a disposición de éste cuando lo requiera.

Sernac Financiero

El 5 de diciembre fue publicada en el Diario Oficial la Ley N°20.555 que otorga mayores atribuciones y competencias al Sernac en materia de servicios financieros, así como recursos y atribuciones adicionales para desempeñar estas nuevas funciones. Entre los aspectos destacados de esta iniciativa está invertir funcionarios del Sernac como ministros de fe y conferir a los consumidores de productos o servicios financieros derechos tales como el recibir la información del costo total del producto o servicio, lo que incluye la carga anual equivalente, y conocer la liquidación total del crédito a su sólo requerimiento.

También se establecen disposiciones para promover la simplicidad y transparencia de los contratos, se estipula que los proveedores de créditos que ofrezcan la modalidad de pago automático de cuenta o de transferencia electrónica no la podrán restringir a que el medio electrónico o automático sea de su misma institución, así como se señala que no se podrán ofrecer o vender productos o servicios financieros de manera atada.

Un elemento importante de la Ley es el “Sello Sernac”, el que es de carácter voluntario y que podrá ser otorgado a las instituciones que lo soliciten y demuestren cumplir con: i) que el Sernac constata que todos los contratos de adhesión que ofrezcan se ajustan a la ley y a las disposiciones reglamentarias asociadas, ii) cuenten con un servicio de atención al cliente que atienda las consultas y reclamos de los consumidores, y iii) permitan al consumidor recurrir a un mediador o a un árbitro financiero que resuelva en caso que el servicio de atención al cliente no haya respondido satisfactoriamente a sus demandas. Asociados a este sello se establecen requisitos para su mantención, tales como someter las modificaciones de los contratos previamente al Sernac, y un detallado procedimiento de solución de controversias.

Por último, cabe destacar que todos los proveedores de servicios financieros estarán obligados a proporcionar al Sernac la información que éste les solicite para el cumplimiento de sus atribuciones, y que el Ministerio de Economía dictará los reglamentos necesarios para regular las disposiciones de la ley, lo que en caso de materias regidas por leyes especiales requerirá la firma del Ministro del sector respectivo.

Normativa internacional destacada

Implementación en EE.UU. de las reformas financieras (“*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”)

La Ley Dodd-Frank, aprobada por el congreso de EE.UU. en julio del 2010, se encuentra aún en proceso de implementación, lo cual requiere del desarrollo de numerosos estudios y normativas. La entrada en vigencia de dichas normas ocurre en forma parcelada, y considera diferentes períodos de transición y fechas definitivas de entrada en vigencia para distintas secciones, o incluso disposiciones particulares de la Ley (Kern, 2010; Davis Polk, 2010).

Durante este semestre, destaca la incorporación de la normativa referente a planes de liquidación ordenada, protección al inversionista y uso de *ratings* de agencias clasificadoras.

En el título I, sección 165 (d) de la Ley Dodd-Frank se establece que las instituciones financieras de relevancia sistémica deben reportar periódicamente al *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* y a la Fed un plan de liquidación y desmantelamiento ordenado en caso de insolvencia o estrés financiero severo. El 13 de septiembre de 2011 el *FDIC* aprobó la norma final (*Final Rule on Resolution Plans*) que exige a las compañías que describan la forma de resolución rápida y ordenada que debería seguirse durante un proceso de bancarrota de manera de preservar la estabilidad del sistema financiero, considerando estándares específicos y la definición de un conjunto de acciones específicas para lograr la liquidación ordenada.

Por otra parte, en esta Ley se creó a figura del “denunciante” (*whistleblower*), individuo que es compensado pecuniariamente por proveer información sobre delitos financieros. A través de una norma (*Implementation of the Whistleblower Provisions of Section 21F of the Securities Exchange Act of 1934*) se regula esta figura dando reglas para su funcionamiento. Entre ellas destaca que el denunciante sólo puede ser una persona natural, la entrega de información sobre la violación a la ley de valores debe ser voluntaria, el pago sólo se hará cuando la información sea original, material y derive en sanciones monetarias que excedan un millón de dólares al sancionado y fluctuará en un rango de entre 10 y 30% de la sanción. Por último, destaca la prohibición por parte del empleador de tomar represalias contra el empleado.

Finalmente, como parte de los requerimientos del acta Dodd-Frank a los reguladores financieros para reducir la dependencia de las clasificaciones de riesgo, la *SEC* adoptó un nuevo criterio de “formularios cortos” (*short forms*) para reemplazar los *ratings* emitidos por estas entidades. Con anterioridad, se permitía a las empresas que tuvieran grado de inversión de acuerdo a alguna de las agencias de clasificación de riesgo reconocida por la *SEC*, registrar ofertas de valores no convertibles (y distintos de acciones) y se les permitía a los emisores usar ciertos reportes que hubieran sido publicados para satisfacer los requerimientos de información de la *SEC*. Los criterios que reemplazan la alternativa de grado de inversión tienen relación con el monto de valores no convertibles y distintos de acciones que el emisor ha colocado en el mercado, el monto que no ha sido amortizado del mismo tipo de instrumentos, o que el emisor sea una subsidiaria (o esté controlado bajo ciertas condiciones) por un “emisor experimentado y conocido” (*well-known seasoned issuer*).

Medidas de política para Instituciones Financieras Importantes Sistémicamente (“Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions”) FSB, noviembre de 2011

Las instituciones financieras sistémicamente importantes (*SIFI*, por su sigla en inglés) son aquellas que cuando entran en problemas pueden causar una disrupción en el sistema financiero como un todo y en la actividad económica. Dadas estas características, se ha definido que el trato regulatorio y de supervisión para estas instituciones debe ser diferente al resto. En esta publicación el *FSB* reúne medidas de políticas para evitar que cuando estas instituciones tengan problemas, necesariamente se deba recurrir a apoyo con

recursos públicos. Entre estas medidas destacan el requerimiento de planes de resolución y recuperación para las *SIFI* globales, con acuerdos de cooperación interjurisdiccionales; mayores requerimientos de capital regulatorio y una supervisión más intensa con mayores atribuciones para las autoridades. Adicionalmente, el documento incluye planes para la implementación de las medidas y la identificación explícita de un primer grupo de 29 instituciones financieras sistémicamente importantes a nivel global.

