

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2015



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2015



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS	9
II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES	15
III. USUARIOS DE CRÉDITO	21
IV. SISTEMA BANCARIO	32
V. REGULACIÓN FINANCIERA	40
RECUADROS	
LIQUIDEZ GLOBAL: DESARROLLOS Y RIESGOS	13
INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN CHILE	19
ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE PAGO DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS EN CHILE	28
ESTABILIDAD DEL FINANCIAMIENTO DE LA BANCA	34
INNOVACIONES EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL Y SU SITUACIÓN A NIVEL LOCAL	41
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	43
GLOSARIO	45
ABREVIACIONES	49

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 (IEF) 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 IEF 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

La política monetaria de los países desarrollados continúa siendo expansiva, manteniendo en niveles bajos las tasas de interés de largo plazo e incentivando la mayor toma de riesgo. En los últimos meses, el BCE amplió su plan de compra de activos y otros bancos centrales recortaron sus tasas de instancia. Ello presionó a la baja las tasas largas soberanas, aunque en lo más reciente han presentado alguna reversión. Esto, y premios por riesgo que siguen acotados, han propiciado la mayor emisión de deuda, principalmente de corporativos. Las apuestas sobre cuándo la Fed materializará su primera alza de tasa se han trasladado hacia fines del 2015, pero persiste la incertidumbre sobre el momento preciso y principalmente sobre la velocidad del proceso de aumento. Así, se mantiene un ambiente de bajo costo de financiamiento, en el cual es posible que se estén incubando riesgos que podrían aflorar ante la normalización de la situación financiera global.

Las expectativas de crecimiento mundial para el 2015 no tienen grandes cambios en el agregado, aunque el panorama para las economías emergentes ha seguido deteriorándose. Si bien los precios de las materias primas, en particular del petróleo, han aumentado en lo más reciente, sus niveles son menores que en años previos, afectando a los países que son exportadores netos. Las perspectivas de crecimiento de China, Rusia, y particularmente América Latina, se deterioran motivadas también en elementos idiosincráticos. Además del canal real, vínculos comerciales e inversiones directas de empresas chilenas, no pueden descartarse eventos de contagio financiero en precios de activos como el tipo de cambio y el EMBI.

En el ámbito local, se mantiene la nota de cautela de IEF previos, respecto de la situación del sector corporativo. Su endeudamiento, medido sobre PIB, alcanzó 114%, al cierre del 2014. El incremento provino principalmente del aumento de la deuda externa y la depreciación del peso. Los indicadores de fortaleza financiera de las firmas que reportan a la SVS siguen en niveles similares a los reportados en IEF anteriores, pero inferiores a los promedios históricos. Ello da cuenta de una menor resiliencia del sector ante la posibilidad de un entorno macroeconómico menos favorable. Finalmente, también se deterioran algunos indicadores de no pago bancarios, con un impacto que ha variado entre bancos, dándose uno mayor en la banca mediana.

En el mercado inmobiliario residencial, la actividad se mantiene dinámica con precios que continúan creciendo. En oficinas, la tasa de vacancia sigue aumentando. La moderación de los costos de producción y un adelantamiento de compras previo a la entrada en vigencia de la reforma tributaria, podrían estar detrás de la sostenida dinámica de la actividad en el



sector residencial; en tanto los indicadores de precios siguen creciendo, aunque se observan algunas moderaciones en zonas específicas y tipos de viviendas. En el sector de oficinas, los mayores ingresos de nuevos metros cuadrados no se vieron compensados por un aumento equivalente en la demanda, generando un incremento relevante de la tasa de vacancia. Estos niveles podrían mantenerse por un período prolongado, debido a la propia inercia de este mercado y la incorporación de nuevos proyectos.

Los indicadores agregados del sector hogares siguen relativamente estables, pero con algunos de ellos algo más deteriorados en el margen. La deuda sobre ingreso disponible subió en el 2014, mientras que la carga financiera siguió en torno a 14% del ingreso, por los bajos niveles de las tasas de interés. No se aprecian cambios en los indicadores de no pago bancarios, mientras que para oferentes no bancarios se observa un nuevo incremento. Este último fenómeno se explica en parte por ajustes normativos, aunque no se puede descartar un deterioro de la cartera.

El crédito comercial y de consumo exhibe tasas de crecimiento acotadas, no así el hipotecario que sigue dinámico. El comportamiento de la cartera comercial y de consumo está en línea con la menor expansión del gasto privado. Factores de demanda podrían estar detrás de estas dinámicas, tal como lo sugiere la Encuesta de Crédito Bancario. La expansión del crédito hipotecario se explica en gran parte por el incremento de la deuda promedio, lo que es coherente con la dinámica de los precios de las viviendas.

Los indicadores financieros de la banca se mantienen estables y los ejercicios de tensión dan cuenta que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo. Los ingresos operacionales siguen siendo el principal aporte a la rentabilidad de la banca, la que bajó respecto de fines del 2014, a 16% del capital en marzo. Esto, por la reversión del impacto transitorio de la inflación en el margen de reajustes y una reducción en el margen de intereses. Las emisiones de bonos por parte de la banca contribuyen a la diversificación de las fuentes de financiamiento, pero la banca mediana mantiene una alta dependencia a fuentes mayoristas. Finalmente, los niveles de capitalización permiten absorber la materialización de un escenario de estrés severo de características similares al evaluado en el IEF anterior.

En síntesis, el escenario interno y externo se mantiene respecto del IEF previo, aunque la permanencia de condiciones globales de financiamiento muy favorables puede incubar vulnerabilidades que se manifiesten ante una normalización de tales condiciones. Ello tendría un impacto significativo en los mercados financieros globales, en particular en las economías emergentes, cuyas perspectivas de crecimiento se han venido deteriorando. En este contexto, el aumento del endeudamiento de los usuarios de crédito locales (empresas y hogares) se traduce en su menor resiliencia ante eventos de estrés financiero, o ante un deterioro del entorno macroeconómico. Chile mantiene una situación de solvencia y liquidez externa adecuada para enfrentar escenarios de estrés financiero internacional. Sin embargo, esta no lo aísla de tales desarrollos y sus efectos.

I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

Los mercados financieros internacionales siguen con atención las novedades respecto del proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. El momento y la velocidad con que ello ocurra podrían ocasionar episodios de marcada volatilidad y reacomodo de portafolios. La Eurozona, en cambio, implementó un programa de alivio cuantitativo. Todo ello ha mantenido las tasas de interés de largo plazo y primas por riesgo en niveles reducidos, lo cual sigue propiciando la búsqueda de mayores retornos. Esto, en circunstancias en que los países emergentes prosiguen desacelerándose.

EVOLUCIÓN DEL ESCENARIO BASE

La política monetaria de los países desarrollados continúa expansiva. Más allá del aumento reciente, las tasas de interés de largo plazo siguen en niveles bajos.

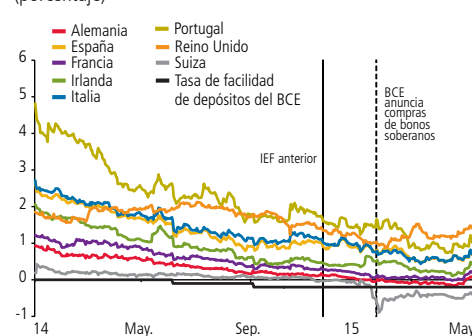
En el agregado, la provisión de liquidez oficial en las principales economías desarrolladas no muestra grandes cambios. Esto debido a que si bien la Reserva Federal (Fed) finalizó su programa de relajamiento cuantitativo hacia fines del 2014, el Banco Central Europeo (BCE) anunció el 22 de enero de este año la ampliación de las compras de activos, incluyendo bonos soberanos de la Eurozona^{1/}. Estas se iniciaron el 9 de marzo por un monto de 60 mil millones de euros mensuales y se extenderán hasta septiembre del 2016 o antes, si la inflación retorna a niveles cercanos a 2% anual.

Asimismo, después de que en la última parte del 2014 el BCE anunciara una política monetaria convencional aún más expansiva, los bancos centrales de Noruega, Suiza y Suecia también recortaron sus tasas, todo lo cual tuvo repercusiones en los rendimientos de los bonos soberanos a plazos medianos (5 a 7 años) que incluso bajaron a niveles negativos en algunas economías. En lo más reciente, esta tendencia se ha revertido en parte, alcanzando valores cercanos a los del cierre del 2014 (gráfico I.1). Las menores tasas, en conjunto con la depreciación del euro respecto del dólar y los menores costos de cobertura cambiaria, han incentivado a empresas estadounidenses a emitir en euros (gráfico I.2).

Por su lado, el momento esperado para el primer aumento de tasas por parte de la Fed ha tenido cambios importantes a lo largo de los últimos meses (gráfico I.3). Nueva información sobre el mercado laboral y el desempeño de la economía, así como la propia comunicación de la Fed, han provocado movimientos importantes en los mercados financieros internacionales. Al cierre de este IEF, el consenso

GRÁFICO I.1

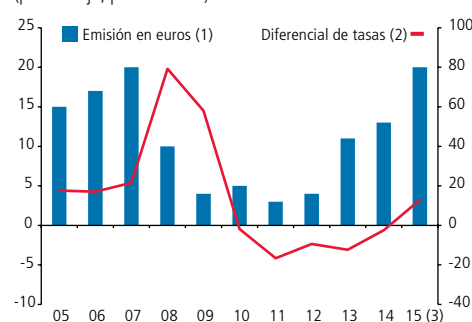
Rendimiento de bonos soberanos a 5 años y tasa de depósitos del BCE (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2

Emisión de bonos de firmas estadounidenses en euros y diferencial de tasas (porcentaje; puntos base)



(1) Corresponde a la participación en el total de emisiones corporativas. Aproximación en base a *Office of Financial Research* (OFR, 2015).

(2) Diferencia entre tasas en dólares y euros de bonos corporativos con clasificación de riesgo AAA expresadas en *Asset Swap Spread* (ASW) y el *basis swap* de 5 años entre dichas monedas.

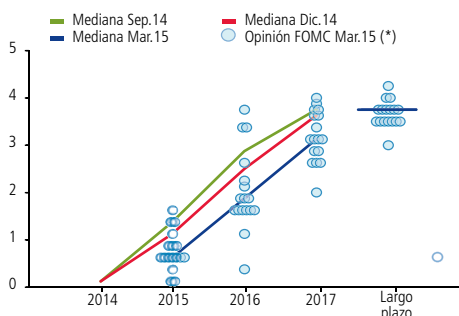
(3) Datos acumulados a marzo del 2015.

Fuentes: Bloomberg y OFR.

^{1/} Excluye bonos de Grecia, Chipre y Estonia.

**GRÁFICO I.3**

Tasa de referencia esperada de EE.UU. al final de cada año
(porcentaje)

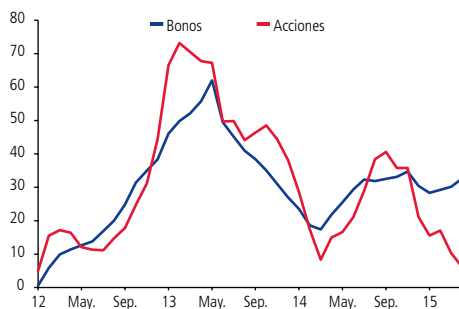


(*) Los círculos indican el valor (redondeado al 1/8 punto porcentual más cercano) de la opinión individual de los participantes del FOMC acerca de cuál sería el punto medio del rango apropiado para la tasa de referencia de EE.UU., o bien la tasa meta apropiada, al final de cada año y a largo plazo.

Fuente: Federal Reserve System.

GRÁFICO I.4

Flujos de portafolio a economías emergentes (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Muestra de flujos de portafolio de fondos de inversión hacia Europa emergente, Asia emergente y América Latina, acumulados desde enero del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Emerging Portfolio Fund Research.

de mercado y la minuta más reciente de la Fed anticipan que la primera alza se materializaría durante el último trimestre del 2015. Con todo, persiste la incertidumbre respecto del momento y de la velocidad del proceso.

El bajo nivel de tasas globales ha continuado propiciando la búsqueda de mayores retornos, en un ambiente que se mantiene con primas por riesgo acotadas aunque con eventos de alza de la volatilidad más frecuentes.

El apetito por riesgo de los inversionistas se ha mantenido. En lo que va del 2015, se han emitido sobre US\$220 mil millones en bonos high yield en EE.UU. y en Europa. Los flujos de capitales hacia instrumentos de renta fija de economías emergentes se mantienen estables, no así los de renta variable que descendieron desde el cierre del IEF anterior (gráfico I.4). Esto en un contexto de menor actividad de agentes proveedores de liquidez en los mercados secundarios de renta fija (bancos de inversión), lo que podría explicarse, en parte, por cambios regulatorios. Esto se ha levantado como una preocupación a nivel internacional en relación con su impacto en la liquidez de mercado (Recuadro I.1).

Las medidas de volatilidad para instrumentos de portafolio y monedas aumentaron marginalmente si se compara el cierre estadístico del IEF actual con el del anterior, manteniéndose en torno o por debajo de los promedios de los últimos cinco años (gráfico I.5). No obstante, en el intertanto se verificó una mayor frecuencia de cambios abruptos de estos indicadores que, si bien presentan corta duración, dejan en evidencia una mayor sensibilidad de los mercados financieros externos. La mayoría de estos sucesos reflejan la reacción de los agentes ante la publicación de noticias. Ello es especialmente notorio para los datos relativos a EE.UU., dado su impacto sobre las expectativas en torno al proceso de ajuste de tasas de la Fed. La bolsa, que se encuentra en valores históricamente altos, también ha reaccionado a este tipo de anuncios.

Las expectativas de crecimiento mundial no muestran grandes cambios en el agregado, aunque persiste el deterioro en las perspectivas para las economías emergentes.

Para las economías desarrolladas, las proyecciones de crecimiento en el 2015 indican un desempeño mejor al del 2014. Si bien los datos del primer trimestre han reducido las perspectivas para EE.UU., estas apuntan a un crecimiento para este año algo mayor al del 2014. Se agrega el afianzamiento de perspectivas más positivas en la Eurozona. El mundo emergente, en cambio, muestra un panorama menos favorable, tanto por factores idiosincráticos como globales. De estos últimos siguen resaltando los precios de materias primas, que pese a que han aumentado en lo más reciente siguen por debajo de los niveles observados en años previos. Ello ha sido un factor crucial para aquellos países que son exportadores netos de estos productos.

Dentro de los países emergentes cuyos factores idiosincráticos han jugado un rol relevante en sus menores perspectivas de crecimiento, se encuentran China, Rusia y Brasil. En China la desaceleración de la actividad, sumado al todavía elevado endeudamiento privado, llevó al Banco Central a tomar varias medidas,

como la reducción de la tasa de interés de política monetaria y la disminución de las reservas requeridas a los bancos, con el fin de proporcionar una mayor liquidez al mercado. En Rusia, los conflictos geopolíticos y el menor precio del petróleo son los principales factores detrás del deterioro. Por último, en Brasil, a la desaceleración que ya se venía observando en trimestres previos se sumó la sequía, los conflictos por corrupción en una compañía productora de petróleo y las medidas de ajuste monetario y fiscal.

SITUACIÓN EXTERNA DE CHILE

La entrada bruta de capitales permaneció en niveles similares a los del IEF anterior, al igual que los indicadores de solvencia y liquidez externa.

Al primer trimestre del 2015, la entrada bruta de capitales a Chile se mantuvo cercana a 12% del PIB (gráfico I.6). Por un lado, la Inversión Extranjera Directa (IED) aumentó a 8,4% del PIB (7,9% en el tercer cuarto del 2014), explicada en lo más reciente por un mayor dinamismo en la deuda entre partes relacionadas. Los flujos hacia instrumentos de portafolio renta fija continuaron subiendo, debido a que las emisiones corporativas siguieron activas, en cambio la renta variable se contrajo hasta 0,6% del PIB.

En el mismo período, se registró un aumento de la deuda externa total, principalmente por un mayor endeudamiento corporativo tanto de bonos como de deuda entre partes relacionadas (Capítulo III). La deuda externa de corto plazo residual (DECPR) también subió hasta 14,7% del PIB. Con todo, el país cuenta con recursos adecuados para hacer frente a necesidades de liquidez de corto plazo. El ratio de reservas internacionales a DECPR permanece en torno a 1, incluso en medidas más exigentes que incluyen la cobertura del déficit de cuenta corriente. Si además se considera el monto acumulado en fondos soberanos, el ratio de cobertura es de 1,4 en la medida más exigente (gráfico I.7).

La posición deudora de inversión internacional neta (PIIN) empeoró levemente respecto de los últimos trimestres, llegando a 14,3% del PIB al primer trimestre del 2015. Ello se explica por una mayor posición deudora del sector corporativo, sumado a una posición acreedora menos favorable del Gobierno y el Banco Central. La menor posición deudora del sector bancario compensa parcialmente (gráfico I.8).

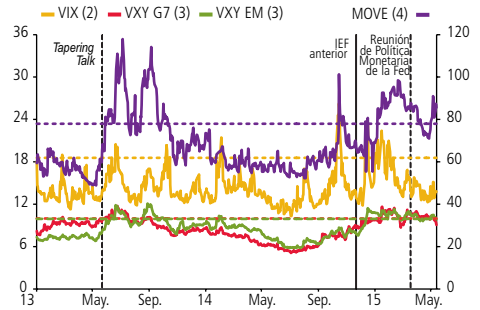
PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La persistencia de la elevada liquidez global y la baja volatilidad podrían favorecer la toma excesiva de riesgos por parte de los agentes, exacerbando el impacto en caso de correcciones bruscas en los mercados externos.

El programa de relajamiento cuantitativo del BCE y la prevalencia de una política monetaria más laxa, principalmente en el mundo desarrollado, han mantenido los costos de financiamiento en niveles relativamente bajos en una

GRÁFICO I.5

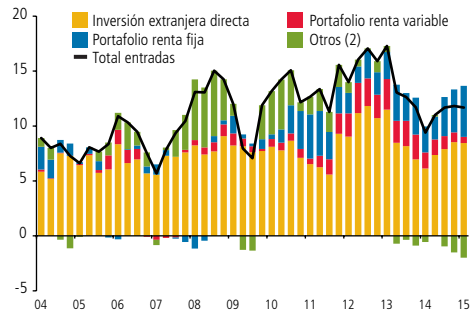
Volatilidad de mercados financieros (1)
(porcentaje; índice)



- (1) Las líneas punteadas corresponden a los promedios de las series respectivas entre el 2010 y 2014.
(2) VIX: volatilidad implícita en opciones de S&P 500 a un mes.
(3) VXY: índice de volatilidad de monedas en base a valores de opciones de forward de tipo de cambio ponderados por turnover.
(4) MOVE: índice de volatilidad implícita de los bonos del tesoro estadounidense a un mes, ponderados por sus opciones a 2, 5, 10 y 30 años.
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.6

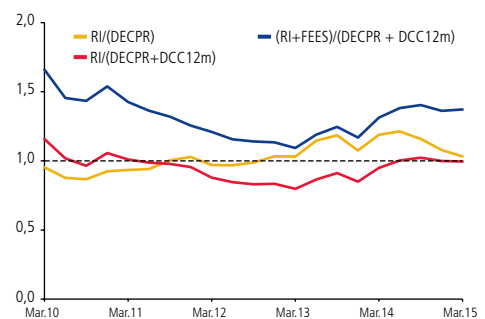
Entradas brutas de capital hacia Chile (1)
(porcentaje del PIB)



- (1) Flujo acumulado anual, no incluye derivados.
(2) Incluye préstamos, créditos comerciales, monedas y depósitos.
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.7

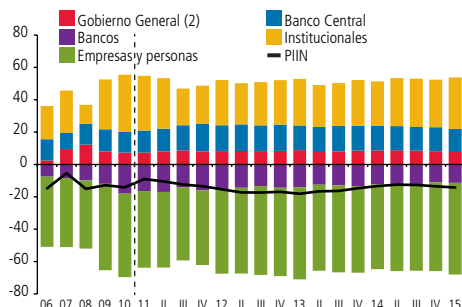
Cobertura de compromisos de corto plazo (*)
(veces)



- (*) RI: reservas internacionales. DECPR: deuda externa de corto plazo residual. DCC: déficit de cuenta corriente. FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social.
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO I.8**

Posición de Inversión Internacional Neta
(porcentaje del PIB) (1)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base marzo 2015=100). Línea punteada separa datos anuales de trimestrales.