Documentos de interés publicados por organismos nacionales e internacionales

Durante el segundo semestre del 2011, la discusión internacional sobre regulación financiera ha estado dominada por temas relacionados con requerimientos de capital y/o liquidez, resolución bancaria y gobernabilidad (*governance*). Destaca, a su vez, la relación de los temas anteriores con las instituciones de relevancia sistémica (tabla VI.3).

Tabla VI.3

Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Capital / Liquidez	Infraestructura / Transparencia	SIFI	Resolución	Regulación Macroprudencial	Adm. Riesgo / Governance
1/	Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks	BIS	x		x			
2/	Capitalisation of bank exposures to central counterparties - Consultative document	BIS	x	x				
3/	Global liquidity – concept, measurement and policy implications	BIS	x					x
4/	Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement	BIS	x		x			
5/	Operational Risk – Supervisory Guidelines for the Advanced Measurement Approaches	BIS						x
6/	Payment, clearing and settlement systems in the CPSS countries - Volume 1	BIS		x				
7/	Principles for the Sound Management of Operational Risk	BIS		x				x
8/	Range of Methodologies for Risk and Performance Alignment of Remuneration	BIS						x
9/	Report on asset securitisation incentives	BIS	x	x				x
10/	Resolution policies and frameworks – progress so far	BIS				x		
11/	The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions	BIS	x	x				
12/	Principles for financial market infrastructures - consultative report	BIS-IOSCO	x	x				x
13/	Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements	BIS-IOSCO		x				
14/	The Bank of England, Prudential Regulation Authority - Our approach to banking supervision	BoE	x			x	x	x
15/	The Bank of England, Prudential Regulation Authority - Our approach to insurance supervision	BoE	x					x
16/	EBA Guidelines on Internal Governance	ABE						x
17/	Eurosystem Oversight Policy Framework	BCE		x				
18/	Recovery and Resolution Plans - Consultation Paper	FSA	x		x	x		x
19/	A Coordination Framework for Monitoring the Implementation of Agreed G20/FSB Financial Reforms	FSB	x	x	x	x	x	x
20/	Consultative Document - Effective Resolution of Systemically Important Financial Institutions - Recommendations and Timelines	FSB			x	x		
21/	Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions	FSB	x		x	x		
22/	OTC Derivatives Market Reforms - Progress report on Implementation	FSB	x	x				
23/	Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions	FSB	x		x	x		
24/	Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)	FSB	x	x				x
25/	Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation	FSB		x			x	
26/	Understanding Financial Linkages: A Common Data Template for Global Systemically Important Banks	FSB			x			
27/	Study & recommendations on prohibitions on proprietary trading & certain relationships with hedge funds & private equity funds	FSOC					x	x
28/	Macroprudential policy: Addressing the things we don't know	G30	x				x	
29/	Final Report Recommendations	ICB	x			x		x
30/	Principles for Dark Liquidity - Final Report	IOSCO	x	x				

Fuente: Sitios Web de cada institución.

Recuadro VI.1: La institucionalidad de la regulación y supervisión financiera en Chile y el caso La Polar

Este recuadro analiza la institucionalidad de regulación y supervisión financiera a la luz de lo ocurrido con el caso La Polar, incluyendo el rol que desempeña la regulación del Banco Central.

La Polar es una empresa de tamaño relativamente reducido, tanto en el volumen de sus operaciones como en sus interconexiones con entidades del sistema financiero. Bajo esa métrica, no es un agente que financieramente sea de relevancia sistémica. No obstante, este caso ha tenido consecuencias graves, con efectos negativos sobre un importante número de personas, incluyendo a los consumidores que contrajeron deudas con La Polar y a los inversionistas que tenían en su poder bonos y acciones de la compañía, ya sea directamente o a través de sus fondos de pensiones.

Para efectos del análisis conviene separar las actividades de la empresa según sus roles de oferente de crédito, emisor de valores, y actor en el sistema de pagos minorista. Para cada uno de estos roles existen marcos regulatorios y de supervisión con objetivos diferentes, los cuales se analizan a continuación.

Preservar la estabilidad financiera y la fe pública de los depositantes y asegurados

En Chile, al igual que en el resto del mundo, el marco normativo más estricto y donde se destinan más recursos públicos, es aquél relacionado con la supervisión de solvencia de entidades que, estando autorizadas expresamente por ley, se dedican en forma habitual a obtener recursos del público con el objeto de darlos en préstamo o realizar inversiones; dado que, de presentar problemas de funcionamiento, pueden afectar la estabilidad del sistema financiero, la fe pública o involucrar recursos estatales. Estas entidades incluyen especialmente a las empresas bancarias sujetas a una regulación amplia, y a una extensa tradición de supervisión efectuada por la SBIF, la que incluye explícitamente la gestión y políticas de riesgo de las operaciones de crédito que realizan. De manera similar, la SVS supervisa la solvencia de las compañías de seguros.

Pese a que en forma individual no son agentes de relevancia sistémica, las cooperativas de ahorro y crédito (CAC) y las cajas de compensación también están sujetas a un marco regulatorio y de fiscalización específico. Se encomienda un rol de supervisión a la SBIF en el caso de las CAC de mayor tamaño y al Departamento de Cooperativas del Ministerio de

Economía en el caso de las restantes^{3/}. Por su parte, la SuSeSo está encargada de la fiscalización a las cajas de compensación. Si bien este marco de regulación y supervisión tiene elementos en común con la supervisión por solvencia aplicada a los bancos —especialmente en el caso de las CAC que captan recursos del público—, más bien se relaciona con el adecuado cumplimiento del rol que cumplen estas entidades en materia de financiamiento.

La gestión y políticas de riesgo de las operaciones de crédito efectuadas por otros agentes, tales como las casas comerciales y las entidades oferentes de crédito automotriz (capítulo IV), no están sujetas a un marco regulatorio específico y por tanto no se encomienda su fiscalización a un supervisor especializado.