(2) Gobierno Central y municipalidades.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.9

Tasa de interés de bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años plazo
(porcentaje)

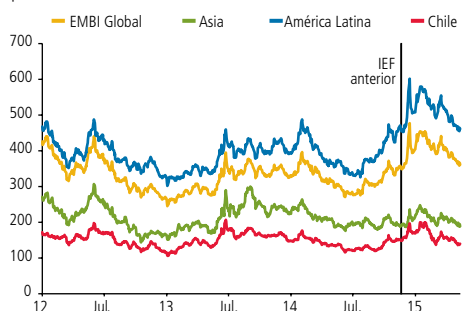


(*) Estimada por la Reserva Federal de Nueva York según modelo propuesto en Adrian et al. (2013a).

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de Nueva York.

GRÁFICO I.10

Spread de bonos soberanos emitidos en el exterior (*)
(puntos base)



(*) Valores de EMBI a finales de cada mes.

Fuente: Bloomberg.

perspectiva histórica, más allá de las alzas de las tasas de interés de largo plazo hacia el cierre de este IEF. Este reciente aumento se debió, principalmente, a la descompresión de los premios por plazo (gráfico I.9). Por su parte, las primas por riesgo permanecen en niveles acotados. De mantenerse este conjunto de factores podría aumentar tanto el endeudamiento soberano como la emisión corporativa de mayor riesgo crediticio. Estos elementos podrían elevar el impacto financiero de un proceso de normalización de la política monetaria de EE.UU., en caso que este difiera de lo esperado por el mercado.

Entre los principales factores que podrían gatillar episodios más volátiles sigue resaltando la dinámica en torno al alza de la tasa referencial en EE.UU., y su impacto en las tasas de largo plazo.

El aplazamiento de las expectativas acerca del inicio de este proceso ha revertido parte de la marcada apreciación del dólar de comienzos de año y ha descomprimido los premios por plazo de las tasas largas estadounidenses. Además, se ha reforzado con las acciones expansivas del BCE. Esto último también estaría disminuyendo la velocidad de ajuste de la tasa de referencia de EE.UU. lo cual restringe, en parte, la amenaza sobre la estabilidad financiera global. Por otro lado, no se pueden descartar eventos de mayor volatilidad ante el no pago de las obligaciones de Grecia.

Se mantiene el riesgo de una mayor desaceleración de las economías emergentes, cuyo vínculo comercial y/o financiero con Chile es alto.

Más allá de la vigencia de los riesgos de una desaceleración más intensa de China y de otros emergentes, el significativo deterioro de las perspectivas de expansión para América Latina impone una nota de cautela importante. Chile está expuesto tanto a un contagio real como financiero. Aun cuando Chile mantiene acotados vínculos comerciales, las inversiones directas de empresas chilenas en la región, como Brasil, han aumentado sustantivamente en los últimos años. También por el lado financiero, la transmisión sería a través de los precios de los activos, como el tipo de cambio y el EMBI, que hasta ahora se ha mantenido en niveles bajos (gráfico I.10). Estimaciones internas sugieren que, controlando por factores globales e idiosincráticos, la sensibilidad del EMBI Chile a variaciones del EMBI Brasil ha aumentado en los últimos años. La elasticidad estimada en el 2012 era 0,5 y en lo que va del 2015 alcanza 0,7^{2/}.

Chile mantiene condiciones macroeconómicas adecuadas para enfrentar un deterioro de las condiciones financieras globales.

Chile cuenta con elementos para mitigar eventuales turbulencias a nivel global^{3/}. Por una parte, el inicio más temprano y profundo de una fase monetaria expansiva y la depreciación del peso frente al dólar desde el 2013 a la fecha apoyaron el proceso de ajuste externo —reflejado en una reducción importante de su déficit en cuenta corriente— antes que otros países de la región. Por otra parte, y como se destaca en IEF anteriores, Chile se encuentra en una posición de solvencia externa favorable con respecto a otras economías emergentes^{4/}.

^{2/} Estimaciones rolling de 36 meses del log del EMBI Chile contra log de EMBI Brasil, controlando por log del VIX, UST10y, variación anual del imacec y log del ratio de precio del cobre y precio del petróleo.

^{3/} Ver Recuadro I.1, IPoM de marzo del 2015.

^{4/} Ver Recuadro I.1, IEF 2014.I.

RECUADRO I.1

LIQUIDEZ GLOBAL: DESARROLLOS Y RIESGOS

Introducción

Este recuadro documenta los factores por los cuales el riesgo de liquidez de mercado a nivel global podría ser acentuado, aun cuando la liquidez de financiamiento se observa alta y estable^{1/}.

Específicamente, se analiza el mercado de renta fija —con mayor énfasis en EE.UU. dada su relevancia—, el cual desde el 2008 ha tenido un crecimiento sustancial. Este aumento fue acompañado de una disminución en la participación relativa de inversionistas que usualmente tienen un rol activo en la provisión de liquidez en el mercado secundario (bancos de inversión o *dealers*). Dichos cambios, en el actual contexto de bajas tasas de interés y volatilidad a nivel global, podrían propiciar una reducción mayor de la liquidez de mercado ante un evento de estrés, gatillando una corrección abrupta y generalizada de los precios de los activos financieros.

Desarrollos en el mercado de renta fija global post-crisis financiera

Desde el 2008, el mercado de renta fija en EE.UU. ha mostrado un fuerte crecimiento, particularmente de bonos corporativos (Shin, 2013; Feroli *et al.* 2014). Este crecimiento no fue acompañado de un aumento en los inventarios de bonos corporativos de los grandes intermediarios (*dealers*), quienes son los que proveen mayor liquidez al mercado secundario. Esta tendencia también se observó en otras economías, como por ejemplo, el Reino Unido (BOE, 2014). En tanto, los fondos mutuos y fondos indexados (ETF) han aumentado su tenencia de bonos corporativos^{2/} (gráfico I.11) Así, el mercado de bonos corporativos muestra un menor ratio de *turnover* (CGFS, 2014)^{3/}.

^{1/} La liquidez de mercado de un activo es la facilidad con la que este es transado, mientras que la liquidez de financiamiento para un agente corresponde a la facilidad con la que este obtiene financiamiento (Brunnermeier y Pedersen, 2009). Bajo métricas tradicionales, como el *bid-ask spread*, tanto los instrumentos del tesoro estadounidense de corto plazo como de financiamiento con colateral (REPOs) se observan comprimidos, indicando alta liquidez (OFR, 2014).

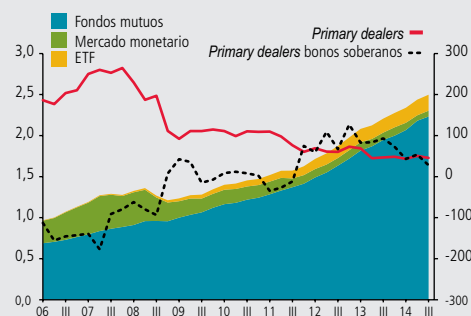
^{2/} Si bien las compañías de seguros y fondos de pensiones tienen en conjunto un cuarto del monto vigente de bonos corporativos estadounidenses, las inversiones de fondos mutuos e ETFs han aumentado en 500% desde el 2008, concentrando la mitad de estos flujos en bonos *high-yield* (OFR, 2014).

^{3/} De hecho, a partir de inteligencia de mercado, informes internacionales reportan que se observa una mayor concentración de las transacciones en los bonos más líquidos, y una creciente dificultad para realizar transacciones de gran tamaño de bonos corporativos (BIS, 2015).

GRÁFICO I.11

Tenencia de bonos estadounidenses corporativos y de soberanos por parte de *primary dealers*

(billones de dólares; miles de millones de dólares)



Fuentes: BIS (2015) y Reserva Federal de Nueva York.

Se observa también que las emisiones de menor tamaño y de peor rating crediticio se han concentrado cada vez más en manos de administradoras de fondos. Al mismo tiempo, los bonos más líquidos (soberanos y corporativos de mejor rating) se han concentrado en bancos y otros institucionales, situación que se ha denominado bifurcación de liquidez (BIS, 2015; OFR, 2013).

Uno de los riesgos asociados a este fenómeno de bifurcación es que los administradores de fondos no tienen la obligación de proveer liquidez o marcar precio, y usualmente transan volúmenes menores que los grandes institucionales. Así, en un evento de estrés, la posibilidad que tiene un inversionista de encontrar una contraparte para un bono *high-yield* a precio justo puede verse dificultada.

Se ha argumentado que el comportamiento de los bancos se explica en parte por cambios regulatorios implementados luego de la crisis financiera global del 2008 y 2009. Se limitaron las transacciones que estos pueden realizar por cuenta propia^{4/} y

^{4/} Regla de Volcker (ley Dodd Frank). De hecho, habría evidencia de que durante el período de estrés de mayo-junio 2013, la mayor volatilidad y aversión al riesgo desincentivó a los bancos a proveer liquidez al mercado, indicando una menor voluntad de asumir riesgos (Adrian *et al.*, 2013a; CGFS, 2014; BIS, 2015; BOE, 2014).



se aumentaron las exigencias de capitalización por tenencia de instrumentos riesgosos (Basilea III). La consecuente menor demanda por activos riesgosos también se observa por parte de compañías de seguros, y coincide asimismo con cambios regulatorios y nuevas convenciones contables (Solvencia II)^{5/}.

Ilusión de liquidez

Como se mencionó en el capítulo I, el prolongado período de baja volatilidad y alta liquidez de financiamiento, en un contexto de programas de política monetaria no convencional en economías desarrolladas, promueven la mayor toma de riesgo e incentivan el endeudamiento. Ante la expectativa de que estas condiciones se mantengan, se incuban riesgos que aumentan la probabilidad de mayor volatilidad a futuro y una eventual corrección severa de liquidez (BIS, 2014)^{6/}.

Dos elementos adicionales alimentan la percepción de liquidez. Primero, la posibilidad de retiro en muy corto plazo que ofrecen los fondos y segundo el mayor uso de transacciones automatizadas realizadas a alta frecuencia. Estas permiten la realización inmediata de la transacción en tiempos normales, pero podrían exacerbar cambios de precios en momentos de estrés.

En la práctica, los cambios en la estructura de mercado recién descrita, sumado a una corrección inesperada de la baja volatilidad, pueden llevar a que no exista una contraparte para la transacción automatizada, y por la naturaleza de estas, las revisiones de precios se gatillen de forma mucho más rápida. Por los mismos motivos, la promesa de liquidez inmediata de los fondos puede verse imposibilitada, transfiriendo así el riesgo a los inversionistas (CGFS, 2014).

Riesgos para Chile

La prociclicidad en el comportamiento de los administradores de fondos es un riesgo para las economías emergentes, dado que han absorbido una parte importante de las emisiones en el exterior (Shin, 2013). Cambios repentinos de asignación de sus portafolios (*search for safety*) pueden impactar los flujos de capitales.

Actualmente, la tenencia observada^{7/} de bonos chilenos emitidos en el exterior está en parte importante en portafolios de compañías de seguros. Con todo, esta ha disminuido en los últimos años, lo que podría sugerir una orientación hacia inversionistas con estrategias de inversión más opacas, como por ejemplo, *hedge-funds*^{8/}.

^{5/} Ver BIS (2011) para detalle de Solvencia II, que es un marco similar al de Basilea para bancos. Las nuevas regulaciones también han causado que la demanda por bonos de alta calidad (gobierno) por parte de las compañías de seguros sea más procíclica. Por ejemplo, una caída fuerte en el valor de sus activos reduce el ratio de solvencia de la compañía, y si no puede levantar capital, estará forzada a vender acciones y comprar deuda de gobierno (que tiene cero requerimientos de capital). Este rebalanceo puede desestabilizar a los mercados, reforzando a la baja los precios de acciones y al alza la de los bonos (Turner, 2011).

^{6/} El riesgo de volatilidad se puede incubar a través de dos vías: (i) la baja volatilidad motiva mayor apalancamiento (porque matemáticamente genera un efecto diminutivo de medidas de manejo/toma de riesgo como el *Value-at-risk* o *Sharpe Ratios*); y (ii) el comportamiento manada/colectivo, característico en contextos de euforia financiera, generan la ilusión que las condiciones financieras continuarán favorables.

^{7/} Aquella reportada por inversionistas que tienen la obligación de reportar a la Securities and Exchange Commission.

^{8/} Los *hedge-funds* no tienen obligación de reportar, y al ser apalancados, podrían comportarse de forma más procíclica (Claro y Moreno, 2015).

II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

El mercado de capitales sigue caracterizado por un bajo costo de financiamiento de largo plazo soberano y privado, manteniéndose el alto dinamismo de las emisiones de bonos.

MERCADO MONETARIO Y DE RENTA FIJA

Las condiciones de financiamiento en el mercado monetario en pesos se mantienen holgadas.

Ello, se refleja en las tasas de financiamiento bancario (tasas *prime*) y los *spreads prime-swap* a menos de un año que se ubican por debajo de sus promedios históricos (gráfico II.1). Las tasas de depósitos del mercado secundario se mantienen en niveles similares a los observados al cierre del 2014. Sin embargo, su dispersión aumentó debido al incremento del orden de 180 puntos base (pb) en la tasa de captación de un banco en particular.

Las tasas de interés de largo plazo siguen en niveles bajos desde una perspectiva histórica, aunque presentan un alza en las últimas semanas (gráfico II.2).

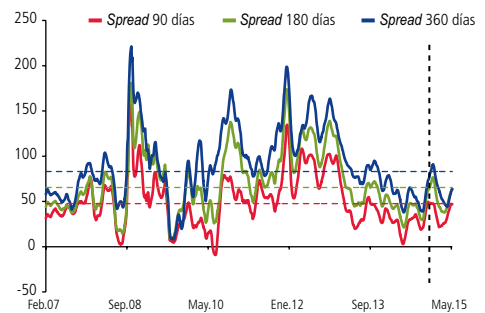
Durante los últimos cuatro años, el descenso de las tasas de interés de largo plazo en el mercado local ha estado asociado tanto a un menor nivel de la tasa de interés externa de referencia (T-bond a 10 años) como a factores internos. En estos últimos, destaca el deterioro en las expectativas económicas y la mayor demanda por instrumentos soberanos, la que en parte importante proviene de inversionistas institucionales (fundamentalmente fondos de pensiones y fondos mutuos). La proporción de bonos soberanos en manos de estos agentes aumentó 16 puntos porcentuales durante este período, alcanzando cerca de 73% del total del stock disponible. Esto se compara con una tenencia promedio de 60% observada durante el período 2008-2013.

Las bajas tasas de interés de largo plazo han mantenido reducido el costo de financiamiento privado. Así, se mantiene el alto dinamismo de las emisiones de bonos locales.

Dada que la tasa base es menor que a fines del 2014 y que el *spread* se ha mantenido relativamente estable en torno a los 100pb, la Tasa Interna de Retorno (TIR) de los bonos privados (bancos y empresas) ha disminuido 34pb en promedio desde diciembre del 2014 (gráfico II.3). Este menor costo de financiamiento ha seguido incentivando la colocación de bonos locales por

GRÁFICO II.1

Mercado monetario en pesos (1)(2)(3)
(promedio móvil mensual, puntos base)

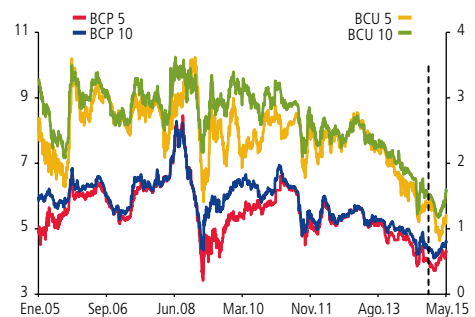


- (1) Considerando el *spread prime-swap* promedio cámara.
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de cada serie para el período 2005-2015.
(3) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF del segundo semestre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2

Tasas de interés de los bonos soberanos de largo plazo (*)
(porcentaje)

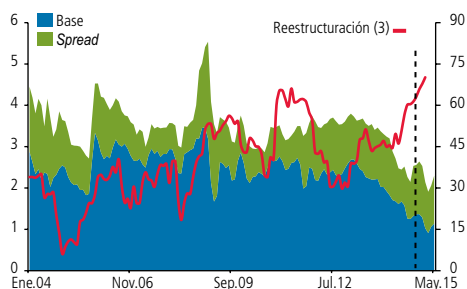


- (*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF del segundo semestre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.3

Costo de financiamiento de bancos y empresas (1)(2)
(porcentaje)

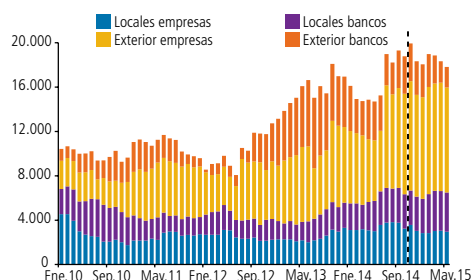


(1) Considera bonos en UF de empresas privadas con clasificación de riesgo AA y duración alrededor de 5 años.
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF del segundo semestre del 2014.
(3) Corresponde al porcentaje de las emisiones de empresas cuya motivación es la reestructuración de pasivos.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la Bolsa de Comercio de Santiago y SVS.

GRÁFICO II.4

Colocaciones de bonos (*)
(millones de dólares acumulados en 12 meses)

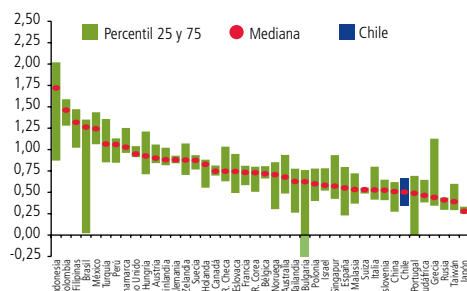


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF del segundo semestre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y Bolsa de Comercio de Santiago.

GRÁFICO II.5

Coefficientes de traspaso desde tasas externas a tasas locales a 10 años (*)
(porcentaje)



(*) Estimadores obtenidos en ventanas móviles de 48 meses para el período 2004-2014. Modelo basado en paridad descubierta de tasas, con variable dependiente la tasa soberana doméstica nominal a 10 años, y de referencia externa el bono del Tesoro de EE.UU.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

parte de bancos y empresas. Estas últimas declaran como principal propósito de la emisión la reestructuración de pasivos, alcanzando casi el 70% de las emisiones que se efectuaron en el 2015, el porcentaje más alto observado en la última década.

Las colocaciones de bonos privados en el exterior también se mantienen dinámicas, en línea con los bajos costos de financiamiento externo. Estas emisiones continúan siendo lideradas por empresas, cuyos indicadores de descalce cambiario siguen siendo acotados (Capítulo III). A nivel agregado, durante el 2015, las colocaciones totales se encuentran en niveles similares a las del año pasado, manteniendo el alto dinamismo de los últimos tres años (gráfico II.4).

Persiste el riesgo de que el nivel de las tasas internas aumente ante eventos de volatilidad a nivel internacional, aunque factores idiosincráticos podrían atenuar su impacto.

Los eventos de volatilidad asociados a la evolución de las tasas de largo plazo estarían principalmente vinculados a divergencias entre lo que la Reserva Federal decida y lo que el mercado espera respecto del momento o la velocidad con que aumentará su tasa de referencia (Capítulo I).

Sin embargo, las estimaciones para el coeficiente de traspaso desde la tasa del tesoro estadounidense a las tasas largas internas se ubican entre 20 y 60%. Ello depende, principalmente, de las tasas locales consideradas (BCP5, BCP10, Swaps, etc.) y los distintos ajustes por premio por riesgo soberano (EMBI, CDS). En particular, una comparación de las tasas nominales a 10 años de distintas economías da cuenta de la menor sensibilidad de Chile a este factor externo (gráfico II.5).

Más aún, la historia disponible de cambios abruptos de las tasas soberanas en Chile muestra que sorpresas en factores internos (inflación, TPM) tienen un rol más relevante que las que se derivan de elementos externos (Ceballos, 2013).

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Los fondos mutuos y de pensiones muestran una intensa actividad en inversiones relacionadas a renta fija doméstica.

El volumen administrado por los fondos mutuos de deuda (tipos 3 y 6) ha aumentado desde inicios del 2014, orientando el portafolio agregado de los fondos mutuos hacia instrumentos de renta fija (gráfico II.6). En particular, la participación de bonos bancarios alcanza el 17% del portafolio agregado de los fondos (gráfico II.7). Cabe destacar que, debido a esta intermediación de crédito, los fondos mutuos son uno de los agentes más relevantes dentro de los intermediarios no bancarios en Chile (Recuadro II.1).

Así, como se ha documentado en IEF anteriores, sigue presente el riesgo de una reversión de estos flujos ante un escenario de alzas abruptas de tasas. Ello porque en dicho escenario se podría generar un aumento en los rescates de

estos fondos, lo que llevaría a una venta masiva de instrumentos de renta fija y posiblemente con un impacto en precios, que amplificaría el alza inicial de tasas. De hecho, los incrementos recientes de tasas largas se han materializado en una rentabilidad negativa en los fondos de deuda, provocando salidas marginales de flujos.

Por otro lado, comparado con lo que se observó a noviembre del 2014, los flujos de inversión de los fondos de pensiones presentan una mayor orientación hacia el mercado local (gráfico II.8). En particular, esta inversión se ha realizado principalmente en bonos estatales, lo que se manifiesta en la activa participación que han tenido estos agentes en las licitaciones recientes de bonos del Banco Central y la Tesorería.

Si bien los movimientos masivos de afiliados continúan teniendo impacto en la asignación de las carteras, no se han observado efectos relevantes en los precios de mercado. Ello, tanto por las medidas implementadas por la Superintendencia de Pensiones como por la mejor gestión de portafolio de las administradoras^{1/}.

MERCADO BURSÁTIL Y CAMBIARIO

A comienzos de año el dólar se fortaleció de forma importante a nivel global, lo que se revirtió parcialmente en las últimas semanas. Tanto la bolsa local, como la de otras economías emergentes, muestran mejoras en rentabilidad (tabla II.1).

La volatilidad del índice accionario local sigue siendo baja, similar a los niveles previamente reportados. Ello, a pesar del aumento generalizado de las volatilidades en las bolsas internacionales (gráfico II.9).

TABLA II.1

Comparación de rentabilidades en mercados accionarios (porcentaje, rentabilidad en moneda local)

Periodo	Chile	Latam (1)	Exp. Materias Primas (2)	Desarrollados (3)	Emergentes (4)
2012	3,4	5,9	9,7	12,2	27,8
2013	-14,9	-16,1	11,4	14,4	-1,0
2014	7,6	9,2	9,4	5,5	11,1
1T	2,1	-0,5	4,9	3,1	1,6
2T	2,1	9,2	3,3	2,6	6,2
3T	1,9	6,2	-0,7	-1,7	0,7
4T	-0,8	-8,7	0,7	1,3	2,1
2015 (5)	6,4	13,4	2,9	7,2	7,0

(1) Colombia, Argentina, Perú y Brasil.

(2) Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelandia.

(3) Australia, Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Noruega, Nueva Zelandia y Reino Unido.

(4) Croacia, Hungría, India, Indonesia, Filipinas, Malasia, México, Rep. Checa, Polonia, Sudáfrica y Turquía.

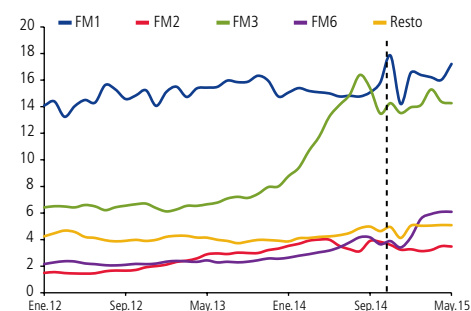
(5) Información hasta el 13 de mayo de 2015.

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

^{1/} Esta última incluye la decisión de traspasar instrumentos entre fondos en lugar de liquidarlos en el mercado secundario.

GRÁFICO II.6

Patrimonio de fondos mutuos (1)(2)
(miles de millones de dólares)



(1) Tipo de Fondo:

FM1: Inversión en deuda con duración menor o igual a 90 días

FM2: Inversión en deuda con duración menor o igual a 365 días

FM3: Inversión en deuda de mediano y largo plazo

FM6: Libre Inversión (mayoritariamente en renta fija)

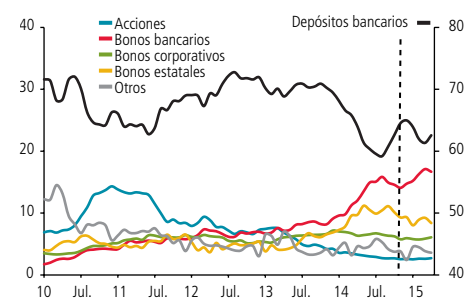
Resto: incluye los fondos tipo 4, 5, 7 y 8.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF del segundo semestre del 2014.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

GRÁFICO II.7

Portafolio de inversiones locales de fondos mutuos (1) (2)
(porcentaje)



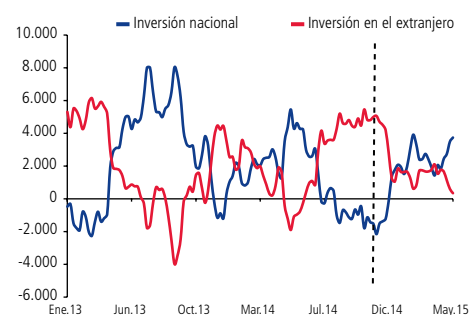
(1) Información actualizada hasta abril de 2015.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF del segundo semestre de 2014.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

GRÁFICO II.8

Flujos de portafolio de los fondos de pensiones (1) (2)
(millones de dólares)



(1) Suma de flujos en una ventana móvil de 6 meses.

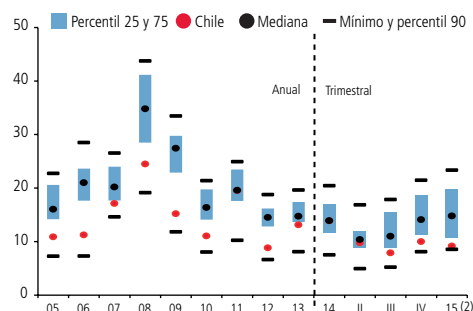
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF del segundo semestre del 2014.

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

GRÁFICO II.9

Volatilidad de los índices accionarios en países emergentes (1)

(porcentaje anualizado, en moneda local)



(1) Promedio mensual de la volatilidad calculada como la desviación estándar a 20 días móvil de la variación diaria del índice accionario. Incluye: Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, Hungría, India, Malasia, México, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rep. Corea, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

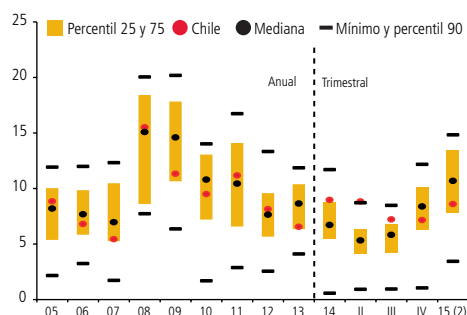
(2) Información hasta el 13 de mayo de 2015.

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

GRÁFICO II.10

Volatilidad del tipo de cambio (1)

(porcentaje anualizado)



(1) Promedio mensual de la volatilidad calculada como la desviación estándar a 20 días móvil de la variación diaria del tipo de cambio. Incluye: Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Eurozona, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Inglaterra, Japón, Malasia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Rep. Corea, Sudáfrica, Rep. Checa, Turquía y Vietnam.

(2) Información hasta el 13 de mayo de 2015.

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

Respecto del tipo de cambio, la paridad peso/dólar está prácticamente en un nivel similar al cierre estadístico del IEF anterior. Sin embargo, en el intertanto tuvo movimientos significativos. Entre fines del 2014 y hasta mediados de marzo la moneda se depreció y alcanzó un nivel máximo algo por sobre \$640, cifra que no se registraba desde el tercer trimestre del 2008. Posterior a ello, el peso se apreció ubicándose al cierre de este IEF en niveles más cercanos a \$600 por dólar. Estos movimientos han estado determinados en buena parte por los cambios en la valoración del dólar a nivel global. En términos multilaterales (TCM), el peso mostró una continua apreciación desde fines del 2014 (tabla II.2).

TABLA II.2

Comparación de paridades cambiarias

(porcentaje, variación anual, moneda local respecto del dólar de EE.UU.)

Periodo	Chile	Exp. Materias Primas (1)	Países de la Región (2)	Índice dólar
2012	-7,6	-4,3	-3,0	-0,6
2013	9,8	8,4	8,8	0,3
2014	14,0	6,2	7,5	7,3
1T	4,6	-1,7	-0,3	0,0
2T	0,4	-1,0	-1,8	-0,4
3T	8,3	7,6	6,8	7,7
4T	1,5	6,6	9,2	5,0
2015 (3)	-0,8	1,8	6,0	3,7

(1) Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda.

(2) Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Información hasta el 13 de mayo de 2015.

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

La volatilidad del tipo de cambio ha subido levemente en relación con el 2014, aunque se mantiene en la parte baja de la distribución para una muestra amplia de monedas. Ello, en un contexto donde la mayoría de los países ha exhibido un aumento en los niveles de volatilidad de sus respectivas monedas (gráfico II.10).

RECUADRO II.1

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN CHILE

El objetivo de este recuadro es describir la evolución y riesgos de los intermediarios no bancarios en Chile de acuerdo a la definición y metodología propuesta por el *Financial Stability Board* (FSB).

Definición y medición

En el mundo, la participación de intermediarios financieros no bancarios en los activos financieros totales ha aumentado posterior al 2008, en particular en economías emergentes (FSB, 2014a; FSB, 2014b). Estas entidades (conocidas informalmente como *shadow banking*)^{1/} realizan actividades crediticias y están expuestas a algunos de los riesgos enfrentados por los bancos tradicionales, en particular: riesgo de crédito, riesgo de liquidez y madurez. Adicionalmente, algunas de ellas también usan apalancamiento. Sin embargo, tienen una regulación distinta a la de los bancos y, en general, carecen de una red de seguridad formal, tales como líneas de liquidez o seguro de depósito.

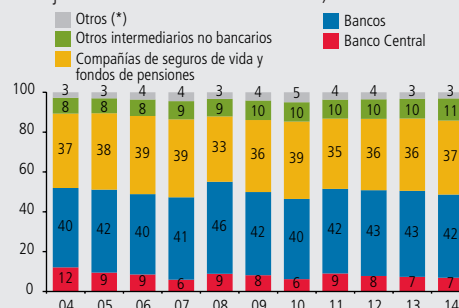
El FSB, en sus ejercicios anuales de monitoreo global de *shadow banking* (FSB, 2014a), ha propuesto una metodología para medir los intermediarios no bancarios incluyendo los activos financieros de: i) fondos mutuos monetarios, ii) fondos mutuos no monetarios y fondos de inversión iii) vehículos financieros estructurados, iv) corredores de bolsa, v) compañías financieras, vi) hedge funds, vii) fondos inmobiliarios (*Reits*), y viii) compañías fiduciarias (*trusts*). En esta definición se excluyen los activos que consolidan con bancos, los fondos que no realizan intermediación de crédito (accionarios) y los montos involucrados en auto-securitización.

La medición en Chile sigue la metodología del FSB e incluye las entidades listadas en los puntos i) al v) del párrafo anterior, más las cajas de compensación^{2/}. A diciembre del 2014, estos intermediarios acumularon activos por US\$ 68 mil millones

(11,2% de los activos financieros totales de la economía), siendo superados en importancia por los bancos y los inversionistas institucionales —compañías de seguros y fondos de pensiones (gráfico II.11). Los activos de este sector han aumentado sostenidamente durante los últimos diez años, lo que ha significado un alza de 3 puntos porcentuales en su participación sobre los activos totales. En tanto, los activos bancarios exhiben una menor participación desde el 2008.

GRÁFICO II.11

Intermediarios financieros en Chile
(porcentaje de los activos financieros totales)



(*) Incluye instituciones financieras públicas, cooperativas supervisadas por SBIF, fondos mutuos y de inversión accionarios, y auxiliares financieros.

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

Los intermediarios no bancarios más importantes en Chile son los fondos mutuos y de inversión, con una participación promedio de 70% entre el 2004 y 2014 (gráfico II.12)^{3/}. Estos están constituidos por fondos de inversión públicos y privados^{4/}. Dentro de los fondos mutuos se presentan por separado aquellos monetarios que invierten exclusivamente en instrumentos de deuda con una duración inferior a 360 días y cuya liquidez de

^{1/} El término *shadow banking* (o "banca en la sombra") fue incorporado por agentes de mercado (McCulley, 2007) y ampliamente usado por las autoridades económicas desde entonces (Adrian et al., 2013b), aunque muchos estudios han declarado que es un término algo peyorativo para una actividad tan importante dentro del sistema financiero (Pozsar et al., 2012).

^{2/} Esta medición incluye los activos financieros de las entidades para las cuales existe información pública (Ramírez y Silva, 2015).

^{3/} Los fondos mutuos y de inversión también son los más importantes en un conjunto amplio de países avanzados y emergentes, pero tienen una participación inferior —45%— (FSB, 2014a; FSB, 2014b).

^{4/} Los primeros son patrimonios integrados por personas naturales y jurídicas, que se expresan en cuotas transables en bolsa, pero que no son rescatables hasta la liquidación del fondo. En tanto, los fondos de inversión privados no hacen oferta pública de sus valores.

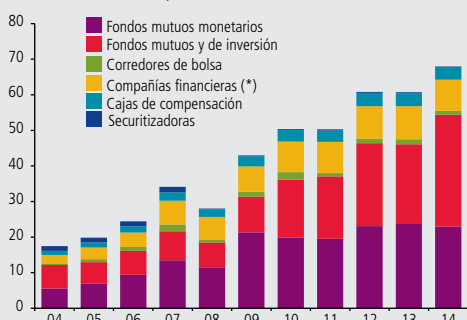
^{5/} Sin embargo, con la implementación de la LUF, deberán presentar a la SVS la información requerida por este organismo.

rescate es la más alta (1 a 2 días). Todos los fondos anteriores son fiscalizados por la SVS, excepto los fondos de inversión privados^{5/}. Los siguientes sectores de importancia son las compañías financieras, dentro de ellas los emisores no bancarios de tarjetas de crédito, y las cajas de compensación.

GRÁFICO II.12

Tipos de intermediarios no bancarios en Chile

(miles de millones de dólares)



(*) Incluye empresas de *leasing* y *factoring*, emisores de tarjetas de crédito no bancarias y empresas de financiamiento automotriz.

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

Principales riesgos

Como se mencionó, los intermediarios no bancarios enfrentan riesgos similares a los bancos. En primer lugar, algunas de estas entidades muestran un alto nivel de apalancamiento —deuda sobre activos— en particular, compañías financieras, corredores de bolsa y cajas de compensación. En segundo lugar, todas las entidades realizan transferencia de riesgo de crédito, ya sea a través de préstamos directos (emisores no bancarios de tarjetas, cajas de compensación) o a través de la inversión en instrumentos de deuda. Dentro de estas, destacan los fondos mutuos y de inversión que destinan casi la totalidad de su patrimonio a este tipo de inversión^{6/}. Una preocupación reciente a nivel internacional es el aumento considerable de los fondos mutuos y de inversión en instrumentos de deuda menos líquidos (FMI, 2015; Recuadro I.1).

En tercer lugar, las entidades más expuestas al riesgo de transformación de madurez —medido como pasivos de corto plazo sobre activos— son los corredores de bolsa y los fondos mutuos monetarios. Para estos últimos, los pasivos también consideran el patrimonio exigible en el corto plazo, debido a la liquidez de rescate que poseen. Una característica adicional de esta industria es su método de valoración a costo histórico, la que puede originar revalorizaciones discretas y no esperadas del portafolio (Ahumada et al, 2011). Esta característica, al igual que en la industria bancaria, aumenta el riesgo de corridas de aportantes en caso de esperar un cambio significativo en el valor de la cuota del fondo, que obligue a la liquidación forzosa de los instrumentos de inversión e introduce volatilidad en el precio de los activos financieros transados en el mercado monetario. Este riesgo es más relevante en los fondos mutuos debido a que mantienen una regulación de capital y soporte de liquidez más débil que la bancaria. Cabe destacar que Chile ha ido avanzando paulatinamente hacia una valoración a mercado en los fondos mutuos monetarios, como lo han sugerido diversos organismos internacionales (FSB, 2014c)^{7/}.

Los riesgos anteriores pueden transmitirse y/o amplificarse en la medida que estos fondos tengan elevados vínculos con el sistema financiero. A diciembre del 2014, el financiamiento de la banca proveniente del total de intermediarios no bancarios alcanzó 12% de sus activos, explicado casi íntegramente por los fondos mutuos (Capítulo IV). Esta exposición resulta elevada en un contexto internacional, por cuanto el promedio de exposición en un conjunto de países avanzados y emergentes alcanza a 6% de los activos bancarios (FSB, 2014a).

^{5/} Inversiones en instrumentos alternativos como private equity, inmobiliarias y otros representan menos del 10%.

^{7/} A partir del 2011, entró en vigencia la normativa de la SVS que permite continuar valorando a costo histórico los instrumentos de estos fondos, pero introduce valores porcentuales de referencia (banda) en los cuales la revalorización a mercado es obligatoria.

III. USUARIOS DE CRÉDITO

EMPRESAS

Al cuarto trimestre del 2014, el endeudamiento de las empresas siguió aumentando y alcanzó el 114% del PIB (gráfico III.1)^{1/}.

Por origen del financiamiento, el mayor aumento de la deuda de las empresas sigue vinculado a fuentes externas, principalmente préstamos asociados a Inversión Extranjera Directa (IED) y bonos (tabla III.1). La depreciación del peso ha tenido un efecto importante en el aumento del valor de este tipo de deuda. En la deuda local, destaca que la expansión de las colocaciones comerciales se ha estabilizado en valores significativamente menores que sus promedios históricos, coherente con una menor actividad económica y la caída en la inversión.

En términos de denominación, la deuda en moneda extranjera pasó de 48 a 52% de la deuda total, explicado en gran parte por la deuda externa, mientras que la deuda local denominada en dólares se ha mantenido en torno a 10% del total. A nivel sectorial se observa un patrón de uso similar al reportado en el IEF anterior, esto es Construcción exhibe una baja intensidad de uso de deuda en moneda extranjera, mientras que en Minería este tipo de deuda representa el 90% de la deuda total del sector (anexo estadístico).

TABLA III.1

Fuentes de financiamiento
(variación real anual, porcentaje)

Indicador	2010	2011	2012	2013	2014				Participación (1)	Contribución al crecimiento (1)
	IV	IV	IV	IV	I	II	III	IV		
Deuda local	3,6	12,3	7,4	6,7	5,0	1,3	2,3	1,5	60,9	1,0
Préstamos bancarios y otros	4,8	14,1	9,6	7,1	5,5	1,2	2,9	2,7	49,5	1,4
Colocaciones comerciales (2)	3,6	13,8	9,9	7,7	5,8	0,9	2,7	2,7	44,2	1,3
Factoring y leasing (3)	15,3	16,6	7,5	2,7	3,4	3,7	4,7	2,0	5,3	0,1
Instrumentos de oferta pública locales (4)	-0,2	6,0	-0,6	5,1	2,9	1,6	-0,4	-3,1	11,4	-0,4
Deuda externa (5)	6,9	17,7	9,2	27,5	29,9	15,6	26,9	27,2	39,1	9,2
Préstamos	-10,7	6,4	0,4	5,2	19,0	9,5	16,6	14,1	9,4	1,3
Créditos comerciales	20,3	28,3	-19,1	-0,7	6,4	-5,4	-5,0	-3,6	2,8	-0,1
Bonos	24,0	27,8	12,2	42,1	42,5	23,0	51,1	43,3	11,8	3,9
Préstamos asociados a IED	22,5	20,3	37,1	50,0	37,6	21,3	27,3	33,0	15,2	4,1
Total	4,5	13,8	7,9	12,9	12,7	6,0	10,3	10,2	100,0	10,2

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye créditos contingentes, personas y comex.