Protección de los sujetos de crédito del sistema financiero

La protección de los derechos de los deudores del sistema financiero —incluyendo sujetos de crédito de bancos, casas comerciales, compañías de seguros, mutuarías y otras entidades— está radicada básicamente en una legislación específica para todas las operaciones de crédito y dinero (Ley 18.010), la que incluye el marco para la determinación de la tasa máxima convencional (TMC); y adicionalmente, en la Ley de Protección del Consumidor (Ley 19.496). En estos casos se asignan a la SBIF, SVS y al Sernac roles específicos de fiscalización de las leyes señaladas.

Protección de la fe pública de los inversionistas

La legislación de sociedades anónimas (Ley 18.046) contiene el régimen aplicable para la constitución y funcionamiento de sociedades como La Polar S.A., minimizando el riesgo moral; y la legislación de valores (Ley 18.045) persigue proveer al inversionista de un flujo de información suficiente, oportuno, veraz y equitativo, minimizando la asimetría de información, a través de la definición de requisitos de divulgación que los emisores de valores de oferta pública deben cumplir. Entre estos requisitos destaca la obligación de entrega de información auditada por parte de los emisores de valores inscritos en el

^{3/} De acuerdo a la Ley de General de Cooperativas, aquellas CAC cuyo patrimonio exceda las UF400.000, quedan sometidas a la fiscalización y control de la SBIF. De las 47 CAC identificadas por el Departamento de Cooperativas, cinco son supervisadas por la SBIF.

Registro de Valores a cargo de la SVS, organismo supervisor encargado de velar por el cumplimiento, respecto de dichos emisores, de las normas generales aplicables en materia de presentación de estados financieros, las cuales son coherentes con los estándares internacionales vigentes. El bien público que se busca resguardar es la confianza del inversionista en el activo financiero, componente clave en un mercado financiero desintermediado.

Funcionamiento de los sistemas de pago

Otro elemento relevante en el análisis es el resguardo de los sistemas de pagos minoristas, dado el rol de emisor no bancario de tarjetas de crédito que el consorcio La Polar S.A. ejerce a través de su filial Inversiones S.C.G. S.A. Esto por cuanto dichas tarjetas son aceptadas en comercios no relacionados con La Polar (tarjetas “abiertas”).

El año 2006 el Banco Central emitió una regulación aplicable a los emisores no bancarios de tarjetas de crédito en virtud de su mandato legal de velar por el normal funcionamiento del sistema de pagos^{4/}.

En lo que interesa, a los emisores no bancarios de tarjetas de crédito “abiertas” la regulación les exige cumplir, entre otros, con requisitos de forma jurídica; inscripción en el Registro de Emisores y Operadores a cargo de la SBIF para efectos de establecer la supervisión y normativa aplicable previo al desempeño de la actividad regulada; y otras exigencias prudenciales en materia de capital y patrimonio mínimo, objeto social, evaluación de gestión y control de riesgos y eventual obligación de mantener activos líquidos, las que se determinan en función de la modalidad de pago que se acuerde con los establecimientos afiliados^{5/}. Lo anterior busca reducir los riesgos de una interrupción en los pagos a los comercios asociados.

A continuación se señalan algunas lecciones de índole regulatorio que podrían estimarse derivadas del caso La Polar,

^{4/} La normativa contenida en el Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras se aplica respecto de los emisores u operadores de tarjetas de crédito sometidos a la fiscalización de la SBIF de conformidad con lo previsto en el inciso segundo del artículo 2° de la Ley General de Bancos, en relación con el artículo 35 N° 7 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central. Esta regulación distingue en cuanto a la carga regulatoria aplicable en cada caso, en razón de la naturaleza de las operaciones a que dé lugar la utilización del respectivo sistema de tarjetas de crédito, atendida su incidencia o relevancia como medio de pago susceptible de aceptación generalizada. Para mayores detalles, véase Presentación ante la Comisión de Economía, Fomento y Desarrollo, de la Honorable Cámara de Diputados constituida en Comisión Investigadora, julio del 2011 (www.bcentral.cl).

^{5/} La regulación vigente establece un umbral de UF1 millón de pagos anuales a comercios no relacionados para aplicar estos requisitos.

así como otras consideraciones respecto a diversas medidas que se encuentran en estudio y que podrían reducir la probabilidad de ocurrencia de situaciones similares.

1. Fortalecer la protección de los consumidores

El marco regulatorio e institucional de protección al consumidor demostró necesidades importantes de perfeccionamiento.

En este contexto, es positiva la dirección de las disposiciones contenidas en la Ley 20.555 para perfeccionar la legislación sobre protección de los derechos de los consumidores (Ley 19.496), a través de las cuales se confieren atribuciones y recursos adicionales al Sernac en materias de protección al consumidor financiero (capítulo VI).

Adicionalmente, es relevante desarrollar iniciativas legislativas que busquen transparentar y eventualmente limitar los gastos de cargo de los clientes asociados a la administración de créditos que presentan morosidad en sus pagos. En este sentido, un avance específico es la propuesta para precisar los límites legales a los gastos por concepto de cobranza extrajudicial^{6/}.

Un elemento relevante adicional es la necesidad de aumentar la coordinación entre la institucionalidad de protección al consumidor y los supervisores sectoriales del sistema financiero, incorporando de la forma más directa posible las presentaciones efectuadas por las personas en el Sernac como elemento de monitoreo financiero.

2. Mejorar la información sobre calidad de cartera

En los últimos años la regulación de la SVS ha avanzado hacia la convergencia de la información financiera con los estándares *IFRS*. A base de estos, las sociedades anónimas entregan información complementaria detallada a través de las notas a los estados financieros.

Sin embargo, el caso de La Polar ilustra que para las sociedades que desarrollan en forma regular operaciones de crédito con consumidores podrían ser necesarios estándares de información con mayor nivel de detalle para contribuir a una mejor toma de decisiones por parte de las entidades que invierten en este tipo de compañías, en su condición de emisores de valores de oferta pública. En este sentido, la SVS solicitó a las casas comerciales que supervisa complementar la información presentada en sus estados financieros mediante notas explicativas que proporcionen información, entre otros aspectos, respecto

^{6/} Se refiere específicamente a una propuesta de perfeccionamiento del artículo 37 de la Ley 19.496 (no incorporada entre las modificaciones a esta legislación recientemente aprobadas a través de la Ley 20.555).

de sus políticas de crédito, de repactaciones, refinanciamiento, provisiones, y castigos; así como factores de provisión y una estratificación de su cartera de créditos repactada y no repactada.

3. Reforzar el rol de vigilancia de los gobiernos corporativos y revisar el de las empresas auditoras y clasificadoras de riesgo

Es evidente que el gobierno corporativo de La Polar no fue eficaz en el manejo de los problemas de agencia, pese a la modificación legal realizada el año 2009 que introdujo perfeccionamientos a la normativa que los regula (Ley 20.382)^{7/}.

La importancia de los gobiernos corporativos, así como los problemas que se generan cuando estos fallan, ha quedado de manifiesto tras la crisis financiera. Dado lo anterior, a nivel internacional se desarrollan distintas iniciativas para abordar esta materia, entre las que destacan un conjunto de principios del BIS y la Ley Dodd-Frank en EE.UU.^{8/}. En esta última, uno de sus elementos destacados es el fortalecimiento de los gobiernos corporativos y el manejo de conflictos de interés, estableciendo la importancia del rol que juega la junta de directores en el monitoreo de cada compañía.

Por último, se debe mencionar el rol complementario que juegan las empresas auditoras y clasificadoras de riesgo para la detección de anomalías, y por las señales que transmiten al mercado. La rigurosidad de revisión por parte de estas entidades es primordial para fortalecer la transparencia de información en el mercado y la promoción de la confianza entre sus partícipes.

4. Ajustar la regulación de los emisores no bancarios de tarjetas de crédito

Si bien el cumplimiento de la función pública encomendada al Banco Central en materia de regulación de tarjetas de crédito no se ha visto afectada por el caso La Polar, su Consejo dispuso la revisión exhaustiva de dicha normativa para efectos de incorporar, dentro de un plazo prudente, los ajustes o perfeccionamientos necesarios que guarden relación con su mandato legal y con las facultades que se le han conferido en esta materia^{9/}.

5. Consideraciones sobre la ampliación del alcance de la regulación de operaciones de crédito

En la discusión pública se ha planteado que este caso se podría haber evitado si se contara con un organismo que efectuase

^{7/} La SVS está desarrollando avances en esta materia por la vía reglamentaria. Al respecto, destaca la emisión de la Norma de Carácter General N°309 que establece principios de gobierno corporativo para compañías de seguros.

^{8/} "Principles for Enhancing Corporate Governance" (2010).

^{9/} Ver capítulo VI del Informe anterior.

una supervisión directa de los procesos y políticas de crédito de casas comerciales como La Polar; más allá del ámbito actual de supervisión de la SBIF que, como se explicó, tiene relación con los emisores de tarjetas de crédito (en este caso, Inversiones S.C.G. S.A.) y su potencial impacto en el sistema de pagos, y no con el otorgamiento de créditos por parte de la casa comercial como un todo^{10/}.

Ello implicaría conferir a un organismo especializado atribuciones que permitan supervisar a las casas comerciales, y otros oferentes de crédito, independientemente de si obtienen de manera habitual recursos de las personas o no, aplicando un régimen de supervisión semejante al bancario. Este conllevaría por ejemplo, exigir e inspeccionar en terreno políticas de renegociaciones, provisiones por riesgo de crédito, criterios de concentración, mecanismos de información de créditos vencidos, períodos para reconocer créditos castigados, entre otros.

Lo anterior sería un diseño institucional que no es común en el resto del mundo y respecto del cual no hay un consenso internacional sobre mejores prácticas. En particular, la discusión internacional, surgida especialmente con posterioridad a la crisis financiera iniciada en el 2008, sugiere una eventual ampliación del perímetro regulatorio, de manera de incluir a entidades que, pese a no obtener recursos del público, por su tamaño, complejidad y/o sus niveles de interconexión con otros agentes del sistema financiero, puedan suponer un riesgo para la estabilidad financiera^{11/}.

Por otra parte, la materialización de los proyectos de ley relacionados con la TMC y el tratamiento de la información de obligaciones financieras y económicas implicarían una ampliación considerable de las responsabilidades asignadas a la SBIF, al menos en lo que se refiere a aspectos específicos de la oferta de crédito por parte de agentes distintos a los que tradicionalmente ha supervisado (recuadro IV.2)^{12/}.

Esto puede ser positivo, en tanto aumente la efectividad de las iniciativas legislativas mencionadas. Sin embargo, plantea también el desafío de no afectar el adecuado desenvolvimiento de la SBIF en sus actuales ámbitos de supervisión. Definir con exactitud el alcance de sus nuevas funciones es fundamental.

^{10/} La regulación, y por tanto las acciones de la SBIF, aplican solo si la casa comercial contrae obligaciones de pago con comercios no relacionados. Durante el 2010, este tipo de transacciones acumularon aproximadamente UF3,8 millones en el caso de La Polar, algo menos de US\$170 millones.

^{11/} "Financial Stability Issues in Emerging and Developing Economies, Report to G-20 Ministers and Central Bank Governors", Banco Mundial, FMI, FSB (2011).

^{12/} Los proyectos sobre TMC y base consolidada de deudores coinciden en la definición del universo de entidades sobre las cuales se asignan responsabilidades de fiscalización a la SBIF, considerando a todas aquellas que realicen operaciones de crédito por un monto anual igual o superior a UF100 mil.