(3) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias. No proviene de micro-datos.

(4) Bonos corporativos, bonos securitizados y efectos de comercio.

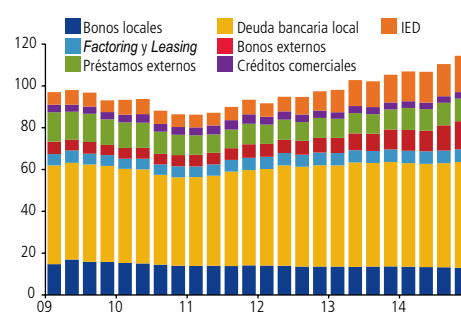
(5) Convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del último mes del trimestre.

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

^{1/} A partir del IEF del segundo semestre del 2014, se excluyen únicamente los bancos de la muestra de empresas. Esto, junto con el uso de micro-datos proveniente de fuentes administrativas, explican la diferencia entre este indicador y el reportado en las Cuentas Nacionales del Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.1

Deuda total de empresas (1) (2)
(porcentaje del PIB)



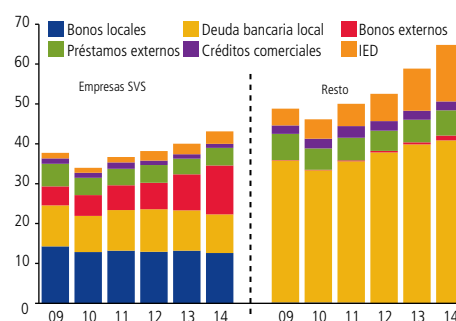
(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de factoring y leasing, bonos securitizados y efectos de comercio.

(2) Mayor detalle sobre series en anexo estadístico.

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

GRÁFICO III.2

Deuda total de empresas SVS y resto (1) (2) (3)
(porcentaje del PIB)



(1) Empresas SVS considera aquellas que reportan a la Superintendencia de Valores y Seguros, así como sus filiales directas.

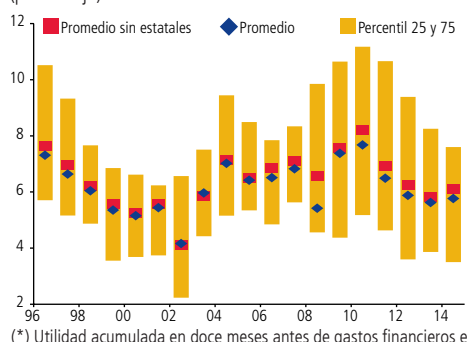
(2) No se incluyen factoring y leasing, bonos securitizados y efectos de comercio.

(3) Mayor detalle sobre series en anexo estadístico.

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

GRÁFICO III.3

Rentabilidad del sector corporativo (*)
(porcentaje)

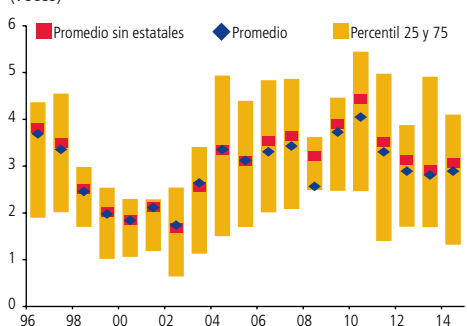


(*) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros e impuestos sobre activos totales.

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

GRÁFICO III.4

Cobertura de intereses del sector corporativo (*)
(veces)

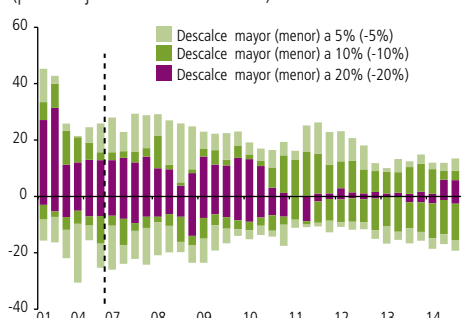


(*) Razón entre la utilidad antes de gastos financieros e impuestos sobre los gastos financieros anuales.

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

GRÁFICO III.5

Descalce de empresas del sector corporativo (1)(2)(3)
(porcentaje de los activos totales)



(1) Considera una muestra de empresas que reportan sus balances en pesos. El descalce corresponde a pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales.

(2) No considera empresas estatales, mineras ni financieras.

(3) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales hasta el 2006. A la derecha, datos trimestrales.

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

Separadas entre empresas que informan sus estados financieros a la SVS — sector corporativo— y aquellas que no lo hacen, el mayor nivel y aumento de la deuda se observa en estas últimas (gráfico III.2). Destaca que la banca tiene una creciente exposición hacia este grupo de firmas. Por su parte, las empresas que reportan a la SVS presentan un incremento moderado de la deuda en igual período, habiendo aumentado la participación de los bonos externos en desmedro del financiamiento bancario.

Al cierre del 2014, los indicadores financieros de las empresas del sector corporativo se mantienen en niveles cercanos a los del 2013 (gráficos III.3 y III.4).

Por su parte, respecto al promedio del 2003-2012, la rentabilidad y cobertura de intereses han disminuido y el nivel de endeudamiento ha seguido aumentando (tabla III.2). Esto último no ha implicado mayores gastos financieros, por lo cual los menores niveles de cobertura de intereses no se asocian a mayores gastos sino que a un peor desempeño operacional^{2/}. Por sectores, Construcción ha tenido una caída sostenida en sus niveles de rentabilidad y cobertura, mientras sectores como Transporte y Telecomunicaciones los mejoró de manera importante.

TABLA III.2

Indicadores sectoriales del sector corporativo (1)

Sectores	Rentabilidad (2) (porcentaje)			Cobertura de intereses (3) (veces)			Endeudamiento (4) (veces)		
	Prom. 03-12	2013	2014	Prom. 03-12	2013	2014	Prom. 03-12	2013	2014
Construcción	5,8	4,4	3,6	3,2	2,9	2,2	0,6	0,8	0,7
Consumo	6,2	3,0	3,9	3,6	1,2	1,9	0,7	0,7	0,8
Transporte y Telecomunicaciones	6,2	3,2	5,3	3,4	1,7	2,9	0,8	1,1	1,1
Alimentos	8,0	6,2	7,1	5,6	4,5	4,6	0,5	0,6	0,6
Servicios y Otros	6,8	7,5	7,1	3,2	2,5	2,4	0,9	1,2	1,1
Electricidad y Energía	8,1	8,9	8,0	3,1	4,4	3,7	0,6	0,5	0,6
Forestal	5,6	5,2	5,3	4,4	3,7	3,7	0,4	0,5	0,6
Total	6,9	5,8	6,1	3,5	2,9	3,1	0,6	0,7	0,7

(1) Datos a diciembre de cada año. No incluye empresas estatales.

(2) Utilidad antes de impuestos y gastos financieros sobre activos totales.

(3) Utilidad antes de impuestos y gastos financieros, sobre gastos financieros anuales.

(4) Razón deuda a patrimonio.

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

El descalce de las empresas del sector corporativo se mantiene acotado (gráfico III.5).

Al tercer trimestre del 2014, el descalce cambiario del sector corporativo que mantiene contabilidad en pesos siguió acotado —menos de 1% de los activos en el agregado (anexo estadístico)— pese al aumento de las emisiones de bonos externos. En tanto, la proporción de firmas que presentan mayor exposición a variaciones del tipo de cambio, esto es, descalces mayores a 5 o 10% de sus activos, se mantiene estable. Por su parte, la fracción de firmas con descalces mayores a 20% de sus activos aumentó desde mediados del 2014, aunque se mantiene en niveles bajos en comparación con el período 2001-2009.

^{2/} Mayores detalles en relación a la evolución en los costos de financiamiento de las empresas SVS y en una perspectiva más larga de tiempo, ver Espinosa y Fernández (2015).

Para el agregado de las empresas, continúa el aumento de los indicadores de no pago bancario, principalmente en sectores productivos y en empresas de menor tamaño.

El índice de cuota impaga (ICI) —que mide el no pago bancario de las firmas— subió a fines del 2014, con una reversión en marzo de este año. En términos sectoriales, destacan los incrementos en Construcción (particularmente Obras Civiles desde mediados del 2013) y Pesca (gráfico III.6). Por tamaño de empresa, históricamente las más pequeñas han tenido un nivel de incumplimiento superior a las grandes, aunque en lo más reciente el ICI ha aumentado en las grandes y se ha mantenido estable en las Mipymes.

En resumen, el endeudamiento de las empresas, medido sobre PIB, continuó subiendo durante el 2014. Dicho incremento es liderado por empresas que no reportan a la SVS y en las cuales la banca tiene una mayor exposición. Los indicadores financieros del sector corporativo se mantienen en el promedio de los últimos años, con un descalce cambiario que sigue acotado con datos al tercer trimestre del 2014. Los indicadores de no pago bancario se deterioraron en el 2014, donde destacan los incrementos en Construcción y Pesca.

SECTOR INMOBILIARIO

En el primer trimestre del 2015, las ventas y producción de viviendas nuevas en Santiago continuaron sobre sus promedios históricos.

Las ventas de viviendas continuaron en niveles en torno a 10 mil unidades al trimestre, dinamismo que actores de mercado asocian, en parte, al adelantamiento de compras previo a la entrada en vigencia de la Reforma Tributaria, que implicará el pago de IVA (gráfico III.7) ^{3/}. La producción de viviendas nuevas —que incluye promesas brutas— siguió mostrando un importante crecimiento (22% anual en el primer trimestre del 2015), posiblemente impulsada por las expectativas de mayores ventas y/o la estabilización reciente de los costos, especialmente de la mano de obra (gráfico III.8). La moderación de costos, en conjunto con el mayor volumen de escrituración, repercutió favorablemente en los resultados del negocio inmobiliario de las principales empresas del sector (anexo estadístico).

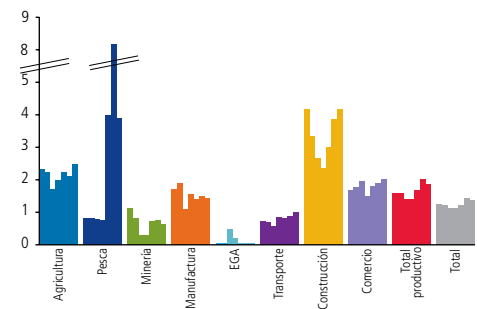
Al primer trimestre, los precios de las viviendas continuaron creciendo.

El indicador de precios de vivienda para Santiago de la CChC presentó al primer trimestre del 2015 un crecimiento similar al del año anterior. En tanto, el índice de precios de viviendas (IPV) —que incluye propiedades nuevas y usadas— tuvo un crecimiento más acotado durante el 2014, especialmente cuando se consideran zonas distintas a la Región Metropolitana (gráfico III.9). Con todo, la evolución de los precios de las viviendas es coherente con la actividad económica, las tasas de interés de los créditos hipotecarios y los costos de producción. En particular, respecto del ingreso disponible, los precios de las viviendas se mantuvieron estables durante el 2014 y en el rango inferior de los indicadores registrados para un conjunto amplio de países (gráfico III.10).

^{3/} La Ley establece que a partir del 1° de enero del 2016 la venta habitual de bienes inmuebles quedará gravada con IVA, con algunas exenciones transitorias, para lo cual se excluye de la base impositiva el valor del terreno.

GRÁFICO III.6

Índice de cuota impaga (1) (2) (3)
(porcentaje de las colocaciones)

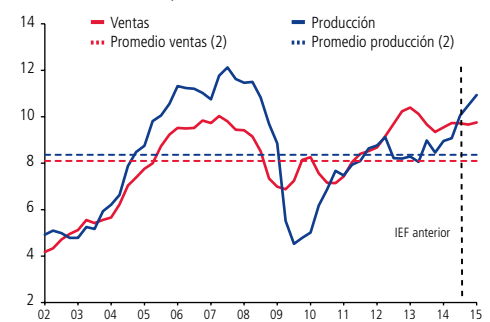


- (1) Los sectores detallados corresponden a sectores productivos. Se excluyen personas y empresas sin clasificación sectorial.
(2) Datos a diciembre desde el 2009 al 2014. Última barra corresponde a marzo del 2015.
(3) No considera colocaciones contingentes.

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

GRÁFICO III.7

Ventas y producción de viviendas nuevas en Santiago (1)
(miles de unidades, promedio móvil anual)

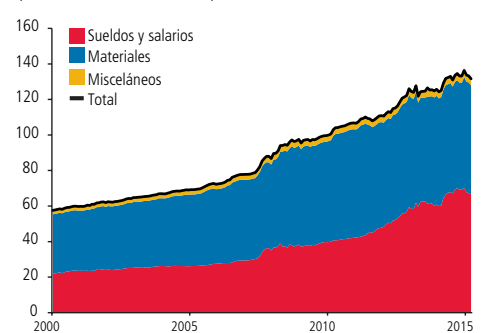


- (1) Incluye promesas brutas de ventas.
(2) Promedio 2002-2015.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de GfK Adimark.

GRÁFICO III.8

Descomposición de los costos de edificación (*)
(índice base 100=ene.10)



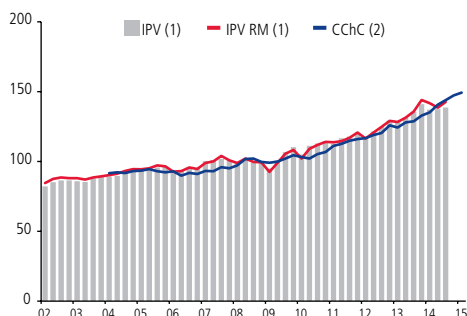
(*) Costos unitarios para un conjunto habitacional de 73 viviendas DFL-2 de un piso de 69,8 m², construido en Santiago.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción (CChC).

GRÁFICO III.9

Precios de viviendas

(índice, base promedio 2008 = 100)



(1) Índice de Precios de Viviendas (IPV) se estima por el método de estratificación o ajuste mixto para transacciones efectivas de viviendas nuevas y usadas.

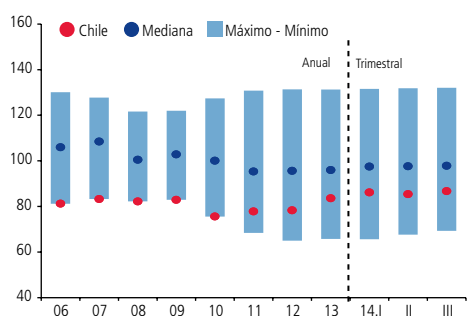
(2) Elaborado en base a la metodología de precios hedónicos de viviendas nuevas en Santiago.

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

GRÁFICO III.10

Razón entre precio de la vivienda e ingreso disponible (*)

(índice, base 2005=100)



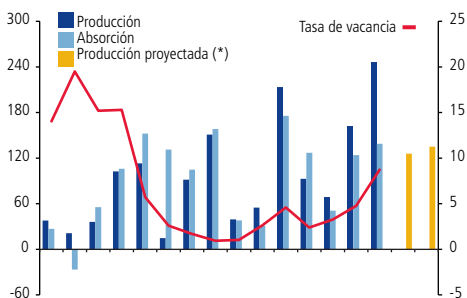
(*) Incluye: Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, Chile, Corea del Sur, Croacia, Dinamarca, España, EE.UU., Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Sudáfrica, Suecia y Suiza.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII y Dallas Fed.

GRÁFICO III.11

Mercado de oficinas clase A/A+

(miles de metros cuadrados; porcentaje)



(*) Proyección elaborada por Global Property Solutions (GPS).

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de GPS.

La razón entre el crédito hipotecario y el valor de la vivienda (LTV) se mantuvo en torno a 81% en promedio durante el 2014 (tabla III.3). En tanto, una mayor proporción de créditos se otorgó a menores LTV, haciendo descender la mediana de este indicador.

TABLA III.3

Razón entre crédito y valor de la vivienda

(porcentaje)

Estimador	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	III
Media	79,2	85,5	86,7	85,0	81,1	78,6	72,9	82,0	82,4	80,9	81,0	81,2	80,9
Percentil 25	72,0	75,0	77,8	74,1	71,0	70,0	52,6	77,7	79,0	76,4	76,8	78,0	77,9
Mediana	79,7	90,0	90,0	90,0	86,2	83,4	79,6	89,7	89,9	88,0	88,0	87,1	86,9
Percentil 75	90,0	100,0	100,0	100,0	95,7	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0

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

La producción de oficinas alcanzó niveles máximos en el 2014, pero se estima una moderación hacia adelante (gráfico III.11).

En el 2014, el ingreso de metros cuadrados disponibles en el mercado de oficinas para la clase A/A+ superó el nivel del 2010, que había sido el mayor hasta entonces. Ello no fue acompañado por un aumento equivalente en la absorción, por lo que el año pasado la tasa de vacancia llegó a 9% para las oficinas clase A/A+ y a 11% para las clase B (GPS y CBRE Chile). Esto, además, se tradujo en una reducción de los precios de los arriendos en ambas clases. Similares tendencias se observan en otras ciudades de Latinoamérica (IJL Research, 2015) ^{4/}. Durante el segundo semestre del 2014, la región mostró en promedio un aumento de la vacancia de oficinas clase A y B de 1 punto porcentual (pp) —2 pp en Santiago— y una reducción de los precios de arriendo, medidos en dólares, de 14% —9% para Santiago.

Las proyecciones de futuros ingresos de metros cuadrados se siguen moderando y, con ello, también la tasa de vacancia. Para el 2015 y 2016, el mercado prevé una producción anual equivalente al 50% del ingreso efectivo durante el 2014 en las oficinas premium (120 mil metros cuadrados). En cambio, las proyecciones hace un año atrás sobrepasaban los 200 mil metros cuadrados en cada año. Esto obedece al retraso en la incorporación de nuevos proyectos y a la reasignación de espacios destinados al comercio en los nuevos edificios.

En resumen, durante los últimos meses, la actividad en el sector inmobiliario residencial da cuenta de una oferta que ha superado el nivel de demanda. Sin embargo, esta última continúa en niveles altos, por lo que los mayores inventarios no se han traducido en menores precios. De todos modos, un escenario en que el dinamismo de la demanda sea menor que el esperado podría tener algún impacto en los precios, teniendo consecuencias relevantes en los agentes apalancados (empresas constructoras y deudores hipotecarios).

En el sector de oficinas, la oferta y la vacancia alcanzaron niveles máximos durante el 2014, pero proyecciones de mercado anticipan un menor nivel de producción para los próximos años. Con todo, la evidencia internacional sugiere que las características del mercado de oficinas hacen que la tasa de vacancia sea persistente en el tiempo (Ellis y Naughtin, 2010), lo cual debe ser incorporado en los análisis de los agentes expuestos a este sector.

^{4/} Incluye: Cali, Medellín, San Juan, Guayaquil, Monterrey, Quito, Colombia Caribe (Barranquilla, Santa Marta y Cartagena), Guadalajara, San José, Panamá, Santiago, Buenos Aires, Lima, Ciudad de México, Bogotá, Montevideo, Caracas, Sao Paulo y Río de Janeiro.

HOGARES

El crecimiento anual de la deuda total de los hogares se redujo en el 2014, principalmente por el menor aumento de la deuda de consumo.

Desde fines del 2013 se observa un menor dinamismo de la deuda total de los hogares, con tasas de crecimiento que han ido reduciéndose sostenidamente, en particular, en la deuda de consumo bancaria. Por su parte, la deuda hipotecaria ha seguido creciendo, impulsada mayormente por los bancos. Respecto de los oferentes no bancarios, las colocaciones tanto hipotecarias como de consumo han presentado una reducción en sus tasas de expansión (tabla III.4).

TABLA III.4
Deuda de los hogares
(variación real anual, porcentaje)

Indicador	2010	2011	2012	2013				2014				Contribución al crecimiento (1)	Participación (1)
	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV		
Hipotecaria	7,0	7,1	7,6	8,3	8,4	8,6	8,9	9,2	9,2	9,6	9,9	5,7	59,1
Bancaria	9,1	8,2	8,3	8,9	9,0	9,0	9,1	9,4	9,4	10,1	10,5	5,4	53,3
No bancaria (2)	-5,8	-0,7	2,0	4,0	4,1	5,6	7,4	7,8	7,2	5,6	4,8	0,3	5,8
Consumo	7,2	6,9	6,8	6,8	7,6	6,8	7,4	6,8	4,8	4,0	2,3	1,0	40,9
Bancaria	8,8	13,3	8,9	9,3	9,6	7,7	8,2	7,0	4,4	4,5	2,6	0,7	24,9
No bancaria	4,9	-7,6	-2,6	-3,1	-1,0	-0,1	2,4	3,1	2,2	3,2	0,7	0,1	10,2
Cajas Comerciales CCAF (3)	6,1	-15,0	-6,2	-7,4	-5,2	-3,2	4,1	6,2	6,9	6,8	1,0	0,1	5,2
Cooperativas	3,8	5,2	3,5	3,9	7,3	8,3	4,1	3,8	0,6	1,8	2,5	0,1	3,5
Otras (4)	3,2	-5,3	-3,3	-3,6	-3,9	-6,5	-5,6	-6,5	-7,5	-4,1	-4,3	-0,1	1,5
Otras (4)	5,8	18,0	18,8	18,3	16,1	15,5	13,7	12,8	10,5	3,2	3,9	0,2	5,8
Total	7,1	7,0	7,3	7,7	8,1	7,8	8,3	8,2	7,3	7,2	6,7	6,7	100,0

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

(4) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria, gobierno central y compañías de seguros.

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

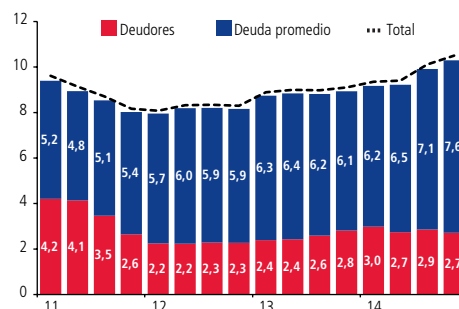
Información bancaria más actualizada muestra que, al primer trimestre del 2015, la deuda de consumo bancaria creció 2,9% real anual, algo por sobre la cifra de fines del 2014, pero bastante por debajo de años previos (Capítulo IV). En tanto, en la deuda hipotecaria con bancos, los datos del primer trimestre del 2015 indican un crecimiento similar al de fines del 2014. Destaca que el crecimiento en los últimos trimestres ha sido sostenido por un aumento de la deuda promedio, lo que coincide con el comportamiento del precio de las viviendas (gráfico III.12).

La razón entre deuda e ingreso (RDI) de los hogares continúa subiendo, mientras la carga financiera sobre ingreso (RCI) permanece estable (gráfico III.13).

El aumento del RDI —endeudamiento de los hogares— durante el 2014 se explicó principalmente por el crecimiento de la deuda hipotecaria bancaria (gráfico III.14), además por un menor incremento del ingreso. De todos modos, llama la atención la alta contribución de un solo tipo de deuda, a diferencia de períodos previos de alza sostenida en el endeudamiento (2007-2009) en los cuales se observó una participación más activa de los distintos tipos de deuda y oferentes de crédito.

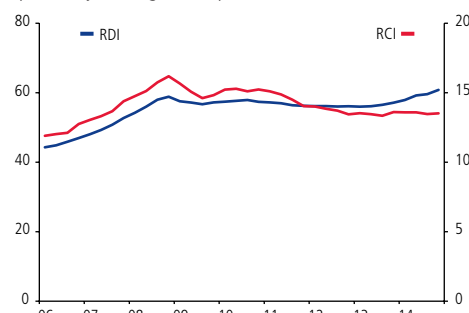
Por tramos de ingreso, se observan diferencias en los niveles de endeudamiento de los hogares. El RDI en los tramos de ingresos medio-altos (15-24 millones

GRÁFICO III.12
Deuda hipotecaria bancaria
(variación real anual, porcentaje)



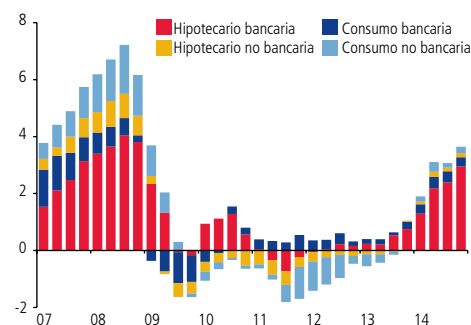
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO III.13
Endeudamiento (RDI) y carga financiera (RCI) de los hogares
(porcentaje del ingreso disponible)

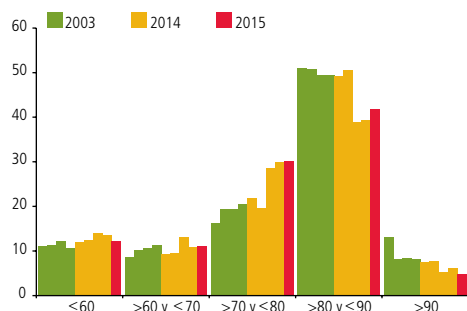


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

GRÁFICO III.14
Endeudamiento de los hogares
(variación real anual, porcentaje)

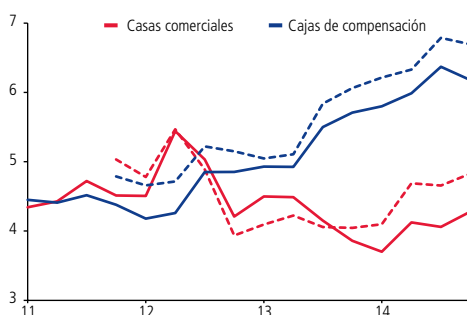


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

GRÁFICO III.15
Razón deuda a garantía hipotecaria (*)
(porcentaje del número de créditos otorgados)


(*) Información obtenida de la Encuesta de Crédito Bancario de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.16
Morosidad de 90 días de oferentes no bancarios (*)
(porcentaje de las colocaciones)


(*) Línea punteada corresponde al indicador usando como denominador las colocaciones rezagadas en doce meses.

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

de pesos anuales) es 40% mayor al valor que se obtiene para el agregado de los deudores bancarios (SBIF, 2014). Es importante notar que pese al mayor endeudamiento, la carga financiera de los hogares sigue estable. Esto es atribuible al menor nivel del costo de financiamiento del crédito producto, en buena parte, de una política monetaria más expansiva.

Los estándares de otorgamiento de crédito siguieron restringiéndose en el primer trimestre del año, aunque con una menor fracción de la banca reportando condiciones más restrictivas.

A partir de junio del 2014, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) ha reportado que la oferta de créditos de consumo se ha vuelto más restrictiva en los estándares de aprobación. Destaca, sin embargo, que en marzo del 2015 la fracción de bancos que siguió esa tendencia disminuyó. Al mismo tiempo, la ECB volvió a reportar un debilitamiento de la demanda por crédito en el primer trimestre, luego de permanecer en el neto, sin cambios en diciembre. Tanto el comportamiento de la oferta como de la demanda son coherentes con el descenso en el crecimiento de las colocaciones de consumo. Respecto de los estándares para los créditos hipotecarios, aunque con un aumento marginal, la ECB confirma que la fracción de créditos otorgados con financiamiento entre 80 y 90% ha disminuido hacia aquellos entre 70 y 80%, comparado con un año atrás (gráfico III.15). Información a nivel de deudores también sugiere que a partir del 2013 se aplicaron estándares más restrictivos para la entrega de créditos hipotecarios. Un ejemplo de ello es que los nuevos deudores presentan una mejor historia crediticia (Recuadro III.1).

Los indicadores de no pago de créditos bancarios se mantuvieron estables al cierre del 2014 (Capítulo IV). Sin embargo, se observó un deterioro para los oferentes no bancarios.

El deterioro en los indicadores para los oferentes no bancarios ha sido más evidente en las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF) que en las casas comerciales (gráfico III.16). Este desarrollo en las CCAF es explicado en parte por los cambios regulatorios que han afectado a estos agentes, aunque también podrían reflejar un deterioro de la cartera ^{5/}.

En síntesis, el crecimiento de la deuda total de los hogares ha disminuido en el último año, aun cuando la expansión de la deuda hipotecaria se mantiene dinámica. Dado el menor crecimiento de los ingresos, el endeudamiento agregado del sector —razón deuda a ingreso— ha aumentado. Por su parte, el bajo nivel de las tasas de interés ha ayudado a que la carga financiera de los hogares se mantenga sin cambios. Por otro lado, los indicadores de no pago de los créditos bancarios no muestran deterioro, aunque sí lo hacen los de oferentes no bancarios. Cabe destacar que indicadores a nivel agregado no permiten identificar la heterogeneidad en los niveles de endeudamiento e incumplimiento por tipo de deudor. Por ello, no es posible descartar que existan segmentos de hogares que podrían estar incubando mayores vulnerabilidades.

^{5/} Dentro los cambios regulatorios se encuentran la homologación de criterios para informar la morosidad en esta industria con los que se utilizan en la banca, límites al descuento y plazo máximo que se aplican a los créditos, y las condiciones para castigar o renegociar deuda.

RECUADRO III.1

ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE PAGO DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS EN CHILE

El presente recuadro caracteriza a los deudores hipotecarios bancarios en Chile e identifica algunos de los factores que influyen en su comportamiento de pago. Esto basado en un análisis que comprende más de 130 mil nuevos créditos hipotecarios otorgados en el período desde enero del 2012 a diciembre del 2014.

Fuentes de información

Para el análisis se utilizan datos administrativos innominados de la banca tanto de stocks de deuda como de flujos de crédito a nivel de deudor. La base de datos empleada incluye información del estatus de deuda hipotecaria del individuo (deuda al día, con atraso o en mora), junto con información de tasa de interés, monto y plazo del crédito. También contiene otras características financieras del deudor, como su cupo disponible en líneas y tarjetas de crédito, e información histórica de su comportamiento de pago en consumo. Con estas últimas, se construyen dos indicadores de riesgo: cobertura e historia crediticia. El primero se define como el cociente entre el cupo y el dividendo mensual, en tanto el segundo se obtiene como el porcentaje de meses que el deudor presentó incumplimiento en el pago de sus créditos de consumo durante los dos años previos al otorgamiento del crédito hipotecario.

Comparando las cohortes de créditos originados en el 2012 con aquellas del 2014, se observa que los deudores de la cohorte más reciente han obtenido créditos que, en promedio, tienen menores tasas de interés, son de montos más altos y no presentan mayor variación en los plazos (tabla III.5). Respecto de sus características, estos deudores disponen de un mayor cupo disponible en líneas y tarjetas de crédito, lo que se traduce en un mayor índice de cobertura, a la vez que exhiben una mejor historia crediticia.

Definición de los indicadores

Se considera un evento de incumplimiento cuando el deudor hipotecario cesa uno o más de los pagos en el horizonte de los próximos doce meses^{1/}. En particular, se define: (i) atraso como el evento que ocurre cuando el deudor registra al menos dos meses seguidos de incumplimiento de pago y (ii) mora cuando se observan tres o más meses seguidos.

Utilizando estas definiciones en las cohortes de deudores del 2012 y 2013, se obtiene que el porcentaje de créditos que presentan atrasos alcanza el 5,8%, en tanto que la fracción de deudores con mora es 1,6%.

TABLA III.5
Estadísticas descriptivas de nuevos créditos hipotecarios
(porcentaje, monto en UF y número de años)

Estadístico	Tasa (%)			Monto (UF)			Plazo (años)		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Nº Obs	32.128	47.607	52.536	32.128	47.607	52.536	32.128	47.607	52.536
Media	4,6	4,7	4,2	1.872	1.968	2.036	22,8	22,6	22,8
Mediana	4,5	4,6	4,2	1.546	1.592	1.632	25,0	20,7	23,3

Estadístico	Cupos (UF)			Cobertura (veces) (1)			Historia Crediticia (%) (2)		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Nº Obs	32.128	47.607	52.536	32.128	47.607	52.206	32.128	47.607	52.536
Media	271,2	301,5	338,6	8,8	9,5	10,7	7,8	7,1	6,7
Mediana	148,8	174,4	197,6	16,1	17,7	20,2	0,0	0,0	0,0

(1) Corresponde al indicador cupo sobre dividendo mensual.

(2) Corresponde al porcentaje de meses con incumplimiento en el pago de cuotas de créditos de consumo durante los dos años previos al otorgamiento del crédito hipotecario.

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

^{1/} Dada esta definición de incumplimiento se tiene un truncamiento de la base de datos, reduciendo la muestra de enero 2012 a diciembre 2013.

Por su parte, los indicadores de cobertura e historia crediticia son categorizados en cinco tramos. Para el caso de cobertura se utilizan los quintiles de la distribución de este indicador; en tanto que para la historia crediticia, el primer tramo incluye los deudores que no presentan atrasos en sus deudas de consumo previas y los siguientes tramos se construyen a partir de los cuantiles de esta variable (Alegria y Bravo, 2015).

Resultados

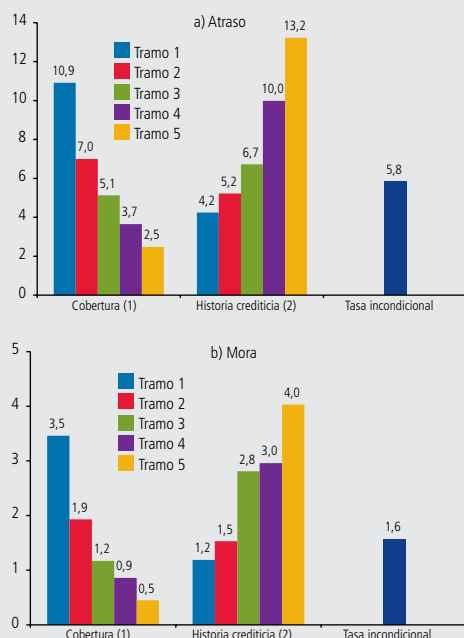
Los resultados muestran que al aumentar el indicador de cobertura disminuye la tasa de incumplimiento, tanto en atraso como en mora (gráfico III.17). Por ejemplo, deudores que se ubican en el primer tramo de cobertura —que en promedio pueden cubrir 2,5 dividendos mensuales con su cupo disponible— exhiben una tasa de atraso que duplica a la registrada en el tercer tramo de cobertura, donde en promedio la razón cupo sobre dividendo mensual alcanza 17 meses. Esta relación se mantiene en el caso de los eventos de mora.

Asimismo, una mejor historia crediticia reduce las tasas de mora. Por ejemplo, deudores que no han presentado atraso en sus deudas de consumo presentan cerca de un cuarto de la fracción de mora de aquellos que se ubican en el tramo más alto de historia crediticia, donde en promedio los deudores tienen 12 meses de atraso en sus créditos de consumo.

Conclusiones

Créditos que en su origen son otorgados a deudores con mayores niveles de coberturas y un buen historial de pago tienen menores tasas de incumplimiento. Así, la mejora de estos indicadores observada en las camadas más recientes de deudores, sugiere un comportamiento más prudente de la banca. Si bien este análisis omite variables relevantes como el ingreso y situación laboral del deudor, dicho comportamiento debiera reducir el riesgo de crédito de esta cartera.

GRÁFICO III.17
Tasas de Incumplimiento por tramo de indicadores de riesgo:
período 2012-2013
(porcentaje)



(1) Corresponde al indicador cupo sobre dividendo mensual.

(2) Corresponde al porcentaje de meses con incumplimiento en el pago de cuotas de créditos de consumo durante los dos años previos al otorgamiento del crédito hipotecario.

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

IV. SISTEMA BANCARIO

El crecimiento anual del crédito comercial y de consumo continúa acotado, a diferencia de la cartera de colocaciones de vivienda que sigue dinámica. Los indicadores de riesgo de crédito de los hogares permanecen estables, mientras que los de la cartera comercial se deterioran. El impacto del escenario de estrés es similar al del IEF anterior, no obstante el resultado es levemente más ajustado, con algunas diferencias entre bancos.

EVOLUCIÓN

El crecimiento de los créditos comerciales se ubica en torno a 3% real anual, mientras los créditos de vivienda continúan aumentando sobre 10% (gráfico IV.1).

La baja expansión del crédito comercial ha coincidido con el menor crecimiento de la actividad económica y un descenso de la inversión. Por sectores, destaca la persistente caída del financiamiento a Construcción y, más recientemente, a Manufactura (gráfico IV.2). Esto, en un contexto de bajas tasas de interés y menos bancos reportando condiciones financieras más restrictivas.

Por su parte, la demanda por financiamiento de las empresas se ha debilitado en los últimos trimestres, según la Encuesta de Crédito Bancario. Además, son empresas de mayor tamaño las que han reducido su demanda, lo que se deduce del menor crecimiento de préstamos otorgados a deudores comerciales evaluados de forma individual —asociados en general, a grandes empresas (gráfico IV.3). A la vez, se vio un aumento de emisiones de deuda externa corporativa, principalmente instrumentos de deuda de largo plazo, que estaría sustituyendo parte del menor financiamiento bancario local (Capítulos II y III).

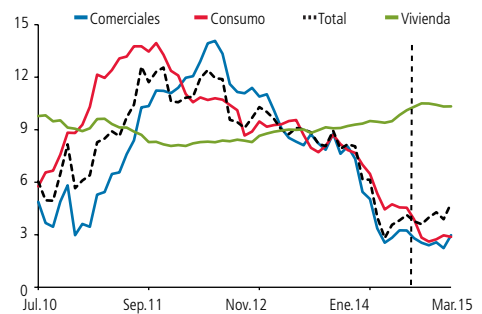
El crecimiento anual de las colocaciones de consumo también ha descendido en los últimos trimestres, aunque en el margen muestra una expansión algo mayor, ligada a créditos rotativos.

Al primer trimestre del 2015 el crecimiento anual de los créditos de consumo llegó a 2,9%, bastante por debajo de los niveles del 2013, pero algo por sobre la cifra de fines del 2014 (2,6%). Por tipo de producto, se observa un leve incremento en el uso de tarjetas de crédito.

Los indicadores de riesgo de crédito de hogares siguen estables. No así la cartera comercial, que muestra algunas señales de deterioro.

GRÁFICO IV.1

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

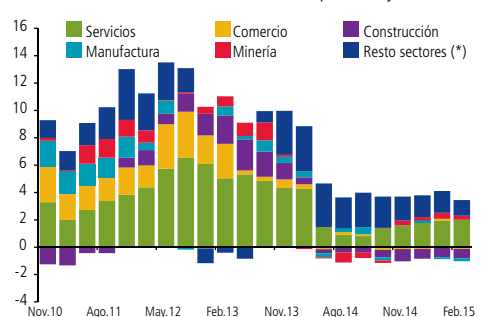


(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF anterior.

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

GRÁFICO IV.2

Colocaciones comerciales por sector económico
(contribución al crecimiento real anual, porcentaje)

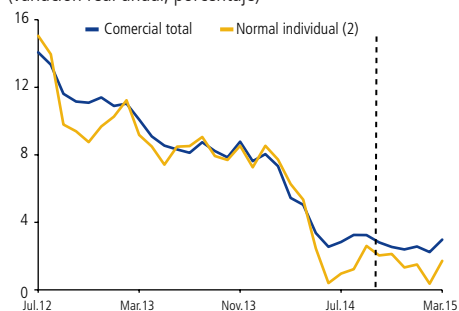


(*) Considera EGA; Transporte, Almacenamiento y Comunicación; Silvoagropecuario, Ganadería y Pesca; e Inmobiliario.