Referencias bibliográficas

- a/ Alarcón, F., D. Calvo y P. Jervis. 2008. “Mercado de cobertura cambiaria y tasa de interés local en dólares”, *Revista de Economía Chilena*, 11(2), pp. 79-88. Agosto.
- Alfaro, R., y A. Sagner. 2011. “Stress Tests for Banking Sector: A Technical Note”, Documento de Trabajo 610, Banco Central de Chile.
- Almeida, H., M. Campello y C. Liu. 2005, “The Financial Accelerator: Evidence from the International Housing Markets”. Unpublished; New York University.
- b/ Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2011a. *Informe de Política Monetaria*. Diciembre.
- Banco Central de Chile. 2011b. *Cuentas Nacionales por Sector Institucional Segundo Trimestre 2011*. Octubre.
- Banco de España. 2011. *Informe de Estabilidad Financiera*. Noviembre.
- Banco de Italia. 2011. *Financial Stability Report*. Noviembre.
- Banco Popular de China (BPC). 2011. *Financial Stability Report 2010*.
- Barron, J.M. y M. Staten. 2003. “The Value of Comprehensive Credit Reports: Lessons from the US Experience,” en Miller, M.J. (Ed.): *Credit Reporting Systems and the International Economy*. MIT Press, Boston.
- BID. 2005. *Unlocking Credit*. Banco Interamericano del Desarrollo 2005, Washington, EE.UU.
- BIS. 2011. “International Banking and Financial Market Developments”. *BIS Quarterly Review*. Diciembre.
- Bloomberg Businessweek. 2011. “China Bad Debt May Reach 60% of Bank Equity, Credit Suisse Says”. Octubre.
- Brown, M., Japelli, T. y M. Pagano. 2009. “Information Sharing and Credit: Firm-Level Evidence from Transition Countries”, *Journal of Financial Intermediation*, 18(2), pp. 151-172.
- c/ Congressional Budget Office (CBO). 2011. *The Budget and Economic Outlook: An Update*. Agosto.
- Cowan, K. y J. De Gregorio .2003. “Credit Information and Market Performance”, en Miller, M. (ed) *Credit Reporting Systems and the International Economy*, MIT Press.
- d/ Davis Polk. 2010. “Regulatory Implementation Slides”, Davis Polk & Wardwell LLP.
- De Grauwe, P. 2011 “The Governance of a Fragile Eurozone”, CEPS Working Document, No. 346.
- Djankov, S., C. McLiesh y A. Shleifer. 2007. “Private Credit in 129 Countries”. *Journal of Financial Economics*, 84(2), pp. 299–329.
- e/ Ellis, L. 2010. “The Housing Meltdown: Why Did It Happen in the United States?”, *International Real Estate Review, Asian Real Estate Society*, vol. 13(3), pp. 351-394.
- European Mortgage Federation (EMF). 2010. “Hypostat 2009. A review of Europe’s mortgage and housing markets”. Noviembre.
- f/ Feller Rate. 2007. “Sector Inmobiliario y Construcción Chileno: Desafíos y Perspectivas”.
- Ferreira, F y J. Gyourko. 2011. “Anatomy of the Beginning of the Housing Boom: U.S. Neighborhoods and Metropolitan Areas, 1993-2009”, *National Bureau of Economic Research Working Paper 17374*.

- FMI. 2011a. *World Economic Outlook*. Septiembre.
- FMI. 2011b. *Fiscal Monitor*. Septiembre.
- FMI. 2011c. *Global Financial Stability Report*. Septiembre.
- FMI. 2011d. “People’s Republic of China. Financial System Stability Assessment”, IMF, Reporte basado en el IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program (FSAP) para China tomado durante el período Junio-Diciembre 2010.
- FMI. 2011e. *Global Financial Stability Report*. Abril.
- FMI. 2011f. “Chile: Financial System Stability Assessment”, IMF Country Report, No. 11/261. Agosto.
- g/ Girouard, N., M. Kennedy, P. van den Noord y C. André. 2006. “Recent House Price Developments: the Role of Fundamentals”, OECD Economics Department Working Paper, No. 475.
- Glaeser, E., J. Gottlieb y J. Gyourko. 2010. “Can Cheap Credit Explain the Housing Boom?”, *National Bureau of Economic Research Working Papers* 16230.
- j/ Japelli, T. y M Pagano. 2002. “Information Sharing, Lending and Defaults: Cross-Country Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, 26(10), pp. 2017-2045.
- Jara, A, L. Luna y D. Oda. 2007. “Pruebas de tensión de la banca en Chile”, *Informe de Estabilidad Financiera*, Segundo Semestre 2007. Banco Central de Chile.
- k/ Kallberg, J.G. y G.F. Udell. 2003. “The Value of Private Sector Business Credit information Sharing: The US Case”, *Journal of Banking and Finance*, 27(3), pp. 449-469.
- Kern, S. 2010. “US financial market reform: The economics of the Dodd-Frank Act”, Deutsche Bank Research.
- m/ Matus J., D. Oda y N. Silva. 2009. “Caracterización de las Colocaciones Bancarias en Chile”. Estudios Económicos Estadísticos, N° 73. Banco Central de Chile. Marzo.
- Mendoza, E. y M. Terrones. 2008. “An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data”, IMF Working paper 08/226.
- o/ OCDE. 2011a. *Economic Outlook*. Noviembre.
- OCDE. 2011b. “Mejores políticas para el desarrollo: perspectivas OCDE sobre Chile”, OECD Publishing.
- Opazo y Ulloa. 2008. “Dinámica del Spread on Shore en Chile”. *Informe de Estabilidad Financiera*, Segundo Semestre 2008. Banco Central de Chile. Diciembre.
- p/ Padilla, A.J. y M. Pagano. 1997. “Endogenous Communication among Lenders and Entrepreneurial Incentives”, *The Review of Financial Studies*, 10 (1), pp. 205-236.
- Pagano, M., y M. Jappelli. 1993. “Information Sharing in Credit Markets”, *Journal of Finance*, 43(5), pp. 1693- 1718.
- Parrado, E., P. Cox y M. Fuenzalida. 2009. “Evolución de los precios de viviendas en Chile”, *Revista de Economía Chilena*, 12(1), pp. 51-68. Abril.
- Pérez, J. 2010. “Una caracterización de las empresas privadas no financieras de Chile”. Estudios Económicos Estadísticos, N° 83. Banco Central de Chile. Diciembre.
- r/ Reinhart, C. y K. Rogoff. 2009. “This Time is Different, Eight Centuries of Financial Folly”. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- s/ Sagner, A. 2009. “Determinantes del precio de viviendas en Chile”, Documento de Trabajo 549, Banco Central de Chile.
- Shiller, R. 2008. “The Subprime Solution: How Today’s Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It”. Princeton: Princeton University Press.
- t/ The Economist. 2011. “China’s economy. Hitting the kerb”. Octubre.
- v/ Vio, C. 2011. “Índice de Precio de Vivienda: Resultados Preliminares”. Mimeo, Banco Central de Chile.
- w/ World Economic Forum. 2011. “*The Global Competitiveness Report 2011-2012*”.