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

**GRÁFICO IV.3**

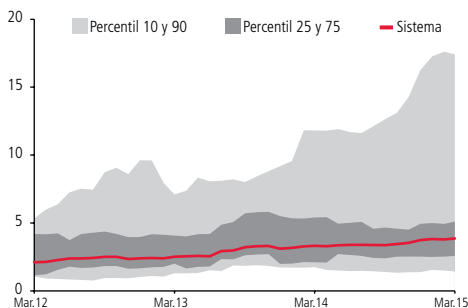
Categorías de colocaciones comerciales (1)
(variación real anual, porcentaje)



(1) Línea punteada corresponde al cierre del IEF anterior.
(2) Corresponde a las colocaciones comerciales evaluadas de forma individual, que se encuentran en una clasificación de riesgo normal.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.4

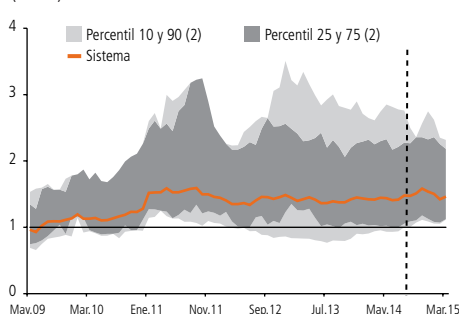
Distribución de la cartera subestándar (*)
(porcentaje de las colocaciones comerciales)



(*) Excluye a bancos de tesorería y comercio exterior.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.5

Cobertura de provisiones de la cartera comercial (1)
(veces)



(1) Ratio de provisiones específicas sobre mora de 90 días o más.
(2) Percentiles ponderados por tamaño de la cartera comercial.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

La estructura de las colocaciones comerciales evaluadas de forma individual muestra una reclasificación de deudores hacia categorías de mayor riesgo, destacando el aumento de la cartera subestándar. Además, la mayor dispersión de esta categoría estaría reflejando el deterioro del segmento en algunos bancos medianos, para los cuales la relación de cartera subestándar a cartera comercial alcanza a 18% (gráfico IV.4).

La morosidad de la cartera comercial aumentó desde 1,5% en diciembre del año pasado hasta 1,6% en marzo del 2015, siendo un fenómeno generalizado entre bancos (tabla IV.1). Así, en el primer trimestre del 2015 más del 75% de las instituciones (57% a fines del 2014) incrementaron su índice de morosidad en esta cartera. Este deterioro no ha estado acompañado por un aumento proporcional de provisiones en el primer trimestre del 2015 (gráfico IV.5). Por otra parte, la exposición de la banca a deudores con mayor mora de la cartera comercial es más alta en el 2014 respecto de años anteriores, aumentando así el riesgo de concentración (gráfico IV.6). En contraste, en el sector hogares la morosidad de los créditos de consumo e hipotecarios se ha mantenido estable (tabla IV.1).

TABLA IV.1

Morosidad a 90 días
(porcentaje de las colocaciones)

	2009.IV	2010.IV	2011.IV	2012.IV	2013.IV	2014.IV	2015.I
Total	2,8	2,6	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
Comercial (*)	1,8	1,7	1,5	1,3	1,5	1,5	1,6
Consumo	2,9	2,3	2,5	2,5	2,2	2,2	2,2
Vivienda	5,5	5,0	4,2	3,9	3,3	3,0	3,0

(*) Incluye colocaciones de comercio exterior y contingentes.

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

En el primer trimestre del año, la rentabilidad de la banca bajó respecto de fines del 2014, ubicándose algo por sobre 16% del capital.

Destaca que se disipó el efecto transitorio de la inflación en el margen de reajustes y se redujo el margen de intereses (gráfico IV.7). A pesar de la disminución de este último, sigue siendo el componente principal de los ingresos operacionales de la banca, representando 2,8% de los activos totales.

Los bancos aumentaron su financiamiento a través de la emisión de bonos, tanto en el mercado externo como en el local (gráfico IV.8).

Este aumento se explica principalmente por emisiones de deuda de los bancos de mayor tamaño que, en el primer trimestre del 2015, emitieron en el mercado local US\$761 millones, vis à vis las emisiones externas (bonos y efectos de comercio) que alcanzaron US\$2.000 millones. En contraste, en los bancos medianos, la participación de los bonos locales disminuyó a 18% de sus pasivos el mismo período. Además, a igual fecha, continúa observándose una alta dependencia de la banca mediana al financiamiento institucional (algo por debajo de 30% de sus pasivos).

Con todo, las emisiones recientes en el exterior no presentan un impacto material en los descalces de moneda o de plazo. La duración de los pasivos de los bancos se ha mantenido en 21 meses. A su vez, los activos han aumentado su duración hasta 36,5 meses, debido principalmente al dinamismo de los créditos hipotecarios.

La dependencia del financiamiento mayorista por parte de la banca mediana sigue siendo relevante.

Hasta el último IEF, se destacaba la alta concentración de los depósitos a plazo emitidos por bancos medianos en poder de los fondos mutuos. Sin embargo, un análisis que incluye la medición de los riesgos asociados a las distintas fuentes de financiamiento bancario, señala también la relevancia de otras fuentes mayoristas, tales como los fondos de pensiones y bancos (Recuadro IV.1).

FACTORES DE RIESGO

Una desaceleración persistente podría redundar en un aumento del riesgo de crédito, principalmente en bancos más expuestos a sectores sensibles al ciclo económico.

Si bien el incremento de los indicadores de mora de la cartera comercial es coherente con el actual ciclo económico, podría agravarse en instituciones con mayor exposición a sectores económicos que han presentado un deterioro en su comportamiento de pago, tales como Construcción y Pesca (Capítulo III).

Es posible que la banca enfrente períodos de volatilidad en sus fuentes de financiamiento externas y locales.

Desde el IEF de diciembre han persistido las favorables condiciones de financiamiento bancario, tanto en el mercado local como externo. No obstante, la posibilidad de que la banca enfrente un escenario adverso en términos de costos de financiamiento, producto del alza de la tasa de política monetaria de Estados Unidos, aunque algo atenuada en lo más reciente, se mantiene latente (Capítulo I). Por otra parte, el fuerte aumento de los portafolios de los fondos mutuos de deuda —altamente concentrados en bonos corporativos y bancarios—, y una potencial reversión de esta dinámica, podría ser una fuente de riesgo para el financiamiento de la banca. Ello, a través de cambios de las estrategias de inversión de los fondos mutuos (Capítulo II), afectando en especial a la banca de tamaño medio o menor, ya que utiliza más intensivamente esta fuente de financiamiento.

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS^{1/}

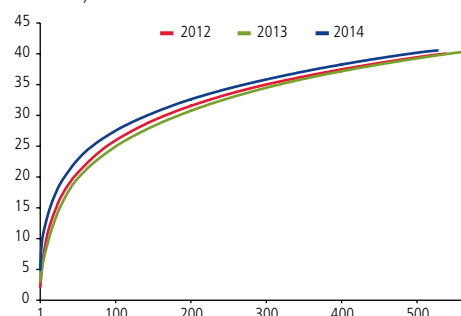
Los ejercicios muestran que el sistema bancario mantiene una posición financiera suficiente para absorber la materialización de un escenario de tensión severo. Si bien el resultado es algo inferior respecto del IEF anterior, ello está determinado por una menor rentabilidad inicial —la cual se explicaría por la disipación de factores transitorios—, y por una cartera comercial levemente más sensible al escenario de tensión.

Los ejercicios de tensión emplean información macro y contable del sistema bancario a diciembre del 2014. Para el cálculo del riesgo de crédito se estima un

^{1/} El análisis se basa en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre del 2013. Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

GRÁFICO IV.6

Distribución de morosos comerciales del sistema (*) (porcentaje de la mora de la cartera comercial, número de deudores)

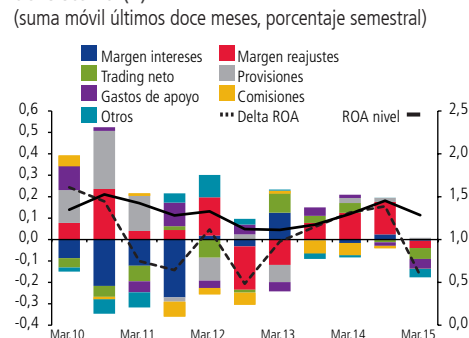


(*) Muestra de los 1.000 mayores morosos del sistema. Considera mora entre 90 días y 2 años.

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

GRÁFICO IV.7

Cambios en los principales componentes del ROA del sistema (*) (suma móvil últimos doce meses, porcentaje semestral)

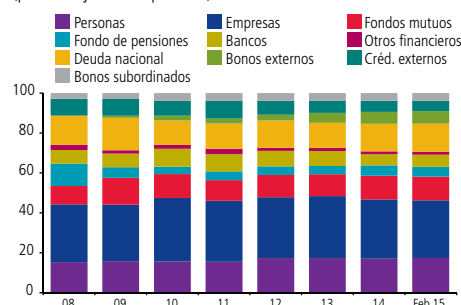


(*) En base a estados financieros consolidados.

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

GRÁFICO IV.8

Composición de los pasivos del sistema bancario (*) (porcentaje de los pasivos)



(*) Excluye otros depósitos, otras obligaciones financieras, derivados, impuestos, provisiones y otros pasivos.

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

**GRÁFICO IV.9**

Crecimiento real anual del PIB
(datos trimestrales, porcentaje)

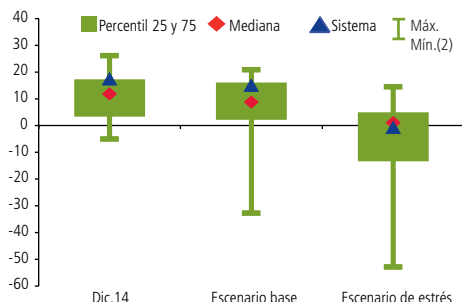


(*) Escenario base del IPoM de marzo de 2015 que considera un crecimiento del PIB de entre 2,5 y 3,5% para el 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.10

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

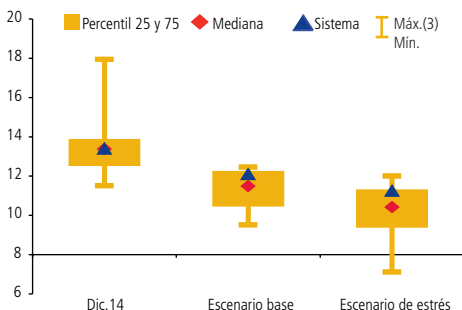


(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.
(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

GRÁFICO IV.11

Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital (1)(2)
(patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.
(2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior.
(3) Los máximos corresponden al percentil 90.

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

modelo que relaciona provisiones —las que reflejan la calidad de las carteras de crédito de los bancos—, principalmente con actividad económica. En tanto, el cálculo del riesgo de mercado considera tres tipos de exposición: moneda, valoración y reprecio. Ambos riesgos se evalúan en escenarios base y de estrés.

El escenario de estrés considera una caída del PIB en el corto plazo y en el mediano plazo un bajo crecimiento, intentando replicar episodios relevantes de fragilidad financiera pasados^{2/}. En este, la actividad se contrae 2,8% en promedio en el 2015, y luego converge a un crecimiento de 1,5% el 2016 (gráfico IV.9).

Respecto de la situación inicial del ejercicio del IEF previo (junio del 2014), se observa una menor rentabilidad y un nivel de capitalización levemente inferior. La rentabilidad del capital (ROE) del sistema bancario es 1,2 puntos porcentuales (pp) inferior —17,3 versus 18,5%— y el IAC 0,1pp menor —13,4 versus 13,5%.

Los ejercicios muestran que en el escenario de estrés el ROE se vuelve negativo: -0,9pp del capital básico (tabla IV.2), inferior a los 0,4pp del ejercicio del IEF anterior. A nivel de instituciones, bancos que, en conjunto representan 50% del capital básico del sistema, exhibirían rentabilidades positivas en el escenario de estrés (gráfico IV.10), mientras que aquellos que mantendrían un IAC sobre 11% representan 54% del capital básico del sistema (gráfico IV.11)^{3/}. Estas cifras se comparan, respectivamente, con 58 y 60% del ejercicio anterior, y muestran una situación algo menos favorable.

TABLA IV.2

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

	Escenario de estrés
ROE inicial	17,3
Riesgo de mercado	-1,5
Valoración	-1,1
Reprecio	-0,7
Moneda	0,3
Riesgo de crédito	-21,4
Consumo	-9,2
Comercial	-10,4
Vivienda	-1,8
Margen	4,8
ROE final	-0,9

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

Las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras sistémicas en un momento del tiempo. Por su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos de determinados escenarios de tensión. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección. Sin perjuicio de esto, en el actual contexto de riesgos externos y expectativas de crecimiento internas, es importante que los bancos velen por mantener un nivel adecuado de cobertura de provisiones y de capital.

^{2/} El escenario base es coherente con el IPoM de marzo de 2015: crecimiento del PIB entre 2,5 y 3,5% para el 2015. Las tasas de interés en UF proyectadas a diciembre del 2015 para colocaciones entre 1 y 3 años y para créditos hipotecarios a más de 20 años son 4,7 y 4,9%, respectivamente.

^{3/} Considera reinversión de utilidades y capitalizaciones.

RECUADRO IV.1

ESTABILIDAD DEL FINANCIAMIENTO DE LA BANCA

Este recuadro contribuye a la medición de los riesgos asociados a la estructura de financiamiento bancario. Ello se consigue a través del cálculo del Valor-en-Riesgo (VaR) para cada una de las fuentes de financiamiento. Asimismo, se analizan las dinámicas recientes de la exposición y riesgo asociados a las fuentes más relevantes para la banca mediana.

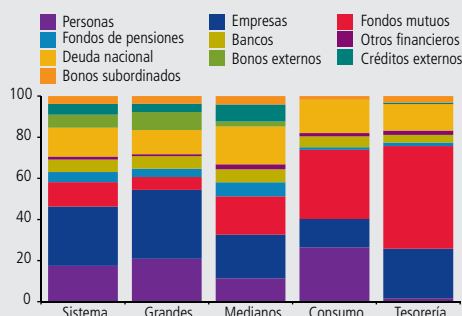
Estructura de financiamiento

Debido a su naturaleza, los bancos presentan altos niveles de apalancamiento (pasivos/activos). La razón de capital sobre activos es aproximadamente 8% para el sistema chileno, con un orden de magnitud en línea con países desarrollados como Estados Unidos (11,7%), España (7,2%) o Japón (5,5%)^{1/}.

A pesar de que el financiamiento del sistema se basa principalmente en depósitos, los que representan sobre el 70% de los pasivos, se observan diferentes composiciones a través de tipos de bancos (gráfico IV.12). Destaca la mayor base de bonos externos en los bancos grandes; mientras que en la banca mediana, de consumo y tesorería, destacan los títulos de deuda nacionales y depósitos de fondos mutuos.

GRÁFICO IV.12

Composición de los pasivos por tipo de banco (1)
(porcentaje a febrero de 2015) (2)



(1) Tipo de bancos de acuerdo a Jara y Oda (2014).

(2) Excluye otros depósitos, otras obligaciones financieras, derivados, impuestos, provisiones, cuentas corrientes de bancos, créditos con bancos locales, obligaciones con el Banco Central y otros pasivos.

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

En particular, la banca mediana —que concentra 31% de los activos del sistema— muestra una dependencia en su financiamiento de 26% a fondos mutuos y de pensiones.

Por su parte, la banca de consumo y de tesorería también muestra alta dependencia a los depósitos de fondos mutuos. Sin embargo, en su conjunto, concentran menos del 6% de los activos del sistema (1,7 y 4%, respectivamente). Además, los bancos de este grupo tienen un alto nivel de capitalización (en promedio, una razón de patrimonio a activos de 15% en febrero) en relación con el resto del sistema (8% en promedio).

Por su parte, los bancos de mayor tamaño, que tienen alrededor del 63% de los activos del sistema, poseen una matriz de financiamiento más diversificada, por lo que tendrían mayor capacidad para sustituir sus fuentes de financiamiento si lo requiriesen.

Niveles de riesgo

El riesgo de las distintas fuentes de financiamiento es cuantificado por el VaR de las variaciones mensuales del stock de cada fuente^{2/}.

A nivel de sistema, el análisis de VaR (tabla IV.3, panel A) confirma la estabilidad del financiamiento minorista. Asimismo, destaca el alto nivel de riesgo de los depósitos a plazo de los fondos de pensiones.

TABLA IV.3

Indicadores de riesgo por tipo de fondo y tamaño de bancos
(Ene.09 - Dic.14)
(porcentaje)

	Panel A Valor en Riesgo Sist. Grande Med.			Panel B Exposición (1) Sist. Grande Med.			Panel C Impacto (2) Sist. Grande Med.		
	Sist.	Grande	Med.	Sist.	Grande	Med.	Sist.	Grande	Med.
Cuentas corrientes									
Personas	2,7	2,9	3,3	5,1	6,3	2,5	0,1	0,2	0,1
Empresas	4,7	6,2	10,2	13,9	17,8	7,6	0,7	1,1	0,8
Depósitos a plazo									
Personas	2,3	6,9	17,2	12,0	14,1	6,4	0,3	1,0	1,1
Emp. no-financieras	4,1	9,5	11,9	15,8	16,3	15,5	0,6	1,5	1,8
Fondos mutuos	5,7	13,5	14,5	11,9	6,0	21,2	0,7	0,8	3,1
Fondos de pensiones	11,3	18,0	33,4	5,2	4,8	5,5	0,6	0,9	1,8
Bancos	7,0	11,5	27,7	5,6	5,9	5,3	0,4	0,7	1,5
Otros financieros	7,7	21,2	31,3	1,4	0,9	1,9	0,1	0,2	0,6
Obligaciones									
Crédito externo	6,5	13,2	10,7	5,6	4,5	13,0	0,4	0,6	1,4
Instrum. de deuda									
Bonos externos	5,5	4,6	5,7	6,0	8,1	1,3	0,3	0,4	0,1
Deuda local	2,1	3,8	1,6	13,5	11,0	16,0	0,3	0,4	0,3
Bonos subordinados	0,4	1,3	1,3	3,8	3,8	3,8	0,0	0,1	0,0
Total de fondos	1,1	3,0	4,4	100	100	100	1,1	3,0	4,4

(1) Porcentaje de los fondos totales. Excluye cuentas corrientes de bancos (0,03%), créditos con bancos locales (0,3%) y obligaciones con el Banco Central (0,03%). Dato a Diciembre del 2014.

(2) Impacto es la multiplicación del VaR (panel A) por la exposición (panel B).

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

^{1/} Ver Financial Soundness Indicators, IMF 2015.

^{2/} El análisis considera un valor crítico de 10%.



Si se mantiene el análisis por grupo de bancos, los resultados muestran que la banca mediana tiene un nivel de riesgo mayor que el grupo de bancos de mayor tamaño en casi todos los tipos de fuentes de financiamiento.

Depósitos de fondos mutuos y fondos de pensiones en la banca mediana

Tal como se ha mencionado en IEF anteriores, la banca mediana tiene una alta exposición a fondos mutuos (FM) y de pensiones (FP) en sus depósitos a plazo (tabla IV.3, panel B). Estas fuentes de financiamiento también presentan altos niveles de riesgo (VaR) para el mismo grupo de bancos.

La combinación de estos elementos —exposición y riesgo— permiten cuantificar el impacto que tendría una reversión de flujos de una determinada fuente de financiamiento en los pasivos de cada grupo de bancos (Tabla IV.3, Panel C). Así, se destaca que el financiamiento de depósitos a plazo por parte de los FM conlleva un impacto de fondeo relevante para la banca mediana. Por otra parte, el impacto asociado a los depósitos a plazo de los FP es mayor que el sugerido simplemente por la exposición a estos agentes debido a su alto VaR.

Conclusiones

La concentración del financiamiento bancario conlleva riesgos. Sin embargo, una correcta evaluación de estos requiere contar con una medida de volatilidad de las distintas formas de financiamiento. En este recuadro se utiliza la metodología de VaR para cuantificar esta dimensión, y muestra variaciones importantes según fuentes y grupos de bancos. Así, algunas fuentes de financiamiento, como es el caso de los depósitos a plazo en manos de los fondos de pensiones, conllevan un riesgo de fondeo mayor que el que se deduce de la exposición simple que tienen los bancos a ellas.

Los resultados reportados en este recuadro para los riesgos de fondeo enfrentados por la banca mediana confirman la conveniencia de que esta diversifique sus fuentes de financiamiento, tal como se ha sugerido en IEF anteriores.

V. REGULACIÓN FINANCIERA

Este Capítulo revisa los temas más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel local e internacional durante el primer semestre^{1/}.

REGULACIÓN NACIONAL

Nueva normativa de liquidez para la banca

El 22 de enero pasado el Banco Central de Chile (BCCCh) modificó su regulación sobre gestión de riesgos de liquidez de las empresas bancarias, emitiendo el nuevo Capítulo III.B.2.1 de su Compendio de Normas Financieras (CNF) luego de un período de consulta pública de seis meses que se realizó durante el 2014. Esta nueva regulación comenzará a regir el 1 de agosto de 2015. Tal como se expuso en el IEF del primer semestre del 2014, la nueva normativa persigue los siguientes objetivos generales: (1) fortalecer las políticas de gestión del riesgo de liquidez en la banca; (2) aumentar la cantidad y calidad de información disponible para el supervisor; cabe notar en este punto que se incorporan las medidas cuantitativas de Basilea III como herramientas de monitoreo sin imponer un límite normativo; y (3) perfeccionar los actuales requerimientos normativos en relación a los descalses de plazo. Para más detalles sobre la nueva normativa, ver el Capítulo V del citado IEF.

Durante este semestre, la SBIF ha avanzado en la implementación del nuevo Capítulo del CNF, publicando para consulta una propuesta de Capítulo de su Recopilación Actualizada de Normas (RAN) que operacionaliza la regulación del BCCCh. Esta consulta pública finalizó el 10 de mayo de 2015. Complementariamente, la SBIF ha propuesto un borrador del nuevo archivo sobre “situación de liquidez” del Manual de Sistemas de Información, que canalizaría la información relativa a los descalses de plazo, cuya publicación para consulta finalizó el 27 de abril de 2015.

Modificaciones a la normativa de provisiones por riesgo de crédito para bancos

Luego de una consulta pública, la SBIF emitió la versión definitiva de las modificaciones a las normas que regulan la determinación de las provisiones por riesgo de crédito. Estas tienen por objeto que las provisiones que constituyen los bancos representen adecuadamente el riesgo de crédito presente en sus carteras de colocaciones, además de entregar lineamientos que promuevan el desarrollo de las mejores prácticas en la evaluación y gestión de riesgos.

^{1/} Información sobre los volúmenes de las operaciones realizadas por los sistemas de pago se encuentra en el Anexo Estadístico.



Las modificaciones se relacionan con: i) las provisiones para créditos hipotecarios, donde se establece un estándar para computar las provisiones mínimas de esta cartera, que considera explícitamente la morosidad y la relación préstamo a garantía (*loan to value*) de los créditos; ii) las garantías de otras carteras, donde se determinan las condiciones mediante las cuales estas pueden ser mitigadores de riesgo, es decir, descontarse del saldo a provisionar, haciendo precisiones respecto de la sustitución de la calidad crediticia del deudor en el caso de avales y fianzas, de los factores para determinar el valor en las garantías reales que cuenten los créditos, y de la posibilidad de deterioro de bienes físicos con la caída de valor correspondiente cuando los bienes son entregados en leasing; y iii) la sustitución de emisor por deudor en operaciones de factoraje, agregando la categoría factoraje, antes implícita en otras categorías, y especificando las condiciones bajo las cuales se considerará el cedente de la factura (en general, cuando mantenga la responsabilidad de pago) o al deudor de la factura (cuando se traspase la responsabilidad de pago).

Esta normativa entrará en vigencia el 1 de enero de 2016.

Norma sobre disponibilidad de efectivo en cajeros automáticos

Con el objetivo de fijar un estándar mínimo de operatividad, la SBIF emitió una normativa que define un indicador de disponibilidad del servicio de la red de cajeros automáticos, el que no podrá ser inferior a 95%. Se establece además que el directorio de cada banco será responsable de proveer las directrices para asegurar la implementación de los nuevos estándares de servicio. Así, los bancos deberán adoptar las medidas necesarias para asegurar su cumplimiento frente a un conjunto amplio de causales, con la sola excepción de las asociadas a actos vandálicos que inhabiliten la operatividad de los dispositivos, eventos ajenos a la administración del banco como remodelaciones o cierres de los locales en que se ubican los cajeros, así como situaciones de caso fortuito o fuerza mayor.

Esta norma fue puesta en consulta en diciembre del año pasado y su versión definitiva publicada en marzo. A partir de abril, los bancos debieron iniciar el monitoreo del índice de disponibilidad de servicio mínimo bajo las condiciones establecidas en la norma y enviar la información a la SBIF. La aplicación integral de las disposiciones se iniciará el 1 de julio.

Normas sobre Rentas Vitalicias

Luego de un período de consulta pública, en enero la SVS emitió dos normas que introducen cambios a las tasas de descuento usadas para la constitución de las reservas técnicas asociadas a las Rentas Vitalicias y para el Test de Suficiencia de Activos (TSA) que deben realizar las compañías de seguros de vida.

La Norma de Carácter General (NCG) N°374 modificó las tasas de descuento utilizadas para la constitución de las reservas técnicas asociadas a las Rentas Vitalicias, reemplazando la "Tasa de Mercado", calculada sobre la base de transacciones de papeles estatales de más de ocho años de plazo al vencimiento, por un "Vector de Tasas de Descuento" (VTD). Este último se obtiene sumando el 80% del spread de instrumentos financieros con clasificación de riesgo AAA

a la estructura de tasas cero de los últimos tres meses, calculada en base al promedio de las transacciones de los instrumentos estatales para distintos plazos. En tanto, la NCG N°373 reemplazó la tasa de descuento de 3% utilizada en el TSA, por el mismo VTD.

La modificación regirá en forma obligatoria desde el 1 de junio de 2015, pero podrá aplicarse en forma voluntaria para las pólizas que entraron en vigencia a partir del 1 de marzo de 2015.

Superintendencia de Valores y Seguros puso en consulta norma sobre seguros de vida con ahorro

Durante abril, la SVS publicó para consulta una nueva normativa que apunta principalmente a hacer más transparente la comercialización de los “seguros de vida con ahorro” y fomentar una decisión de compra informada por parte de los asegurados.

La normativa en consulta incorpora, principalmente, el deber de asesoría de aseguradoras y corredores de seguros, condiciones respecto de la publicidad relacionada, requisitos de información a los asegurados antes de la contratación y durante la vigencia del contrato. Además, incluye precisiones respecto que el asegurador no puede imponer cargos al asegurado por retirar todo el monto ahorrado en la póliza e indexación de la rentabilidad del ahorro a un activo o tasa de interés de referencia.

Informe del Grupo de Trabajo para el Fortalecimiento Institucional del Mercado de Capitales

En abril, se presentó el informe de este grupo de trabajo, conformado por expertos del mercado de capitales convocados por el Ministerio de Hacienda para analizar el proyecto de ley que crea la Comisión de Valores y Seguros (CVS), y determinar qué aspectos de este es necesario reforzar o modificar para avanzar hacia una institucionalidad eficiente y eficaz en sus roles de regulación y fiscalización del mercado. Además, el grupo tenía por objeto discutir acerca de otros aspectos de la legislación que se debieran revisar para garantizar un adecuado desarrollo del mercado de capitales y su funcionamiento de acuerdo con elevados estándares de transparencia y protección de consumidores e inversionistas.

Cabe recordar que, en el 2013, el Ejecutivo presentó un Proyecto de Ley que busca transformar la actual SVS en una Comisión dirigida por un órgano colegiado. En este contexto, las recomendaciones contenidas en el informe se refieren a diversos aspectos relacionados con el eventual funcionamiento de la CVS, tales como su gobierno corporativo, régimen laboral, financiamiento, facultades normativas y procedimientos sancionatorios. También contiene recomendaciones relativas al desarrollo y funcionamiento de los mercados de valores y seguros, a las bolsas de valores, y al perímetro regulatorio de la CVS.

Innovaciones en el sistema financiero nacional

A nivel internacional, el desarrollo tecnológico ha facilitado el surgimiento de diversos modelos de negocio innovadores. Estos han permitido facilitar y



masificar operaciones financieras como el préstamo de dinero y la transacción de valores. De esta manera, en los últimos años se ha apreciado el surgimiento de plataformas que permiten a personas naturales ofrecer crédito a personas naturales o jurídicas que lo demandan (*crowdfunding*), o bien, acceder y realizar directamente inversiones en diversos instrumentos financieros. El desarrollo de innovaciones como las señaladas en el sistema financiero nacional es aún incipiente. A pesar de sus beneficios, estas innovaciones también pueden tener efectos que no necesariamente son neutrales desde la perspectiva del regulador (Recuadro V.1).

Otros documentos relevantes

Las tablas V.1 y V.2 presentan las principales normas publicadas y puestas en consulta, respectivamente.

TABLA V.1
Principales normas promulgadas durante el primer semestre del 2015

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
30-12-2014	SBIF	CIRCULAR BANCOS N° 3.573 REEMPLAZA CAPÍTULO B-1 Y MODIFICA CAPÍTULOS B-2, E DEL COMPENDIO DE NORMAS CONTABLES	Establecer un método estándar para la determinación de provisiones mínimas sobre colocaciones hipotecarias para la vivienda, que considere explícitamente la morosidad y la relación préstamo a garantía de los créditos.
13-01-2015	SVS	NCG N°318 Y NCG N°209	Rentas vitalicias: La NCG N°318 introduce cambios a las tasas de descuento utilizadas para la constitución de reservas técnicas asociadas a las Rentas Vitalicias, mientras que la NCG N°209 reemplaza la tasa de descuento utilizada en el "Test de Suficiencia de Activos" que deben realizar las compañías que tienen obligaciones por Rentas Vitalicias como parte de los requerimientos de solvencia que se les aplica.
21-01-2015	SVS	NCG N°376	Impartir una serie de instrucciones respecto del régimen de inversión de aplicable a los fondos mutuos y fondos de inversión.
09-03-2015	SVS	NCG N°380	Elevar los estándares que regulan la relación de los intermediarios con sus clientes a través de mayores exigencias en la relación contractual entre ambos; transparencia en la ejecución de las operaciones bursátiles; detección y resolución de conflictos de interés; conocimiento de clientes, y el establecimiento de un registro con documentación de respaldo, entre otras disposiciones.
17-03-2015	SBIF	MODIFICA CAPÍTULO 1-7 DE LA RAN	Definir un indicador de disponibilidad del servicio de la red de cajeros automáticos con el objetivo de fijar un estándar mínimo.
14-05-2015	SBIF	CIRCULAR BANCOS N°3582 MODIFICA CAPÍTULO 1-13 DE LA RAN	Adecuación de capítulo con motivo de ajustes introducidos en la metodología de evaluación y clasificación de gestión que realiza la Superintendencia, particularmente, se actualiza información sobre las evaluaciones para clasificar a los bancos.

TABLA V.2
Principales normas puestas en consulta pública durante el primer semestre del 2015

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
10-02-2015	SBIF	NUEVO CAPÍTULO NORMAS SOBRE LA GESTIÓN Y POSICIÓN DE LIQUIDEZ	Ajustar las normas referidas a la gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, en concordancia con las mejores prácticas internacionales y con las disposiciones impartidas en el Capítulo III.8.2.1 del Compendio de Normas Financieras del BCCh.
22-01-2015	SBIF, SVS	MODIFICA NCG SVS N° 30, CIRCULAR SBIF BANCOS N°3530, COOPERATIVAS N°147 Y FILIALES N°62	Ajustar las normas referidas a la gestión y medición de la posición de liquidez de las empresas bancarias, en concordancia con las mejores prácticas internacionales y con las disposiciones impartidas en el Capítulo III.8.2.1 del Compendio de Normas Financieras del BCCh.
02-03-2015	SVS	PROYECTO NORMATIVO "FORTALECIMIENTO DE ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS" INCORPORA MEJORAS A LA NCG N°341Y AJUSTES A LA NCG N°30	Mejorar la información que reportan las sociedades anónimas abiertas del mercado local en materias de gobierno corporativo, e incorporar la difusión de prácticas relacionadas con responsabilidad social y desarrollo sostenible.
09-04-2015	SVS	NUEVA NORMA QUE REGULA LA COMERCIALIZACIÓN DE SEGUROS DE VIDA CON AHORRO	Hacer más transparente la comercialización de estos seguros y fomentar una decisión de compra informada por parte de los asegurados. Refuerza la regulación en temas como la claridad de los textos de las pólizas, la publicidad e información que se proporciona a los asegurados y el deber de asesoría de las aseguradoras e intermediarios. Entre otras cosas, dispone que el asegurador no pueda imponer cargos al retiro del monto ahorrado en la póliza.

REGULACIÓN INTERNACIONAL

Creación de un nuevo regulador de sistemas de pagos en el Reino Unido

En diciembre del 2013, la Ley de Servicios Financieros 2013 del Reino Unido^{2/} estableció la creación de un Regulador de Sistemas de Pagos (*Payment Systems Regulator* (PSR)). Esta entidad inició sus operaciones en abril del 2015 y, si bien es subsidiaria de la *Financial Conduct Authority*, opera de forma independiente y cuenta con sus propios estatutos y gobierno corporativo.

El objetivo de esta nueva institución regulatoria es promover la competencia e innovación en los sistemas de pagos^{3/}, y asegurar que sean desarrollados y operados en el mejor interés de los usuarios. El objetivo declarado por las autoridades del Reino Unido es contar con sistemas de pagos de clase mundial, dado su carácter vital para el sistema financiero.

Las atribuciones de esta agencia son ejercidas sobre los sistemas de pago designados por el Tesoro. A la fecha, las entidades reguladas son: los sistemas de pagos interbancarios de alto valor, las cámaras de compensación de cheques y cajeros automáticos, el sistema interbancario que procesa débitos asociados a los pagos de cuentas y de salarios y los sistemas operados por algunas marcas internacionales de tarjetas de crédito^{4/}.

Esta iniciativa confirma la relevancia de los sistemas de pagos, no solo de alto valor, en la vida financiera de las personas y la protección de sus derechos. En efecto, parte importante de los problemas reportados a las agencias de protección del consumidor se relacionan con experiencias negativas asociadas al funcionamiento de medios de pago minoristas. Por ejemplo, el cobro de comisiones en el caso de tarjetas de prepago o el procesamiento de pagos mínimos en el caso de tarjetas de crédito.

Directiva para la reestructuración y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión en la Unión Europea

En enero, entró en vigor un reglamento uniforme para la resolución de bancos y empresas de inversión de gran tamaño para todos los países miembros de la Unión Europea (BRRD, por su sigla en inglés), armonizando y mejorando las herramientas para lidiar con crisis bancarias en la Unión. El objetivo declarado es que los accionistas y acreedores, en vez de los contribuyentes, sean los que enfrenten los costos y las pérdidas de un banco fallido.

^{2/} Financial Services (Banking Reform Act) 2013.

^{3/} Los sistemas de pago sujetos a esta entidad regulatoria serán seleccionados por el Tesoro del Reino Unido. Particularmente, serán regulados los sistemas de pago más grandes e importantes que en caso de falla o disrupción puedan causar serias consecuencias para sus usuarios.

^{4/} BacsC&C, CHAPS, Faster Payments Scheme, LINK, Northern Ireland Cheque Clearing, Mastercard y Visa Europe (Visa).



Entre otras medidas, la BRRD otorga a las autoridades poderes para intervenir en las operaciones de los bancos para prevenir que caigan en insolvencia. En caso de hacerlo, las autoridades cuentan con herramientas para reestructurarlos, asignando pérdidas a los accionistas y a los acreedores, siguiendo una jerarquía claramente definida. Además, puede implementar un plan para la resolución de bancos fallidos de manera de preservar sus funciones más críticas y evitar que los contribuyentes tengan que financiar un rescate. Se contemplan también acuerdos sobre la cooperación que debe existir entre las autoridades del país originario del banco y del país en que operan, y se asigna a la Entidad Bancaria Europea un rol de coordinación y mediación en caso de desacuerdos. Por último, para los países cuya moneda es el euro, se contempla la creación de un Fondo Único de Resolución a partir del 2016.

Esta nueva Directiva fue utilizada por primera vez en marzo para la resolución de un banco en Austria^{5/}.

Otros documentos relevantes

La tabla V.3 muestra los principales documentos publicados sobre temas regulatorios a nivel internacional.

TABLA V.3
Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Solvencia / Liquidez	Infraestructura / Transparencia	SiFIs	Resolución	Adm. Riesgo / Governance	Supervisión	Otros
1/	Capital floors: the design of a framework based on standardised approaches - consultative document	BIS	*						
2/	Revisions to the standardised approach for credit risk - consultative document	BIS					*		
3/	Revised Pillar 3 disclosure requirements	BIS		*					
4/	Basel III Monitoring Report	BIS	*				*	*	
5/	Margin requirements for non-centrally cleared derivatives	BIS		*					
6/	Public quantitative disclosure standards for central counterparties	BIS		*			*		
7/	Central bank operating frameworks and collateral markets	BIS							*
8/	Eighth progress report on adoption of the Basel regulatory framework	BIS	*	*	*		*	*	
9/	Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions - Consultative document	FSB / IOSCO			*				
10/	Abbreviated terms of reference for second thematic peer review on resolution regimes	FSB				*			
11/	Financial integration in Europe, 2015 - Chapter 2 Further progress in the implementation	ECB	*			*		*	
12/	Virtual currency schemes - a further analysis	ECB							*
13/	Strategies for Improving the U.S. Payment System	Fed		*					

Fuente: Sitios Web de cada institución.

^{5/} Heta Asset Regulation AG, el “banco malo” creado luego de la insolvencia del Hypo Alde Adria.

RECUADRO V.1

INNOVACIONES EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL Y SU SITUACIÓN A NIVEL LOCAL

Este recuadro describe dos tipos de innovaciones que han surgido tanto en el sistema financiero internacional como local: las plataformas de transacciones en línea y las de *crowdfunding*. Además, en cada caso, aborda algunos de los aspectos relevantes desde la perspectiva de la regulación financiera.

A. Plataformas de transacción de valores en línea

En países como Australia, EE.UU. y el Reino Unido, existe una amplia oferta de plataformas que permiten la transacción de valores en línea. Ellas facilitan el acceso de inversionistas minoristas a un conjunto amplio de instrumentos, como acciones, bonos, materias primas, monedas, ETFs y diversos tipos de derivados. Dentro de esos instrumentos, también están los llamados “contratos por diferencia”^{1/} (CFD, por su sigla en inglés), aunque su transacción a través de estas plataformas no se encuentra autorizada en todos los mercados.

Situación en Chile

Este tipo de plataformas también presta servicios en Chile. En la legislación vigente no existen restricciones para que sociedades no fiscalizadas puedan operar plataformas a través de las cuales se transen instrumentos financieros que no correspondan a valores de oferta pública bajo la Ley de Mercado de Valores. En esta condición, de acuerdo con un dictamen de la SVS del año 2012, se encuentran los CFD. Sin embargo, existen otros elementos de la regulación que son aplicables a las transacciones de estos instrumentos. Así, el funcionamiento de estas plataformas debe cumplir con la normativa cambiaria del Banco Central. Al respecto, si bien ninguna de las entidades involucradas forma parte del Mercado Cambiario Formal (MCF), en la medida en que las transacciones que se realizaren por medio de ellas conlleven la inversión en instrumentos en el exterior, los inversionistas deberán cumplir con las normas del Capítulo XII del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI). Ello implica realizar los pagos asociados a través de una entidad

del MCF y, si se superan los umbrales aplicables previstos en esa normativa, informar esa inversión al Banco Central de Chile.

En el caso de instrumentos derivados que sean transados en dichas plataformas, como los CFD, si una de las contrapartes es domiciliada o residente en el exterior debe cumplir con lo dispuesto en el Capítulo IX del CNCI. Este contiene disposiciones similares a las mencionadas, en tanto se trate de derivados sobre alguno de los subyacentes contemplados en esas disposiciones. Como referencia, la información que reportan las entidades del MCF representa aproximadamente el 96% de las transacciones del mercado cambiario chileno (Villena y Salinas, 2014).