Glosario

ABE: Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority*), organismo establecido por el Parlamento Europeo el 24 de Noviembre de 2010, previamente conocido como el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS). Este organismo surge ante la necesidad de monitorear, evaluar y asesorar el comportamiento de los sistemas bancarios europeos.

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.

Banca de tesorería: Bancos con énfasis en la inversión de instrumentos financieros derivados y no derivados y que no poseen colocaciones.

Banca retail: Bancos focalizados en el otorgamiento de préstamos de consumo.

Basilea II: Es el segundo de los acuerdos publicados 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.

Basilea III: Es un conjunto de nuevos requerimientos de capital y liquidez para la industria bancaria, desarrollado por el *BIS*, y que busca fortalecer sustancialmente el marco de capital de Basilea II. Entre sus objetivos están: elevar la calidad, consistencia y transparencia de la base de capital, fortalecer la cobertura de riesgos, introducir restricciones de apalancamiento, promover un marco de capital contracíclico e introducir un estándar de liquidez global. Estos requerimientos serán implementados de manera gradual hasta el año 2019.

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.

Cajas de Ahorro: Entidades de crédito españolas, constituidas como sociedades limitadas de carácter fundacional (en vez de ser sociedades anónimas como los bancos), motivo por el que deben destinar, por ejemplo, una parte de sus dividendos a fines sociales o tener representación gubernamental en su interior, aunque sin dejar de ser privadas.

Capital básico: Capital pagado más reservas de los bancos y las utilidades del ejercicio, netas de la provisión asociada al reparto de dividendos.

Capital pagado: Corresponde al importe de las acciones suscritas por los accionistas, y que han sido pagadas en dinero, o por la capitalización de reservas o de utilidades repartibles entre los accionistas.

Capital suplementario: Corresponde a la parte del patrimonio efectivo de los bancos que excede el capital básico. Incluye bonos subordinados, hasta un 50% del capital básico, y provisiones generales constituidas hasta un 1,25% de los activos ponderados por riesgo.

Cartera deteriorada: Créditos de deudores sobre los cuales se tiene evidencia de que no cumplirán con alguna de sus obligaciones en las condiciones de pago en que se encuentran pactadas, con prescindencia de la posibilidad de recuperar lo adeudado recurriendo a las garantías, mediante el ejercicio de acciones de cobranza judicial o pactando condiciones distintas. En cualquier caso, constituye suficiente evidencia de deterioro el hecho de que un crédito presente una morosidad igual o superior a 90 días.

Cartera vencida: Colocaciones bancarias o fracción de estas con una morosidad de hasta 90 días desde la fecha de vencimiento. En los créditos con cuotas se considera solo la cuota vencida, pero puede traspasarse la totalidad del crédito en la medida en que se hagan efectivas las cláusulas de aceleración.

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 flujo operacional sobre gastos financieros.

Comisión Clasificadora de Riesgo: Entidad con personalidad jurídica y patrimonio propio con funciones y atribuciones establecidas en el artículo 99 del D.L. N°3.500, entre ellas se incluye la autorización para que los fondos de pensiones inviertan en acciones emitidas por empresas extranjeras que se encuentran inscritas y se transen en determinadas bolsas de valores.

Créditos sindicados: Financiamiento que otorga un grupo de bancos o instituciones financieras, bajo un mismo contrato de crédito, con el fin de diversificar riesgos cuando el crédito concedido es de gran cuantía.

Descalce cambiario: Diferencia entre pasivos y activos en moneda extranjera, menos posición neta en derivados (diferencia entre compra y venta de contratos derivados). También se calcula un indicador alternativo correspondiente a la diferencia entre la deuda externa y la posición neta en derivados, escalado por exportaciones menos importaciones.

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).

Divisiones de consumo: Unidades bancarias dirigidas a un determinado segmento o grupo de clientes del banco matriz, generalmente de menores ingresos. Varias de estas divisiones son herederas de las antiguas sociedades financieras.

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 Deuda financiera/(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.
- FLAP:** Facilidad de Liquidez a Plazo. Financiamiento entregado por el Banco Central de Chile a las entidades bancarias, a plazos de 90 y 180 días, a una tasa fija por todo el periodo de la operación. Los colaterales de estas operaciones son los habitualmente requeridos para operaciones de un día.
- 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.
- Flujo operacional:** Corresponde a los movimientos de caja que incluyen todas las transacciones y eventos que no están definidas como de inversión o financiamiento, principalmente las relacionadas con el giro de la entidad, es decir, la producción y suministro de bienes y servicios durante un periodo determinado.
- Fondo Mutuo Tipo I:** Fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, con duración menor o igual a 90 días.
- 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.
- 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.
- FSAP:** *Financial Stability Assessment Program*. Iniciativa conjunta del FMI y del Banco Mundial, mediante la cual expertos de estas instituciones evalúan de manera exhaustiva los sistemas financieros de los países que voluntariamente deseen participar en ella; señalando fortalezas y debilidades, y sugiriendo medidas para reducir vulnerabilidades y mejorar la intermediación financiera.
- FSB:** *Financial Stability Board*. Foro internacional formado al alero del G20 y que reúne a autoridades financieras nacionales y organismos internacionales. Su objetivo es coordinar el trabajo de sus miembros en el desarrollo y promoción de regulación y supervisión efectivas, así como otras políticas financieras.
- ETF:** *Exchange Traded Funds*. Vehículo de inversión que posee una estructura híbrida, pues es un fondo mutuo abierto que invierte en instrumentos financieros, a la vez que se cotizan y comercializan en bolsa de valores al igual que las acciones, lo que permite cotizar su valor durante el día.
- 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.
- Goodwill:** Es el valor que se le reconoce a una empresa, por sobre el valor de mercado de sus activos.
- G7:** Corresponde al grupo económico y político conformado por las siete economías avanzadas de mayor tamaño. Estas son: Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Reino Unido.
- G20:** Foro internacional de cooperación y consultas entre países desarrollados y economías emergentes, en temas relacionados con la estabilidad económica global. Entre sus miembros se encuentran los siete países más industrializados del mundo, Rusia, la Unión Europea, y un conjunto de otras economías, tales como Brasil, India, China y Sudáfrica, entre otros.
- Herfindhal:** Es un índice de concentración, que se mide a través de la suma de los cuadrados de las participaciones de mercado de cada uno de los integrantes de la industria.
- 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.
- 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.
- Leasing:** Contrato mediante el cual una persona (arrendador), natural o jurídica, traspasa a otra (arrendataria), el derecho a usar un bien físico a cambio de alguna compensación, generalmente un pago periódico y por un tiempo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien, devolverlo o renovar el contrato.
- 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.
- M1:** Considera circulante más depósitos en cuentas corrientes netos de canje del sector privado no financiero más depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes y depósitos de ahorro a la vista.
- M2:** Considera M1 más depósitos a plazo, depósitos de ahorro a plazo, cuotas de fondos mutuos con inversiones en instrumentos de deuda con duración de hasta un año y captaciones de cooperativas de ahorro y crédito, menos los depósitos a plazo de los fondos mutuos mencionados y de las cooperativas de ahorro y crédito.
- Margen de intermediación:** Diferencia entre intereses y reajustes ganados y pagados de los bancos, medidos en relación a los activos totales.
- Margen de intereses:** Diferencia entre intereses ganados y pagados de los bancos, medidos en relación a los activos totales.
- Margen de reajustes:** Diferencia entre reajustes ganados y pagados, medidos en relación a los activos totales.
- MKIII:** Ley N° 20.448, publicada el 13 de agosto de 2010 para otorgar mayor liquidez y profundidad al mercado de capitales, ampliar el mercado financiero, introducir elementos de competencia al mercado crediticio y facilitar la integración financiera del mercado de capitales.

- 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.
- MSCI:** Sigla para *Morgan Stanley Capital International*, compañía proveedora de índices accionarios, bonos y hedge funds. Los índices MSCI son utilizados como índices de referencia ya que permiten comparar el valor de las compañías o índices bursátiles para distintas economías, debido a que se calculan con una misma metodología.
- Over-the-counter (OTC):** Corresponde a una expresión utilizada para describir transacciones de productos financieros efectuadas directamente entre contrapartes, fuera de bolsas de valores organizadas.
- PIIN:** Posición de inversión internacional neta. Diferencia entre el stock de activos y pasivos externos de la economía.
- Premio CEMBI Broad:** Mide el diferencial del retorno de los bonos corporativos en dólares emitidos por un conjunto de países emergentes en los mercados internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.
- Premio CEMBI Chile:** Mide el diferencial del retorno de los bonos corporativos en dólares emitidos por empresas chilenas en los mercados internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.
- 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.
- Provisiones adicionales:** Provisiones de la banca, constituidas por sobre las exigidas, y que se no se imputan a ninguna cartera de crédito en particular.
- Provisiones contracíclicas:** Son aquellas que se constituyen cuando el escenario macroeconómico es favorable y se liberan cuando las condiciones del entorno se deterioran, favoreciendo de esta manera una evolución más estable de las provisiones a lo largo de un ciclo.
- 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%).
- Razón de fondeo de corto plazo:** Fracción de los activos ilíquidos que es financiada con pasivos de corto plazo. Se mide a través del cociente entre los pasivos a 30 días netos de activos líquidos y los activos ilíquidos.
- Razón de fondeo volátil:** Fracción de los activos ilíquidos que es financiada con pasivos volátiles. Se mide a través del cociente entre los pasivos volátiles netos de activos líquidos y los activos ilíquidos.
- RCI:** Razón de carga financiera a 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 de deuda a ingreso disponible. Mide la deuda que mantienen los hogares con distintas entidades financieras y no financieras como porcentaje de su ingreso disponible.
- ROA:** Rentabilidad de los activos, medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y los activos totales.
- ROE:** Rentabilidad del patrimonio, medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y el patrimonio más interés minoritario.
- 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.
- Shadow inventory:** Inventario de viviendas que ya han sido adjudicadas por los bancos pero que todavía no han sido enumeradas como parte del stock de casas a la venta, hipotecas con patrimonio negativo y las que tienen más de 60 días en mora y que pronto serán adjudicadas por los bancos.
- 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-à-vis* el mercado internacional.
- SPV: Special Purpose Vehicle.** Es una entidad subsidiaria, cuyas operaciones están limitadas a la adquisición y financiamiento de activos específicos. Cuenta con una estructura de activos y pasivos y un estatus legal que asegura el cumplimiento de sus obligaciones incluso si la compañía matriz va a la quiebra.
- 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 nacional e intereses fijos en una moneda, por el nacional 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 nacionales 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 *on-shore* en dólares: Corresponde a la estimación de la tasa externa relevante para el mercado cambiario nacional, la cual deriva de la paridad cubierta de tasas de interés.

Trading: Resultados netos correspondientes a operaciones financieras y resultados de cambio.

VDAX: Índice de volatilidad calculado a partir de la volatilidad implícita de las opciones a 30 días sobre el índice DAX (índice accionario Alemán).

VIX: *Volatility Index* calculado por el *Chicago Board of Trade*, es el índice más utilizado para medir la volatilidad general de los mercados a nivel internacional. Mide la volatilidad implícita que se está negociando en las opciones sobre el índice S&P 500.