De igual manera, las operaciones que se efectuaren sobre CFD por las empresas bancarias quedarían sujetas a la Ley General de Bancos, y, por ende, a la normativa financiera dictada por el Banco Central en relación con instrumentos derivados. Esto, además de la supervisión especializada aplicable respecto de la SBIF. Así, en el Capítulo III.D.1 del Compendio de Normas Financieras, se establece que los bancos no pueden efectuar operaciones con instrumentos derivados utilizando subyacentes distintos de tasas de interés y monedas, unidades de reajustabilidad autorizadas o ciertos instrumentos de renta fija; así como requisitos de formalización de los contratos, lo que en la práctica impediría a los bancos ser parte en este tipo de operaciones, especialmente si incidieren en acciones o índices de precios accionarios.

Por otra parte, la legislación de protección al consumidor financiero promulgada el 2012 también sería aplicable. Independiente de dónde esté instalada la plataforma transaccional, las condiciones de ofrecimiento o prestación de servicios deberían estar claramente definidas e informarse públicamente aspectos como la propiedad y tenencia de los instrumentos, su eventual custodia, el uso de los recursos invertidos, o cómo se liquidan las cuentas, entre otros aspectos relevantes.

Por último, si bien no es evidente que el funcionamiento de estas plataformas suponga un riesgo para la estabilidad financiera, y más allá del análisis que pueda hacerse sobre las distintas formas de regular y supervisar el acceso y utilización de este tipo de plataformas a través de países o los instrumentos que se transan por medio de ellas, es importante que los inversionistas estén conscientes de los riesgos involucrados en sus operaciones. Lo anterior implica tener claridad no solo respecto de los riesgos

^{1/} Un contrato por diferencia es un acuerdo mediante el cual los participantes se intercambian la diferencia en el valor de un activo subyacente entre la fecha en la que se inicia el contrato y la que se termina. Si el valor aumenta, el vendedor le paga al comprador la diferencia. Si el valor disminuye, el comprador le paga al vendedor esa diferencia. Los activos subyacentes pueden corresponder a monedas, precios de materias primas, índices accionarios, precios de acciones, tasas de interés, entre otros.



inherentes a una inversión apalancada en instrumentos volátiles, sino que también de los riesgos jurídicos asociados.

B. Desarrollo de iniciativas de crowdfunding

El crowdfunding es una forma de financiamiento participativo y, a nivel internacional, ha tenido un gran desarrollo en los últimos años. En su esencia, esta herramienta, que se ve potenciada por el uso de internet, permite proveer fondos a proyectos de personas naturales o jurídicas. Sus beneficios son aumentar las alternativas de financiamiento y, para algunas empresas o personas, proveer financiamiento más barato que las opciones tradicionales (Zhang y Liu, 2012).

Dependiendo de la retribución que obtiene quien otorga los recursos, el *crowdfunding* puede clasificarse en distintas modalidades. Algunas de ellas son: i) donación, donde no se espera una retribución por el monto otorgado, ii) premio, cuando el financista en vez de recibir una retribución financiera obtiene algún bien, servicio o reconocimiento público, iii) *royalty* o capital, cuando la retribución es proporcional a la contribución y contingente al éxito del proyecto financiado, y iv) préstamo, donde quien recibe el financiamiento contrae formalmente una deuda con quien lo otorga. Desde la perspectiva de los reguladores financieros, las dos últimas son las más relevantes y se asemejan a actividades que usualmente están sujetas a algún tipo de regulación.

En el mundo hay más de 1.200 plataformas Web que sirven para realizar algún tipo de *crowdfunding*. Los montos transados crecen de manera continua, en todas las modalidades y en todos los continentes, y se estima que en la actualidad su stock acumulado supera los US\$25 billones, los que han sido destinados principalmente a la modalidad de préstamo^{2/}. Algunas de estas plataformas son más reconocidas y tienden a concentrar las operaciones^{3/}.

En países donde el *crowdfunding* ha tenido mayor desarrollo — EE.UU., Reino Unido, España, Francia e Italia—, algunos aspectos son regulados, en especial los relacionados con las modalidades de préstamo y capital. En términos generales, la regulación busca proteger al inversionista, promover un nivel adecuado de transparencia sobre el proyecto que se busca financiar y mitigar potenciales conflictos de interés de los administradores de las plataformas. Esta regulación tiende a caer dentro del ámbito de competencia de los reguladores de valores.

Situación en Chile

A nivel local, existen plataformas digitales que realizan este tipo de actividades. Según la información disponible, durante los últimos cuatro años estas plataformas han estado involucradas en el financiamiento de proyectos por un monto cercano a los \$32.400 millones, el que está fuertemente concentrado en una de ellas. Si bien algunas han recibido financiamiento estatal a través del otorgamiento de capital semilla y se ha promovido a nivel gubernamental su utilización para empresas que exportan, existen dudas sobre posibles conflictos de algunos de estos modelos de negocios con la Ley General de Bancos.

El marco jurídico vigente establece que ciertas actividades solo pueden ser realizadas por bancos u otras entidades autorizadas por la ley, y es función del supervisor velar porque dicho marco jurídico se respete. Si el funcionamiento de las plataformas de *crowdfunding* necesariamente involucra la captación de recursos del público o intermediación de dinero, el marco legal impone una restricción al desarrollo de estas iniciativas. De no ser esa la situación, estas iniciativas quedarían fuera del perímetro regulatorio. Ninguna de estas situaciones pareciera ser deseable.

Entendiendo que el *crowdfunding* puede proporcionar nuevas fuentes de financiamiento y eventualmente aumentar la competencia en la oferta de créditos, existen aprensiones razonables respecto de los riesgos que este tipo de plataformas pudieran suponer. Por ejemplo, pueden surgir dudas de si los inversionistas están adecuadamente informados del nivel de riesgo que están asumiendo, quién y cómo se verifica que la información provista por la plataforma es veraz, o si están bien resguardados los riesgos operacionales de fraude y lavado de dinero. Estas son materias relevantes que se relacionan con la confianza y la fe pública, y que ha llevado a la regulación de este tipo de plataformas en otros países.

La innovación financiera usualmente presenta desafíos para el marco regulatorio. En el caso del *crowdfunding* podría ser necesario disponer de respuestas regulatorias que concilien de manera adecuada sus potenciales riesgos y beneficios, y que otorguen certidumbre a todos los potenciales actores involucrados. En tal sentido, algunas de las preocupaciones de reguladores de otras jurisdicciones, así como las respuestas de política que han desarrollado, pueden ser de interés para Chile.

^{2/} Abarca (2015).

^{3/} Por ejemplo, Prosper y Lending Club.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abarca I. 2015. Perspectiva Local e Internacional de la Financiación Participativa. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Adrian T., M. Fleming, J. Goldberg, M. Lewis, F. Natalucci y J. Wu. 2013a. Dealer Balance Sheet Capacity and Market Liquidity During the 2013 Selloff in Fixed-Income Markets. Liberty Street Economics, 16 Octubre.
- Adrian, T., A.B. Ashcraft, y N. Cetorelli. 2013b. Shadow Bank Monitoring. FRBNY Staff Report 638, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Ahumada L.A., N. Álvarez, y D. Saravia. 2011. Valorización de Fondos Mutuos Monetarios y su Impacto sobre Estabilidad Financiera. Documentos de Trabajo, N° 622, Abril. Banco Central de Chile.
- Alegria A. y J. Bravo. 2015. Análisis de Riesgo de los Deudores Hipotecarios en Chile. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. 2015. Informe de Política Monetaria. Marzo.
- Banco Central de Chile. 2014. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Bank for International Settlements. Quarterly Review. Bank of International Settlements, varios números
- Bank for International Settlements. 2011. Fixed Income Strategies of Insurance Companies and Pension Funds. CGFS papers N° 44.
- Bank of England. 2014. Financial Stability Review. Diciembre.
- Brunnermeier M. K. y L. H. Pedersen. 2009. Market Liquidity and Funding Liquidity. Review of Financial Studies, Society for Financial Studies, vol. 22(6), páginas 2201-2238, Junio.
- CBRE Chile. 2014. Market View Oficinas Santiago. Cuarto trimestre 2014.
- Ceballos L. 2013. Impacto de Sorpresas Macroeconómicas y Anuncios en Factores de la Estructura de Tasas de Chile. Banco Central de Chile, Documento de Trabajo N° 701. Julio.
- CGFS. 2014. Market-making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications. Committee on the Global Financial System, CGFS Papers n° 52, Noviembre.
- Claro S. y C. Moreno. 2015. Long Term Rates and the Term Premium: Evidence from Chile. BIS Policy Papers, Bank for International Settlements – por publicarse.
- Ellis L. y C. Naughtin. 2010. Commercial Property and Financial Stability – An International Perspective. Bulletin, June Quarter 2010. Reserve Bank of Australia.
- Espinosa C. y J. Fernández. 2015. Comparación Histórica de Resultados en el Sector Corporativo en Chile. Economía Chilena 18(1): 68-88.
- Feroli M., A.K. Kashyap, K. Schoenholtz y H. Song Shin. 2014. Market Tantrums and Monetary Policy. Conference draft, US Monetary Policy Forum, Febrero.
- FSB. 2014a. Global Shadow Banking Monitoring Report 2014. Noviembre.
- FSB. 2014b. Report on Shadow Banking in the Americas. Agosto.
- FSB. 2014c. Progress Report on Transforming Shadow Banking into Resilient Market-Based Financing. Noviembre.
- FMI. 2015. Global Financial Stability Report. Abril.
- GPS. Global Property Solutions. 2014. Informe del Mercado de Oficinas. Cuarto Trimestre 2014.

- Jara A. y D. Oda. 2014. Agrupación de Instituciones Bancarias a Partir del Análisis de Cluster: Una Aplicación al Caso de Chile. *Economía Chilena* 17(2): 80-102.
- JJL Research. Jones Lang LaSalle. 2015. Office Market Overview Latin America. End-year 2014.
- Johnson C. 2002. Value-at-Risk: Teoría y Aplicaciones. Documentos de Trabajo N° 136, Banco Central de Chile.
- McCulley, P.A. 2007. Teton Reflections. Global Central Bank Focus Series, PIMCO, August/September.
- Office of Financial Research. 2013. Reporte anual.
- Office of Financial Research. 2014. Reporte anual.
- Pozsar Z., T. Adrian, A. Ashcraft y H. Boesky. 2012. Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report N° 458, Julio 2010, revisado en Febrero 2012.
- Ramírez V. y C.G. Silva. 2015. Shadow Banking en Chile. Mimeo, Banco Central de Chile.
- SBI. 2014. Informe de Endeudamiento de los Clientes Bancarios. Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Diciembre.
- Shin H.S. 2013. The Second Phase of Global Liquidity and its Impact on Emerging Economies. Evening Keynote Address, Asia Economic Policy Conference.
- Turner P. 2011. Is the Long-Term Interest Rate a Policy Victim, a Policy Variable or a Policy Lodestar?. BIS Working Paper N° 367, Departamento Monetario y Económico. Diciembre.
- Villena J. y J. Salinas. 2014. Mercado Cambiario Chileno, una Comparación Internacional: 1998 a 2013. Estudios Económicos Estadísticos N°106, Banco Central de Chile.
- Zhang J. y P. Liu. 2012. Rational Herding in Microloan Markets. *Management Science*, Vol. 58, pp. 892-912.

GLOSARIO

Absorción de oficinas: Cambio en los metros cuadrados ocupados entre un período y el siguiente.

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, es un índice de suficiencia de capital (conocido como índice de Basilea), internacionalmente aceptado como medida de solvencia de las empresas bancarias.

Apalancamiento: Medida del nivel de endeudamiento en relación al patrimonio y se utiliza como una herramienta complementaria a los requisitos de suficiencia de capital.

Asset Swap Spread: es la diferencia entre el rendimiento de un bono y la LIBOR, expresada en puntos base.

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 2019.

Bid-Ask Spread: diferencia entre el precio máximo de compra (precio Ask) y precio mínimo de venta (precio Bid) de un activo.

Bonos High Yield: bonos de alta rentabilidad que presentan un riesgo elevado de que los intereses y principal no sean satisfechos por los emisores.

Bonos senior: Bonos ordinarios de largo plazo emitidos por los bancos.

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.

Bund alemán: bonos soberanos emitidos por el gobierno de Alemania.

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

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

Cartera subestándar: Empresas evaluadas individualmente con un empeoramiento significativo de su capacidad de pago y baja holgura para cumplir con sus obligaciones financieras en el corto plazo. Forman parte de esta cartera, deudores que presentan morosidades superiores a 30 días.



Cartera morosa: Colocaciones con una morosidad de más de 30 días desde la fecha de vencimiento. Se considera la totalidad del crédito.

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.

Certificados de depósito: Es un certificado emitido por un banco en que reconoce haber recibido un depósito por determinado plazo a determinada tasa de interés. En esencia es un tipo de depósito a plazo fijo negociable (documentado por el certificado).

Cobertura de provisiones: Medida del nivel de provisiones constituidas por los bancos en relación con la cartera de colocaciones vencidas.

Cobertura de intereses: Medida de capacidad de pago, definida como utilidad antes de gastos financieros e impuestos sobre gastos financieros.

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.

Cross Currency Swap: contrato derivado en que dos partes acuerdan intercambiar periódicamente, pagos de intereses y principal entre dos monedas distintas, sobre un monto referencial y por un período de tiempo determinado.

Cuenta Única de Inversiones: Cuenta que registra productos ofrecidos por las Compañías de Seguros de Vida que corresponde a planes de seguro que combinan protección y ahorro. Perteneciente al segmento de ahorro privado, distinto al ahorro de jubilación.

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

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).

EMBI: El premio soberano del EMBI (Emerging Market Bond Index) es la medida más habitual de riesgo de una economía emergente. Mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de un país emitida en dólares en los mercados mundiales, respecto de bonos del Tesoro de EE.UU. (ver spread soberano).

Endeudamiento: Razón de endeudamiento financiero, medida como Deuda financiera/(Patrimonio más interés minoritario).

Entidad de Contraparte Central: Intermediario que actúa como comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador en un mercado.

Entradas brutas de capitales: Compras netas de activos internos por parte de no residentes.

Exposición al riesgo de mercado (ERM): Exposición al riesgo de tasas de interés del libro de negociación y a riesgos de monedas para todo el balance.

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.

ICI: Índice de Cuota Impaga. Medida de riesgo de crédito calculada como la razón entre cuotas con un atraso superior a 90 días sobre el total de deuda. Para el caso de los créditos comerciales de empresas se consideran las cuotas

con atrasos hasta 3 años. Para los créditos comerciales a personas se consideran atrasos de hasta 1 año.

ICV: Índice de Cartera Vencida. Medida de riesgo de crédito que se calcula como la razón entre la cartera vencida y las colocaciones.

Ingresos operacionales: Corresponde a los resultados de la banca que incluye: margen de intereses y reajustes, comisiones, operaciones de cambios, operaciones financieras, recuperación de colocaciones castigadas y otros ingresos operacionales.

Liquidez: Test ácido o razón entre activos corrientes menos existencias y pasivos corrientes.

Margen de intereses: Diferencia entre intereses ganados y pagados de los bancos, medidos en relación a los activos totales.

Margen de intermediación: Diferencia entre intereses y reajustes 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.

Mora de 90 días o más: Monto total del crédito con una morosidad igual o superior a 90 días, aun cuando solo algunas cuotas estén en esa condición.

MOVE: Índice de volatilidad implícita de bonos del tesoro americano a 1 mes, ponderados de sus opciones, a 2, 5, 10 y 30 años

Patrimonio efectivo: Suma del capital básico y el suplementario. Este último incluye principalmente bonos subordinados y provisiones adicionales.

Primary dealers: firmas que compran bonos soberanos directamente desde el gobierno, con la intención de revenderlo a otros y de este modo actúan como *market maker* de los bonos soberanos.

Producción de oficinas: Superficie útil de oficinas correspondiente a nuevos edificios que obtuvieron recepción municipal definitiva durante el período.

Provisiones contracíclicas: Provisiones que se constituyen si el escenario macroeconómico es favorable y se liberan cuando se deteriora, favoreciendo una evolución más estable de las provisiones a lo largo de un ciclo.

Ratio de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*): Ratio cuyo objetivo es que la entidad cuente con activos líquidos de alta calidad suficientes para asegurar su sobrevivencia en un escenario de estrés de 30 días corridos. Se define como el cociente entre los activos líquidos de alta calidad y los egresos estresados netos en 30 días.

Ratio de financiamiento estable neto (*Net Stable Funding Ratio, NSFR*): Su objetivo es complementar al LCR, asegurando un perfil de vencimientos sustentable para activos y pasivos en el largo plazo (1 año). Se define como el cociente entre las fuentes de financiamiento estables disponibles y las fuentes de financiamiento estables requeridas, iguales a una suma ponderada de pasivos y activos, respectivamente.

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

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

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.



Repo: operación con pacto de recompra, es decir, una entidad financiera vende un activo con un pacto de recompra por un precio determinado dentro de un tiempo determinado.

Revolving: Los créditos bajo esta modalidad, generalmente asociados a líneas y tarjetas de créditos, pueden realizar un pago menor al total facturado en el período “pago mínimo”. El saldo genera una nueva deuda (*revolving*) a la que se le aplica la tasa de interés vigente para el período y se adiciona al saldo de deuda.

Riesgo de crédito: Es la posibilidad que un deudor bancario o contraparte no cumpla 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 de una entidad financiera, por 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.

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.

Seguro de depósitos: Fondos bancarios —comunes a un sistema financiero particular— que sirven de respaldo a los depósitos de los agentes minoristas.

Spread prime-swap: Diferencia entre la tasa *prime* y la tasa *swap* promedio cámara, y se utiliza como referente en el análisis de las condiciones de liquidez de la banca.

Spread soberanos: Diferencial entre la tasa de interés de un bono del tesoro estadounidense y la tasa de interés instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de un país en moneda local o extranjera.

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. Esta última es el promedio de la tasa de interés de cámara interbancaria, la que a su vez se deriva del índice cámara promedio.

Tasa máxima convencional: Es el límite superior que puede alcanzar la tasa de interés y corresponde al 50% más que el Interés Corriente. Es fijada por la SBIF y su trasgresión está sancionada por la ley N°18.010.

Tier 1: Corresponde al capital básico más reservas declaradas o utilidades retenidas. Puede incluir acciones preferenciales no-acumulativas y no-redimibles.

VIX: Índice de volatilidad del mercado de opciones de S&P 500 a un mes.

VXY: Índice de volatilidad de monedas en base a valores de opciones de forward de tipo de cambio ponderados por *turnover*.

ABREVIACIONES

Achef: Asociación Chilena de Empresas de Factoring.
 AFP: Administradoras de Fondos de Pensiones.
 ASW: *Asset Swap Spread*
 BCE: Banco Central Europeo.
 BCS: Bolsa de Comercio de Santiago.
 BCU: Bonos del Banco Central expresados en unidades de fomento.
 BIS: Bank for International Settlements.
 BOE: Bank of England
 CDS: Credit Default Swap.
 CGFS: Committee on the Global Financial System
 DCPR: Deuda Externa de Corto Plazo Residual.
 DCV: Depósito Central de Valores.
 DPF: Depósito a plazo fijo.
 ECB: Encuesta de Crédito Bancario.
 EMBI: Emerging Market Bond Index.
 ETF: Exchange Traded Fund
 FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social
 FFR: Federal Fund Rate (Tasa de política de la Reserva Federal de EE.UU.).
 FOMC: Federal Open Market Committee
 FP: Fondos de Pensiones.
 FRP: Fondo de Reserva de Pensiones.
 FSI: Financial Soundness Indicators.
 GDN: Global Depositary Notes.
 ICI: Índice de Cuota Impaga.
 IED: Inversión Extranjera Directa.
 IEF: Informe de Estabilidad Financiera.
 IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones.
 LGB: Ley General de Bancos.
 MSCI: Morgan Stanley Capital International.
 OFR: Office of Financial Research
 PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta.
 RF: Renta Fija
 RI: Reservas Internacionales
 RV: Renta Variable
 SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
 SII: Servicio de Impuestos Internos.
 SP: Superintendencia de Pensiones.
 SuSeSo: Superintendencia de Seguridad Social.
 SVS: Superintendencia de Valores y Seguros.
 TMC: Tasa Máxima Convencional.
 VIX: Volatility Index.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

JUNIO 2015

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º 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

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Primer Semestre 2015