Abreviaciones

Achef: Asociación Chilena de Empresas de *Factoring*.

BCE: Banco Central Europeo.

BIS: *Bank for International Settlements*.

CEMBI: *Corporate Emerging Market Bond Index*.

CDS: *Credit Default Swap*.

DCV: Depósito Central de Valores.

EE.UU.: Estados Unidos de Norteamérica.

EMBI: *Emerging Market Bond Index*.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones.

ISDA: *International Swaps and Derivatives Association*.

Libor: *London Inter-Bank Offered Rate*.

OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico

PDBC: Pagarés Descontables en pesos del Banco Central

PIB: Producto Interno Bruto.

Pymes: Pequeñas y medianas empresas.

SII: Servicio de Impuestos Internos.

SP: Superintendencia de Pensiones.

SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

SuSeSo: Superintendencia de Seguridad Social.

SVS: Superintendencia de Valores y Seguros.

UE: Unión Europea.

UF: Unidad de Fomento.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

II.1: Deuda externa bruta, indicadores de solvencia y liquidez externa	23
IV.1: Fuentes de financiamiento	29
IV.2: Indicadores financieros de empresas privadas no financieras	32
IV.3: Deuda de los hogares	33
IV.4: Indicadores financieros del sector construcción y obras de ingeniería	38
V.1: Indicadores de actividad, rentabilidad y solvencia	41
V.2: Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad	47
VI.1: Montos liquidados y procesados a través de sistemas de pagos de alto valor	49
VI.2: Principales medios de pago de bajo valor	50
VI.3: Listado de documentos revisados	56

Gráficos

I.1: Aversión al riesgo	11
I.2: Recapitalización requerida de la banca europea	11
I.3: Deuda pública de España e Italia	12
I.4: Necesidades de financiamiento soberano en economías europeas	12
I.5: Primas por riesgo en economías de Europa	13
I.6: Exposición de la banca europea a deuda soberana	13
I.7: Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses	13
I.8: Expectativas de crecimiento del PIB	14
I.9: Variación y nivel del riesgo soberano en economías emergentes	14
I.10: Fuentes de financiamiento de la banca europea	17
I.11: Principales operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema	17

II.1:	Flujos de capitales en Chile	21
II.2:	Entrada bruta de capitales financieros hacia Chile	21
II.3:	Costo de financiamiento y flujos brutos de renta fija en Chile	22
II.4:	Costo de financiamiento y flujos brutos de renta fija en economías emergentes	22
II.5:	Costo del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes	23
II.6:	Composición de los créditos bancarios externos	23
II.7:	Posición de inversión internacional neta de Chile	23
II.8:	Disponibilidad de liquidez financiera externa de Chile	24
III.1:	Presiones de liquidez en el mercado monetario en pesos	25
III.2:	Tasas <i>prime</i> y tasas <i>swap</i> promedio cámara	25
III.3:	Presiones de liquidez en mercados monetarios en dólares a 360 días	26
III.4:	Aversión al riesgo y <i>spreads</i> de bonos de largo plazo	26
III.5:	Traspaso neto de afiliados entre fondos de una misma administradora	26
III.6:	Volatilidad en mercados financieros	27
III.7:	Mapa de indicadores de tensión en el mercado financiero local	28
IV.1:	Deuda total de empresas no financieras	29
IV.2:	Deuda bancaria sectorial	29
IV.3:	Indicadores financieros del sector corporativo	30
IV.4:	Descalce cambiario de pymes	30
IV.5:	Índice de cartera vencida comercial	31
IV.6:	Morosidad por tamaño de deuda	31
IV.7:	Rentabilidad sobre el patrimonio de grandes empresas	31
IV.8:	Rentabilidad sobre el patrimonio de pymes	32
IV.9:	Endeudamiento de los hogares	32
IV.10:	Carga financiera de largo plazo de los hogares	33
IV.11:	Endeudamiento de los hogares con casas comerciales	33
IV.12:	Deuda de consumo bancaria de los hogares	33
IV.13:	Índice de cartera vencida de la deuda de consumo bancaria	34
IV.14:	Índice de cartera vencida de deuda hipotecaria bancaria	34
IV.15:	Razón entre crédito y valor de la vivienda	37
IV.16:	Índice de precio real de vivienda	37
IV.17:	Precio real de viviendas respecto al ingreso disponible	37
IV.18:	Producción y venta de viviendas nuevas en la región metropolitana	39
V.1:	Balance en moneda extranjera de la banca	42
V.2:	Activos líquidos por moneda	42
V.3:	Activos líquidos de la banca	42

V.4: Descalce de la banca a 30 días	43
V.5: Fuentes de financiamiento de la banca	43
V.6: Depósitos de empresas y personas	44
V.7: Razón de fondeo volátil	44
V.8: Razón de fondeo de corto plazo	44
V.9: Distribución sectorial de las colocaciones efectivas a empresas	45
V.10: Índice Herfindhal sectorial normalizado de multibancos	45
V.11: Créditos a empresas otorgados por multibancos	45
V.12: Crecimiento de las colocaciones de consumo	46
V.13: <i>Spreads</i> de productos de consumo	46
V.14: Deuda externa de la banca por región	46
V.15: Rentabilidad del capital proyectada en distintos escenarios	47
V.16: Índice de adecuación de capital proyectado en distintos escenarios	47
VI.1: Liquidez en el sistema LBTR	49
VI.2: Medios de pago minoristas	50
VI.3: Montos liquidados en CCLV por tipo de instrumento	50
VI.4: Realización del 50% de las operaciones de LBTR	51
VI.5: Participación en transacciones del LBTR	51
VI.6: Pagos con tarjetas de crédito no bancarias	51
VI.7: Pagos con tarjetas de crédito no bancarias a comercios no relacionados con el emisor	52
VI.8: Pagos con tarjetas de crédito no bancarias y capital del emisor durante el 2010	52

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Diciembre 2011

ISSN 0718-0977

Registro de propiedad intelectual N° 141.570

Edición de 1.400 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Impresión: Maval Impresores.

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N° 17.336 sobre Propiedad Intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE