

**INFORME**  
**DE ESTABILIDAD FINANCIERA**  
Primer Semestre 2013



# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2013



# CONTENIDO\* /

<b>PREFACIO</b>	<b>5</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>7</b>
<b>I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS</b>	<b>9</b>
<b>II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES</b>	<b>17</b>
<b>III. USUARIOS DE CRÉDITO</b>	<b>23</b>
<b>IV. SISTEMA BANCARIO</b>	<b>33</b>
<b>V. REGULACIÓN E INFRAESTRUCTURA FINANCIERA</b>	<b>41</b>
<b>RECUADROS</b>	
Volatilidad de los inﬂujos de capital	15
Colocación de bonos de emisores chilenos en el exterior	21
Evolución financiera de los hogares chilenos de 2007 a 2011-12: Cinco levantamientos de la EFH	31
Financiamiento externo de la banca local	39
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>49</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>51</b>
<b>ABREVIACIONES</b>	<b>57</b>

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe* fue el 3 de junio de 2013.



# PREFACIO

---

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

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

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

## **El Consejo**



# RESUMEN

---

**El sistema financiero de Chile continúa operando con normalidad.**

Esto, en un período en el que el consumo mantuvo su dinamismo, impulsado por favorables condiciones en el mercado laboral. La deuda de los hogares creció en línea con el ingreso disponible. Por su parte, la deuda de las empresas se mantuvo estable en relación con el PIB.

**La banca mantiene niveles de capital por sobre los mínimos regulatorios,**

revirtiendo la caída observada en el *Informe* anterior. La rentabilidad, sin embargo, ha experimentado una disminución, a pesar del dinamismo de la economía. Parte de esta menor rentabilidad se explica por alzas en las provisiones de la deuda de consumo, que coinciden con un deterioro del comportamiento de pago en este segmento. En el contexto de buenas condiciones de financiamiento, la banca ha avanzado hacia una base de pasivos externos más diversificada, manteniendo acotada su dependencia total de dicho financiamiento y su exposición a riesgo cambiario.

**En lo más reciente, las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se han estrechado, aun cuando se mantienen favorables desde una perspectiva histórica.**

Este estrechamiento obedece a que han cambiado las expectativas sobre cuánto durará el programa excepcional de estímulo monetario implementado en los últimos años en Estados Unidos.

**Estos desarrollos podrían constituir un primer paso hacia la normalización de condiciones de financiamiento externo que han sido excepcionalmente favorables para la economía chilena y el conjunto de economías emergentes.**

De confirmarse esta normalización, se reducirían las preocupaciones vinculadas con una abundante oferta de capitales extranjeros. En particular, estas preocupaciones se relacionan con endeudamiento excesivo en el exterior y desalineamientos de precios de activos.

**Sin embargo, no pueden descartarse períodos de volatilidad durante este proceso de normalización e incluso un regreso a las condiciones observadas en el último semestre.**

El proceso de compra de activos implementada no tiene precedentes comparables. Esto hace difícil anticipar los efectos de su retiro, no pudiendo descartarse períodos de volatilidad, con alzas abruptas en las tasas largas en Estados Unidos y en los premios por riesgo. Estas alzas tendrían un impacto en las condiciones de financiamiento externo de empresas chilenas, en la valoración de activos de mayor riesgo, en el tipo de cambio y en las tasas de interés de largo plazo en Chile.



**Una profundización de la crisis en la Eurozona sigue siendo un factor de riesgo externo relevante.** La probabilidad de que ocurra esta profundización no ha bajado materialmente respecto del *Informe* anterior. En este escenario es muy probable que se tensionen las condiciones de financiamiento externo y que se frene la entrada de capitales de portafolio.

El impacto de un evento de esta naturaleza sobre Chile dependerá de sus efectos sobre la economía global y, en particular, sobre las principales economías emergentes. Una caída en la actividad de dichas economías — en particular China— tendría repercusiones directas sobre los sectores productores de materias primas, efectos indirectos en aquellas áreas ligadas a tales sectores y un efecto agregado que operaría a través del deterioro del ingreso nacional.

**Las pruebas de tensión indican que el nivel de capitalización de la banca permitiría enfrentar un deterioro severo del crecimiento en conjunto con un deterioro de las condiciones de financiamiento.** En efecto, si bien los indicadores de rentabilidad de la banca han disminuido en lo más reciente, los ejercicios de tensión muestran que el nivel de capital del sistema bancario le permite absorber las pérdidas generadas por un escenario de riesgo macroeconómico que combine una contracción de la actividad —similar en magnitud a la observada en la crisis *subprime*, pero de carácter más persistente—, mayores costos de financiamiento de corto y largo plazo y, una depreciación significativa y abrupta del tipo de cambio.

**En el sector inmobiliario, datos recientes apuntan a una moderación de ciertas tendencias destacadas en el *Informe* anterior, pero persisten factores que ameritan un monitoreo continuo.** No se ha observado una aceleración en el crédito hipotecario, la tasa de crecimiento de las ventas de viviendas residenciales se ha reducido, los bancos han estrechado los estándares de otorgamiento de créditos para empresas asociadas al sector y el apalancamiento de las inmobiliarias se ha estabilizado. No obstante estos desarrollos, las ventas de viviendas se mantienen en niveles relativamente altos y los índices agregados de precios de viviendas mantienen su ritmo de expansión, en un contexto donde los estándares de otorgamiento de créditos hipotecarios no han variado sustancialmente. Por su parte, las empresas constructoras de tamaño mediano y pequeño muestran un deterioro de su rentabilidad. Por último, la proyección de la oferta de nuevas oficinas continúa siendo elevada en términos históricos.

**La deuda agregada de los hogares se mantiene estable en relación con el ingreso, pero hay cambios en la composición de dicha deuda.** En particular, cabe destacar el mayor dinamismo de la deuda bancaria relativa a otros oferentes de crédito. Antecedentes disponibles sugieren que este mayor dinamismo pudiese estar concentrándose en los hogares de ingresos medios y altos.

**Por último, tal como se anticipaba, la economía chilena ha comenzado a desacelerarse, situación que afectará el crecimiento de los ingresos de hogares y empresas.** En los últimos meses, la actividad y la demanda interna se han desacelerado más rápido de lo previsto, esperándose que la economía crezca entre 4 y 5% en el 2013. La combinación de un menor crecimiento de la actividad con posibles episodios de volatilidad en los mercados financieros requiere que los agentes ajusten apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y de otorgamiento de crédito.



# I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

*En lo más reciente, ha aumentado la volatilidad en los mercados financieros, situación vinculada al posible retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos. Persisten los riesgos asociados a la Eurozona.*

## EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

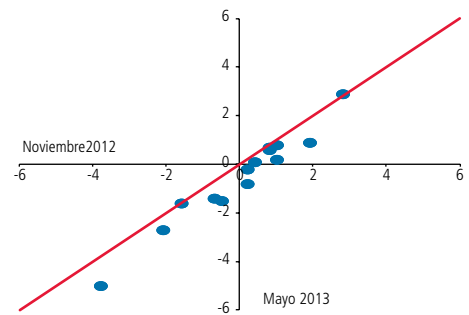
### La situación macrofinanciera de la Eurozona se mantiene compleja...

Tal como se ha señalado en varios *Informes*, la vulnerabilidad de la Eurozona se debe a la compleja interacción entre la elevada deuda pública y los déficits fiscales de algunos países, el bajo crecimiento económico y la debilidad de la banca. Los círculos viciosos que se generan entre estas variables siguen presentes, lo que retarda la salida de la actual situación. Se mantiene latente la posibilidad de observar deterioros macroeconómicos adicionales o eventos de tensión macrofinanciera en la Eurozona. El rescate financiero de Chipre ilustra este punto.

La prolongada recesión de las economías de la periferia europea se complementa con cifras de actividad por debajo de lo esperado en Alemania y Francia y, en general, las proyecciones de crecimiento del consenso de mercado para la Eurozona han seguido ajustándose a la baja (gráfico I.1). Los países periféricos se han visto particularmente afectados por las restrictivas condiciones financieras (FMI, 2013), ya que la menor oferta crediticia dificulta la recuperación en países que ya llevan varios trimestres con tasas de crecimiento negativas y altas tasas de desempleo. La acotada mejora en sus índices de competitividad, en un contexto de rigidez cambiaria, es un factor negativo adicional, especialmente considerando la alta relevancia del comercio intrarregional.

Los avances logrados en materia de ajustes fiscales también han sido menores a los acordados originalmente. Así, la Unión Europea extendió en un año el plazo para alcanzar las metas fiscales en Portugal, Bélgica y Holanda, y en dos años en los casos de España, Francia, Polonia y Eslovenia (Comisión Europea, 2013). Las necesidades de financiamiento público de varias economías de la periferia siguen elevadas. El calendario de vencimientos de deuda en Italia y España es particularmente exigente para este año y el próximo (gráfico I.2). Cualquier cambio en las condiciones marginales de fondeo tendría un impacto relevante en la situación de solvencia de los sectores públicos de dichas economías. De todas formas, varias de ellas han aprovechado las mejores condiciones de fondeo en los mercados internacionales para pre-financiar parte de sus obligaciones.

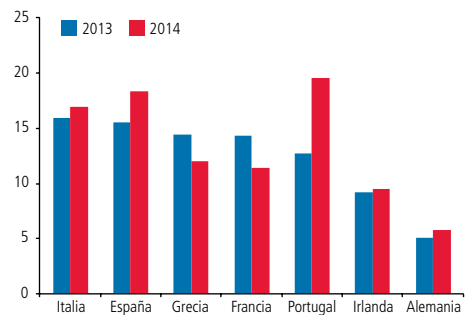
**GRÁFICO I.1**  
Eurozona: Proyección de crecimiento para 2013 (\*)  
(variación anual, porcentaje)



(\*) Considera las proyecciones de crecimiento para 2013 realizadas en noviembre 2012 y mayo 2013 para Alemania, Francia, España, Italia, Bélgica, Holanda, Finlandia, Grecia, Portugal, Irlanda, Austria, Estonia, Eslovaquia, Eslovenia.

Fuente: Consensus Forecasts.

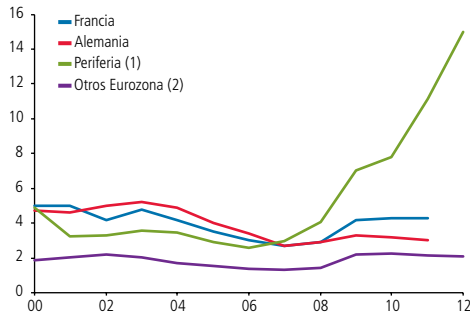
**GRÁFICO I.2**  
Necesidades de Financiamiento en la Eurozona (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Incluye déficit fiscal proyectado por el FMI (abril 2013) para el año respectivo y los vencimientos de deuda para cada año registrados hasta el 3 de junio de 2013.

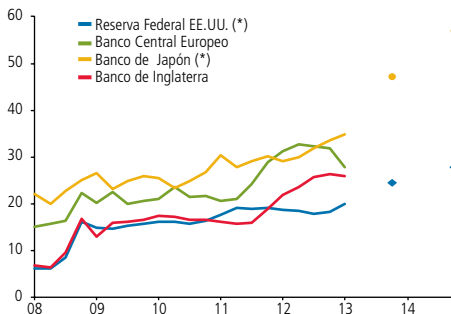
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

**GRÁFICO I.3**  
Cartera vencida en la Eurozona  
(porcentaje del crédito total)



(1) Promedio simple de España, Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.  
(2) Promedio simple de Austria, Bélgica, Finlandia y Holanda.  
Fuente: Banco Mundial.

**GRÁFICO I.4**  
Activos financieros de los bancos centrales de economías desarrolladas  
(porcentaje del PIB)



(\*) Los puntos corresponden a la proyección para el último trimestre de 2013 y 2014. Estas son elaboradas considerando que la Reserva Federal y el Banco de Japón no modifican sus actuales políticas de compras de activos. Para el PIB se consideran proyecciones del FMI.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y FMI.

**GRÁFICO I.5**  
Tasas soberanas de largo plazo de Estados Unidos (\*)  
(porcentaje)



(\*) El área sombreada indica proyecciones mediante *forwards* de tasa, al 3 de junio de 2013.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.  
10

El proceso de desapalancamiento de la banca europea ha continuado desarrollándose acorde con lo esperado por el FMI (2012). De acuerdo con esta institución (FMI, 2013), al tercer trimestre de 2012 su endeudamiento mostró una reducción del orden de US\$1.500 millones respecto del tercer trimestre del 2011. En contraposición, y debido a las bajas cifras de crecimiento, en la periferia de la Eurozona la banca enfrenta un deterioro sostenido de sus indicadores de pago y de su capacidad de generar ingresos (gráfico I.3). Lo anterior, unido a mayores antecedentes sobre la renegociación de deudas incobrables (FMI, 2013), podría exigir mayores esfuerzos de capitalización en algunos bancos.

Si bien se han anunciado reformas importantes, conducentes a romper el nexo entre la situación fiscal y la banca, el avance en esta materia ha sido limitado por su complejidad política. En este sentido, medidas como una supervisión bancaria unificada, pruebas de tensión únicas y mecanismos de garantía de depósitos comunes a la Eurozona han avanzado a un paso más lento que el anunciado originalmente. La velocidad con que se avance en estas materias es muy relevante, tanto por su efecto directo en la banca, como por su posible impacto en la percepción de los agentes de mercado sobre la capacidad de coordinación del bloque.

### La recuperación económica en las demás economías desarrolladas de mayor tamaño ha sido lenta, motivando la intensificación de estímulos monetarios no convencionales en algunas de ellas...

En el resto del mundo desarrollado, las expectativas de crecimiento han repuntado en lo más reciente y son mejores que en la Eurozona, pero siguen siendo bajas desde una perspectiva histórica. En Estados Unidos, el PIB se expandió 2,2% el 2012 y las proyecciones apuntan a un crecimiento promedio de 2,3% en 2013-2014, por debajo de su promedio del periodo 2000-2007. Ello, en un contexto en que se está impulsando un plan de ajuste fiscal. En Japón, el crecimiento del PIB de 2,1% en 2012 estuvo marcado por los efectos de la reconstrucción post terremoto y la baja base de comparación. Las proyecciones, incorporando el impulso de las políticas fiscal y monetaria recientemente adoptadas por sus autoridades y el crecimiento del primer trimestre del 2013 (4,1% trimestral anualizado), apuntan a una expansión del orden de 1,5% para el bienio 2013-2014.

Dadas las cifras de crecimiento, los bancos centrales han mantenido tasas de política monetaria históricamente bajas, incluyendo el Banco Central Europeo que recortó su tasa de instancia monetaria a 0,5% a principios de mayo. Complementariamente, algunas de estas economías mantuvieron y/o intensificaron sus medidas monetarias no convencionales. Destaca el programa impulsado por el Banco Central de Japón que persigue duplicar la base monetaria en un plazo de dos años, mediante operaciones en el mercado abierto. Por su parte, tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas de interés de política y sus programas de compra de activos. Como reflejo de estas medidas, los activos mantenidos en los balances de estos bancos han continuado aumentando (gráfico I.4).

De este modo, las tasas de interés de largo plazo permanecieron en niveles históricamente bajos (gráfico I.5). Este tipo de escenario, si bien es positivo en

cuanto a que implica condiciones de financiamiento favorables, para efectos del análisis de estabilidad financiera conlleva un doble riesgo. Por un lado, este es un ambiente propicio para que se gesten vulnerabilidades, tales como el aumento del endeudamiento, mayores descalces de moneda y/o la toma de riesgos en busca de mayores retornos. Por otro lado, y a la luz de la reacción que han tenido los mercados en las últimas semanas ante expectativas de que la Reserva Federal adelante el retiro de las medidas de estímulo, surge la interrogante de cuáles serían los efectos asociados al inicio de este proceso de normalización en los mercados financieros.

Es en extremo complejo dimensionar la reacción del mercado al retiro de dichos estímulos. En el pasado, los eventos de normalización de tasas de interés de política han sido escasos y exhiben diferentes patrones. Por ejemplo, la normalización de tasas en Estados Unidos en 1994-95 se caracterizó por un aumento de las tasas de interés de largo plazo del orden de 200 puntos base por sobre los valores a los cuales finalmente convergieron. En contraste, el aumento de la tasa de política de Estados Unidos en 2004-06 coincidió con un período de estabilidad de las tasas de interés de largo plazo. Por último, no existen experiencias previas comparables en materia de estímulos monetarios no convencionales como los recientemente implementados (alivio cuantitativo), sobre las cuales extrapolar <sup>1/</sup>.

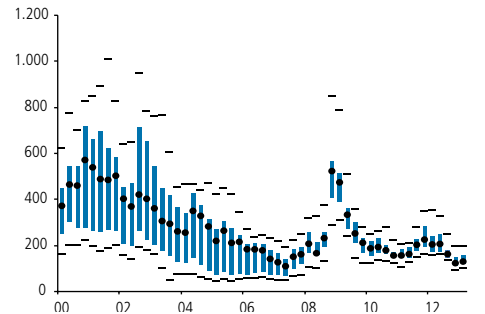
Es probable que en el proceso hacia la normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos ocurran episodios de volatilidad que obedezcan a la incertidumbre asociada a dicho proceso, y que las fluctuaciones observadas en los mercados financieros desde fines de mayo sean ejemplo de ello. También cabe la posibilidad de que respondan a otros factores, especialmente considerando las recientes señales de desaceleración de China y el resto del mundo emergente. Distinguir el carácter temporal o permanente de los eventos recientes es difícil.

**Las tasas de largo plazo para economías emergentes también se mantuvieron bajas desde una perspectiva histórica...**

Las bajas tasas de interés en las principales economías desarrolladas han coincidido con una compresión de los premios por riesgo de la deuda soberana de las economías emergentes, aun considerando las alzas recientes. De hecho, más allá de sus bajos niveles, destaca la menor dispersión de los premios soberanos en las economías emergentes (gráfico I.6).

La mayor compresión de los spreads puede asociarse al mejor desempeño macroeconómico de las economías emergentes, algo que se refleja en mejoras en las clasificaciones de riesgo de estos países (gráfico I.7). Sin embargo, estimaciones internas sugieren que los spreads también habrían estado influenciados por los efectos de reacomodo de portafolios y la búsqueda de mayor retorno derivados de las políticas altamente expansivas de las economías

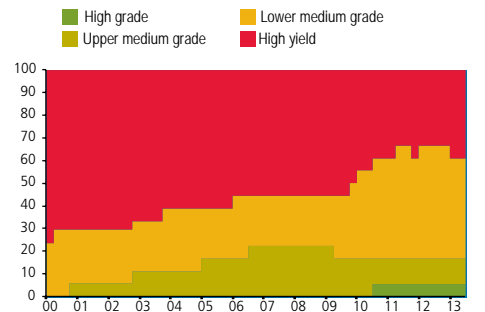
**GRÁFICO I.6**  
Dispersión de los *spreads* soberanos en emergentes (\*) (puntos base)



(\*) En cada trimestre se indica valor máximo (mínimo) con el segmento horizontal superior (inferior), los valores entre el percentil 25 y 75 corresponden al área celeste y la mediana al punto negro. La muestra considera los siguientes países: Bulgaria, Chile, Colombia, Filipinas, Indonesia, Malasia, México, Panamá, Perú, Polonia y Turquía.

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

**GRÁFICO I.7**  
Clasificación de riesgo economías emergentes (1) (2) (porcentaje del total de la muestra)



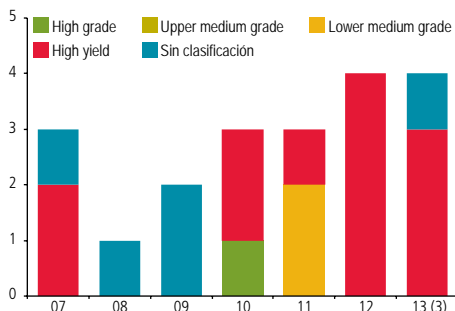
(1) Considera a Brasil, Bulgaria, Chile, Colombia, Croacia, Egipto, Filipinas, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Panamá, Perú, Polonia, Rusia, Turquía, Ucrania y Venezuela.

(2) High grade corresponde a países con clasificación entre Aa1 y Aa3, upper medium grade corresponde a clasificaciones entre A1 y A3, lower medium grade a clasificaciones entre Baa1 y Baa3 y high yield a clasificaciones entre Ba1 y C.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Moody's.

<sup>1/</sup> Ver IPoM de junio 2013, Recuadro I.1.

**GRÁFICO 1.8**  
Debut en los mercados de deuda internacional (1) (2)  
(número de economías)



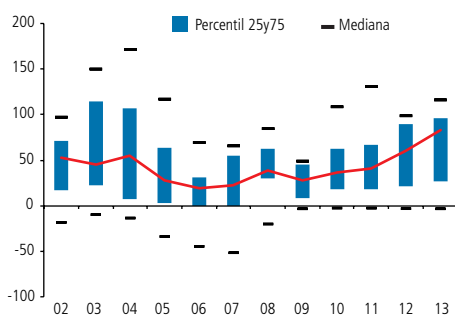
(1) La clasificación de los bonos debut corresponde a la agencia Moody's.

(2) *High grade* corresponde a las clasificaciones entre Aa1 - Aa3; *Upper medium grade* a las clasificaciones entre A1 y A3; *Lower medium grade* a clasificaciones entre Baa1 y Baa3; *High yield* a clasificaciones entre Ba1 y C.

(3) Considera emisiones hasta el 3 de junio de 2013.

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

**GRÁFICO 1.9**  
*Carry trade* (*carry-to-risk*) con volatilidad histórica  
(1) (2) (3) (4)  
(índice)



(1) El diferencial de tasas se construye con tasas de depósitos a 90 días plazo de cada país respecto de la tasa equivalente en EE.UU.

(2) La volatilidad es calculada como el promedio móvil, sobre una ventana de 90 días, de la variación diaria del tipo de cambio nominal, moneda local por dólar, anualizada.

(3) Los segmentos sobre y bajo la distribución, representan el percentil 90 y el mínimo, respectivamente.

(4) Economías incluídas en el gráfico: Chile, India, Polonia, Turquía, Colombia, Corea del Sur, Perú, Brasil, Hungría, México, Canadá, Australia y Nueva Zelanda.

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

desarrolladas, siendo este efecto más relevante en las economías emergentes de menor clasificación de riesgo —lo que explicaría la mayor compresión. El alza de los spreads exigidos a la deuda de economías emergentes en las últimas semanas es coherente con las expectativas de un retiro más temprano de dichas políticas en Estados Unidos.

Más allá de la volatilidad observada en las últimas semanas, la combinación de menores tasas externas de referencia y menores primas por riesgo observadas en los mercados internacionales se tradujo en favorables condiciones de financiamiento para las economías emergentes en los mercados internacionales, algo que, entre otras cosas, redundó en mayores emisiones de deuda. Entre ellas, resaltan las colocaciones de bonos de países que habitualmente no acceden a los mercados internacionales, tales como Bolivia, Honduras y Ruanda, los que incluso han emitido a plazos largos (gráfico 1.8). Este antecedente también da cuenta del mayor apetito por riesgo que ha imperado desde el último *Informe*.

### ...y si bien los incentivos a operaciones de *carry-trade* alcanzaron sus máximos a principios de año, se revirtieron en los últimos meses

En un contexto de diferenciales relevantes entre las tasas de interés del mundo desarrollado y el emergente, aun ajustando por volatilidad cambiaria, los incentivos a realizar operaciones de *carry-trade* siguieron aumentando hasta febrero, pero en lo más reciente han alcanzado niveles similares a los de mediados del 2012 (gráfico 1.9). En general, las magnitudes de dichas operaciones son difíciles de estimar con precisión. Sin embargo, modificaciones en el grado de aversión al riesgo, cambios en las tasas de interés, la volatilidad de los mercados o una combinación de estos factores pueden hacer que estas operaciones exhiban fluctuaciones relevantes. Escenarios de este tipo tienen repercusiones en las paridades de monedas y en la volatilidad de los precios de los activos de las economías emergentes, con eventuales pérdidas para los agentes con exposición a riesgo cambiario en sus balances.

### En el último semestre los flujos de capitales a economías emergentes se han mantenido elevados y Chile no ha sido la excepción...

Si bien en las últimas semanas se ha observado una importante reversión de algunos flujos de capitales, en buena parte del semestre los inlfujos hacia economías emergentes fueron muy dinámicos (gráfico 1.10).

Los flujos de capitales a Chile también han sido altos. En términos brutos, las entradas han crecido, llegando a representar algo más de 18% del PIB al primer trimestre de 2013. El componente más importantes continuó siendo la inversión extranjera directa (IED), que alcanzó 12,5% del PIB al primer trimestre de este año, lo que corresponde a cerca de 68% de los inlfujos (gráfico 1.11). Las entradas de capitales relacionadas con instrumentos de renta fija se incrementaron marginalmente a 2,2% del PIB (12% del total de entradas). En tanto, las entradas de portafolio de renta variable han aumentado desde 1,9% del PIB al cierre de 2012, hasta 2,5% del PIB en el primer trimestre de este año, representando 13,8% de las entradas brutas.

**La relevancia de la inversión extranjera directa en los flujos de capitales mitiga la gestación de vulnerabilidades macro-financieras**

Tal como se ha resaltado en *Informes* anteriores, la entrada de capitales puede incubar riesgos macro-financieros. Ello, por cuanto podrían llevar a un mayor apalancamiento de los agentes económicos, descalces de plazos y monedas y una sobrevaloración de ciertos activos claves. Con todo, la preponderancia de la IED en los flujos de capitales a Chile mitiga los riesgos asociados a problemas de apalancamiento y descalce. Por otra parte, no hay evidencia de que los mayores flujos de renta fija hayan llevado a alzas relevantes en el apalancamiento ni en los descalces cambiarios de los usuarios de crédito o de los intermediarios financieros (capítulos III y IV).

Con todo, persiste el riesgo de que estos flujos de capitales se reviertan, especialmente a la luz de los acontecimientos más recientes en los mercados financieros internacionales. Ello podría darse en particular en sus componentes más volátiles, conduciendo así a eventos de volatilidad cambiaria. La alta relevancia de la IED en los flujos en Chile reduce el riesgo de reversión frente a escenarios de mayor tensión financiera. Sin embargo, dada la relevancia de la minería en los flujos de IED, un deterioro de las perspectivas del ciclo del cobre, sí podría involucrar cambios importantes en estos flujos, aunque no abruptos (recuadro I.1).

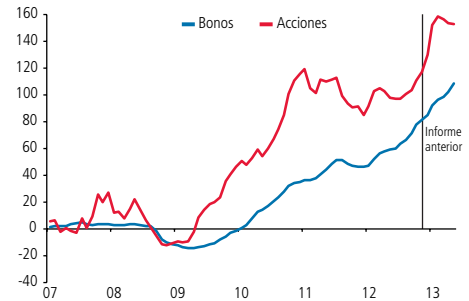
**La posición de solvencia y liquidez externa agregada de la economía se mantiene estable**

Al primer trimestre del 2013, la deuda externa de corto plazo residual (DECPR) fue de US\$39,1 mil millones, equivalente a 14% del PIB (tabla 1, anexo estadístico). Este monto se compara favorablemente con las reservas internacionales de libre disposición (gráfico I.12). Por su parte, la tenencia de activos externos líquidos sigue destacándose por ser superior a la de sus pasivos de corto plazo, algo poco habitual en economías emergentes. En términos de solvencia, el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta (PIIN) se ha mantenido estable en el último año (gráfico I.13).

Finalmente, el gobierno central, al mantener su posición acreedora, continuó contribuyendo a la solvencia agregada de la economía. En el 2012, el gobierno central presentó un superávit global de 0,6% del PIB, resultado más superavitario que el inicialmente estimado por la misma autoridad. (Dipres, 2011). Sin embargo, en ese mismo año redujo su posición acreedora neta a 6,9 desde 8,7% del PIB a fines del 2011, debido al mayor incremento de la deuda bruta respecto de los activos. Los fondos soberanos (FEES y FRP; cerca de 40% de los activos del gobierno central) se ubicaban en torno a 8% del PIB hacia fines del 2012 (aproximadamente US\$21.000 millones), nivel que se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre del 2013.

**GRÁFICO I.10**

Flujos de portafolio a economías emergentes (1)  
(miles de millones de dólares)

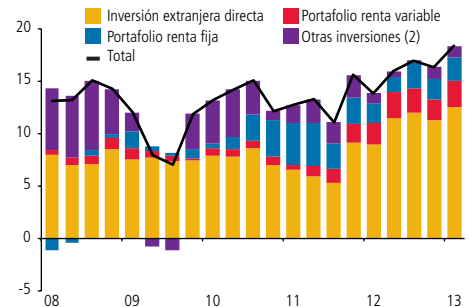


(1) Muestra de flujos de portafolio hacia Asia (excluido Japón), Europa Emergente y Latinoamérica. Flujos acumulados desde enero del 2007.

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

**GRÁFICO I.11**

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

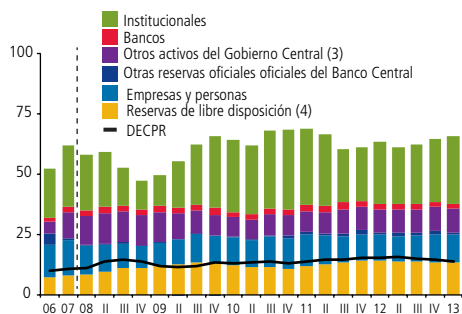


(1) Flujo acumulado anual de pasivos externos, trimestre móvil.

(2) Incluye préstamos, créditos comerciales, monedas y depósitos.

Fuente: Banco Central de Chile.

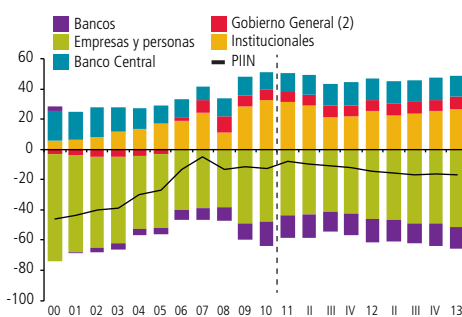
**GRÁFICO I.12**  
Disponibilidad de liquidez financiera externa de Chile (1)  
(porcentaje del PIB) (2)



- (1) Incluye préstamos de corto plazo, moneda y depósitos, e inversión de cartera. No incluye posiciones en instrumentos derivados.  
(2) PIB a tipo de cambio real constante (índice base mar.13=100).  
(3) Gobierno consolidado menos reservas internacionales oficiales.  
(4) Reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, y swaps).

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO I.13**  
Posición de inversión internacional neta de Chile  
(porcentaje del PIB) (1)



- (1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base mar.13=100).  
(2) Gobierno Central y municipalidades.

Fuente: Banco Central de Chile.

## PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

En lo más reciente, las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se han estrechado, aun cuando se mantienen favorables desde una perspectiva histórica. Este estrechamiento obedece a que han cambiado las expectativas sobre cuánto durará el programa excepcional de estímulo monetario implementado en los últimos años en Estados Unidos.

Estos desarrollos podrían constituir un primer paso hacia la normalización de condiciones de financiamiento externo que han sido excepcionalmente favorables para la economía chilena y el conjunto de economías emergentes. De confirmarse esta normalización, se reducirían las preocupaciones vinculadas con una abundante oferta de capitales extranjeros. En particular, estas preocupaciones se relacionan con endeudamiento excesivo en el exterior y desalineamientos de precios de activos.

Sin embargo, no pueden descartarse períodos de volatilidad durante este proceso de normalización e incluso un regreso a las condiciones observadas en el último semestre. El proceso de compra de activos implementado en Estados Unidos no tiene precedentes comparables. Esto hace difícil anticipar los efectos de su retiro, no pudiendo descartarse alzas abruptas en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, y en los premios por riesgo. Estas alzas tendrían un impacto en las condiciones de financiamiento externo de empresas chilenas, en la valoración de activos de mayor riesgo, en el tipo de cambio y en las tasas de interés de largo plazo en Chile.

La profundización de la crisis en la Eurozona continúa siendo un factor de riesgo externo relevante. La probabilidad de que ocurra esta profundización no ha bajado materialmente respecto del Informe anterior. En este escenario es muy probable que se tensionen las condiciones de financiamiento externo y que se frene la entrada de capitales de portafolio. El impacto de un evento de esta naturaleza sobre Chile dependerá de sus efectos sobre la economía global y, en particular, sobre las principales economías emergentes.

Finalmente, una desaceleración económica mayor a la esperada en China u otras economías emergentes de mayor tamaño constituye un escenario de riesgo adicional, en especial debido a la incidencia de alguno de estos en la evolución del precio de las materias primas, incluyendo el cobre (ver IPoM de junio 2013). Esta caída en precios tendría repercusiones directas sobre las exportaciones chilenas e impactaría negativamente el proceso de inversión en minería, con las consiguientes repercusiones en aquellos sectores más vinculados a dicha inversión —comercio, construcción y manufacturas y otros servicios. Las fuertes caídas recientes en el valor de los activos financieros de las economías emergentes sugieren que la volatilidad que se podría generar durante el retiro de los estímulos monetarios pudiese gatillar dichas desaceleraciones, en especial en países con mayor dependencia de financiamiento externo.

## RECUADRO I.1 VOLATILIDAD DE LOS INFLUJOS DE CAPITAL

El monitoreo de los pasivos externos —entradas brutas de capitales— es necesario toda vez que estos pueden influir en el crecimiento del crédito interno, exacerbar descalces de moneda y plazo y, eventualmente, tener impacto en la valorización de los activos nacionales. La reversibilidad de los mismos, y por ende una disminución de la disponibilidad de financiamiento externo, es una dimensión relevante de este monitoreo. En este contexto, este recuadro hace una evaluación de la volatilidad de los pasivos externos de la economía chilena, distinguiendo por tipo de entrada.

### Estructura de los influjos de capitales

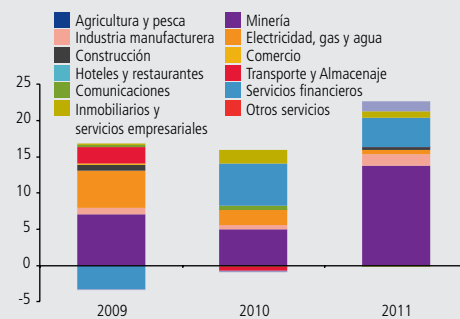
Las entradas brutas de capitales a Chile han mostrado un incremento como porcentaje del PIB: desde 10% acumulado a doce meses al tercer trimestre de 2011 a más de 18% al primer trimestre de 2013, el nivel más alto desde 1999. Estos flujos son explicados, fundamentalmente, por inversión extranjera directa (IED) (gráfico I.11), la cual ha tenido como principal destino el sector minero y, en segundo lugar, el sector financiero (gráfico I.14).

Los niveles de IED son altos no solo desde una perspectiva histórica, sino también respecto de lo observado en otras economías latinoamericanas y en economías desarrolladas pequeñas y abiertas (SOE) (gráfico I.15)<sup>1/</sup>. En cuanto a los flujos de portafolio, las entradas de renta variable también son altas en relación con las economías latinoamericanas y las SOE) mientras que las entradas de renta fija, si bien son similares a las observadas en otras SOE, se mantienen altas en relación con las observadas en otras economías latinoamericanas.

### Volatilidad histórica y determinantes de flujos

En Chile, la IED se ha caracterizado históricamente por mostrar una menor volatilidad que los componentes Portafolio

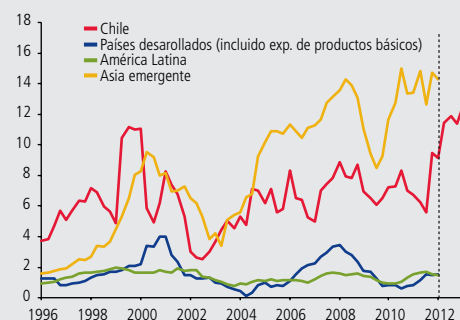
**GRÁFICO I.14**  
IED en Chile, por sector económico de destino directo (\*)  
(miles de millones de USD)



(\*) IED en Chile se calcula de acuerdo a recomendaciones OECD y la desagregación sectorial se realiza en base a una encuesta anual a los principales inversionistas.

Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO I.15**  
Comparación internacional de flujos de IED (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) En base al PIB tendencial de cada país. Agregados reflejan el promedio ponderado de cada región.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

<sup>1/</sup> Las comparaciones con otras economías a lo largo de este recuadro consideran tres grupos: economías pequeñas y abiertas (small open economies o SOE), América Latina y Asia Emergente. SOE incluye a Australia, Canadá, Dinamarca, Israel, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia. América Latina incluye a Brasil, Colombia, México y Perú. Asia Emergente incluye a China, Corea del Sur, Indonesia y Tailandia. Datos actualizados hasta 2012.I para SOE, América Latina y Asia emergente, y hasta 2013.I para Chile.



y Otra inversión. Esto también se observa en otros países de Latinoamérica y los SOE (gráfico I.16). Este hecho estilizado también ha sido reportado en la literatura sobre volatilidad de flujos de capitales (Broner y Rigobón, 2005; Levchenko y Mauro, 2007; Broner et al., 2012).

Complementariamente al enfoque de volatilidad, la literatura analiza la sensibilidad de los tipos de flujos de capitales a distintas variables globales— en especial las variables financieras. Cabe destacar, en primer lugar, que estudios recientes dan cuenta de un aumento de la importancia relativa de los factores globales durante la última década, resultado que es robusto para los tres tipos de influjos<sup>2/</sup>. En segundo lugar, la literatura encuentra que, en términos relativos, los componentes Portafolio y Otra inversión son los más sensibles a variables financieras, mientras que los flujos de IED están más asociados a la salud macroeconómica del país receptor<sup>3/</sup>.

### Volatilidad en tiempos de crisis

La mayor volatilidad de los flujos hacia países emergentes se debe en gran medida a que sufren fuertes shocks negativos en forma más habitual que las economías desarrolladas (Broner y Rigobón, 2005). Estos períodos tienden a coincidir con eventos de turbulencias financieras globales. La magnitud de las contracciones en eventos de salida abrupta de capitales difiere según tipo de flujo y suele no ser simultánea. Así, se ha observado que el componente Otra Inversión es el que usualmente muestra mayor variación y reacciona primero, mientras que la IED ha sido más resiliente y, en general, ha reaccionado de forma más rezagada (Broner et al., 2012)<sup>4/</sup>. La caída de los influjos de capitales durante la crisis subprime ratifica lo anterior (tabla I.1)

### Reflexiones finales

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la actual composición de los flujos de capitales es favorable dada la alta participación de IED, cercana al 70% del total. La IED ha mostrado ser más estable en general, menos susceptible a reversiones abruptas y menos dependiente de variables financieras globales<sup>5/</sup>.

<sup>2/</sup> Fernandez-Arias (1996) y Agénor (1998) introducen los conceptos pull y push para diferenciar entre factores internos y externos como determinantes de los flujos netos de capital. Estudios recientes que evalúan la capacidad explicativa de estos conceptos para los cambios en las volatilidades de los flujos son Broner y Rigobón (2005) y Broto et al. (2011).

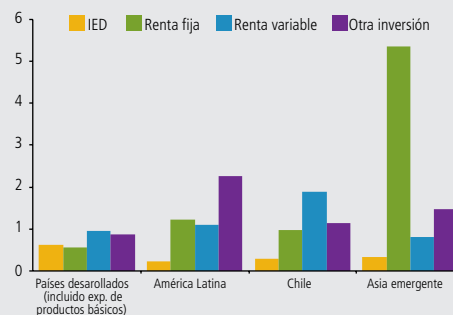
<sup>3/</sup> Estos resultados para volatilidad son reportados por BIS (2009) y Broto et al. (2011). Por otra parte, Albuquerque et al. (2005) y Levchenko y Mauro (2007) reportan un mayor rol de factores globales en la evolución de los niveles de influjos a través de un análisis de componentes principales.

<sup>4/</sup> La reacción de los distintos tipos de flujos estaría relacionada con el tipo de crisis.

Cabe señalar, sin embargo, que una eventual caída del precio del cobre podría reducir la IED dada la importancia relativa del sector minería. No obstante esto no sería de forma inmediata ni abrupta debido a la inercia de los proyectos actualmente en ejecución.

GRÁFICO I.16

Comparación Internacional de la volatilidad histórica por tipo de influjos (\*)  
(coeficiente de variación)



(\*) Calculado para las series de flujos sobre PIB tendencial de cada país. Agregados reflejan el promedio ponderado de cada región.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

TABLA I.1

Mayor variación de los flujos en la crisis subprime (\*)  
(puntos porcentuales del PIB)

	IED	Portafolio Renta fija	Portafolio Renta variable	Otra inversión
SOE (*)	-1,7	-2,2	-0,6	-1,7
A. Latina	-0,2	-0,9	-0,7	-0,7
Chile	-2,0	-2,8	-0,6	-5,7
Asia emergente	-3,2	-5,9	-3,3	-71,5

(\*) Para su definición, ver glosario.

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

<sup>5/</sup> Por ejemplo, Pistelli, Selaive y Valdés (2008) muestran que una estructura de pasivos más concentrada en IED contribuye a disminuir la probabilidad de ocurrencia de detención abrupta de los flujos de capitales.



## II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

Las condiciones financieras externas se transmitieron al mercado nacional principalmente a través de menores tasas soberanas y una mayor emisión de deuda externa corporativa en el exterior.

### MERCADO MONETARIO

#### El comportamiento de los fondos de pensiones afectó al mercado monetario en pesos

Los *spreads* entre la tasa de captación prime en pesos de los bancos y los swap promedio cámara disminuyeron 50 y 60 puntos base (pb) en las operaciones a 90 y 360 días, respectivamente (gráfico II.1). Estas reducciones se asociaron principalmente a las mayores tenencias de depósitos a plazo por parte de los fondos de pensiones y, en menor medida, a mejoras en las condiciones financieras externas al cierre estadístico del *Informe* (gráfico II.2).

En particular, los fondos de pensiones acumularon depósitos a plazo por aproximadamente US\$2.600 millones durante este año, con una fuerte acumulación de compras en un par de semanas de abril (gráfico II.3). Esta mayor actividad se dio por un cambio masivo de afiliados desde los fondos de pensiones de mayor riesgo relativo hacia los más conservadores, tras el anuncio efectuado por asesores financieros en esta dirección.

No se pueden descartar nuevas reasignaciones de esta naturaleza. Dada la relevancia de los fondos de pensiones en este mercado, estos movimientos podrían tener efectos relevantes en las tasas de captación bancaria de corto plazo. Lo anterior contrasta con lo observado en eventos previos de tensiones externas, cuando los cambios en los portafolios de los fondos de pensiones contribuyeron a disminuir la presión en el mercado monetario local.

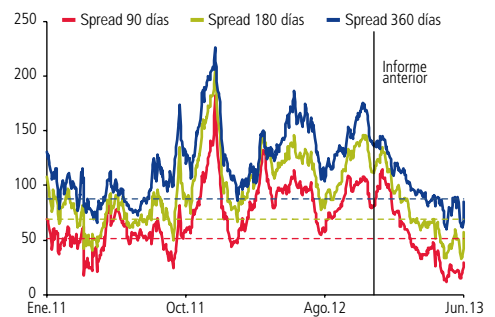
En lo más reciente, la Superintendencia de Pensiones implementó y puso en consulta pública medidas tendientes a proveer más información a los afiliados así como establecer un mecanismo de traspaso de afiliados entre fondos<sup>1/2/</sup>. La consulta pública también contempla modificar el Régimen de Inversión para ampliar el criterio que rige las inversiones en el extranjero del fondo E<sup>3/</sup>. En caso de que las administradoras de fondos de pensiones empleen esta mayor

<sup>1/</sup> La normativa establece que, para aquellos afiliados que requieran un traspaso electrónico y que se hayan cambiado al menos una vez en los últimos 12 meses, aparezca una ventana emergente en el computador que compare la rentabilidad de cada fondo con la rentabilidad asociada a los cambios realizados por el afiliado.

<sup>2/</sup> Dicho mecanismo considera un traspaso proporcional a prorrata y se encuentra en consulta hasta el 3 de julio.

<sup>3/</sup> La modificación del Fondo E estuvo en consulta hasta el 25 de junio.

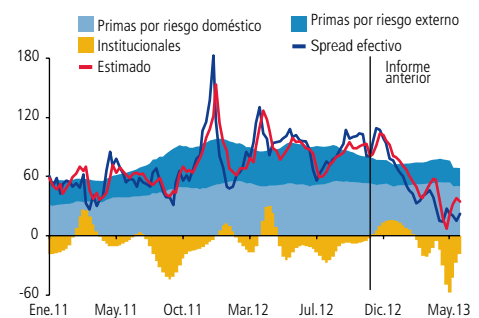
**GRÁFICO II.1**  
Mercado monetario en pesos (\*)  
(puntos base)



(\*) Considerando el *spread prime-swap* promedio cámara. Las líneas horizontales indican para cada serie el promedio del período 2005-2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
Descomposición del *spread prime swap* a 90 días (\*)  
(puntos base)

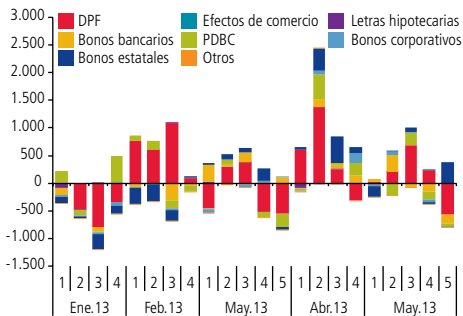


(\*) Para más detalle, ver Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre del 2010.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO II.3**

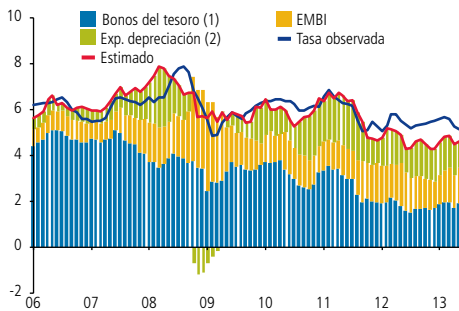
Manejo del portafolio de renta fija e intermediación financiera de los Fondos de Pensiones (cambio semanal en el stock, millones de dólares)



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

**GRÁFICO II.4**

Modelo de tasas, paridad descubierta tasa soberana BCP10 (porcentaje)



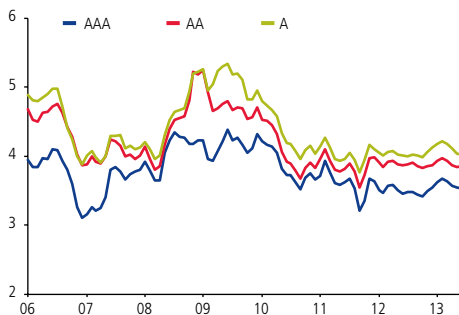
(1) Corresponde a la tasa de interés de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años plazo.

(2) Corresponde a la diferencia entre el tipo de cambio nominal promedio histórico (ventana móvil de 10 años) y el tipo de cambio del período.

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

**GRÁFICO II.5**

Tasa de interés de los bonos corporativos y de bancos (\*) (porcentaje)



(\*) Corresponden a bonos con duración mayor a 9 años en UF.

Fuente: LVA índices.

gama de activos en el exterior para sustituir las operaciones que por motivos de cambio masivo de afiliados se realizan en el mercado local, podrían reducirse los efectos de dichos cambios en los precios de activos locales.

**MERCADO DE RENTA FIJA**

**En el mediano plazo, las tasas de interés soberanas han seguido la evolución de las tasas externas...**

En el mediano plazo, la tasa de interés de los bonos soberanos de largo plazo tiende a moverse en sincronía con la tasa de interés externa ajustada por la prima de riesgo país y una *proxy* de expectativas de depreciación (gráfico II.4)<sup>4/</sup>. De hecho, la tasa interna disminuyó cerca de 70 pb desde mediados de 2010 al cierre estadístico del *Informe*, mientras la tasa de referencia externa disminuyó en torno a 110 pb en igual período. Esto último, principalmente, por la caída de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (-120pb).

No obstante esta alta covarianza de mediano plazo, existen períodos en los cuales la tasa de interés interna se desacopla de tales factores externos, lo cual no es un fenómeno exclusivo de Chile. En efecto, estudios basados en paridades cubiertas de tasas de interés para un conjunto de monedas de economías desarrolladas —dólar canadiense, marco alemán, libra esterlina, franco suizo y yen— encuentran evidencia de desacoplamientos de tasas que oscilan entre 1 y 33 semanas dependiendo del plazo de las operaciones<sup>5/</sup>.

**...sin embargo, las tasas internas de largo plazo mostraron marcados descensos en abril, asociados a factores locales**

Las reducciones de las tasas de interés en abril coincidieron con dos factores. Por un lado, el mencionado cambio de afiliados que llevó a fuertes inversiones en bonos del Banco Central y Tesorería —US\$ 1.600 millones durante las tres últimas semanas de abril. Por otro lado, también en abril se dio inicio a las transacciones por parte de no residentes de bonos públicos chilenos vía *Global Depository Notes* (GDN).

Los GDN son instrumentos que replican los términos y condiciones de activos subyacentes de renta fija local, de igual manera como un ADR replica los activos de renta variable<sup>6/</sup>. Estos instrumentos hacen más expedita la inversión de no residentes en activos locales, pudiendo así aumentar la velocidad de traspaso de los movimientos de las tasas externas a las tasas locales. Dado lo anterior, la existencia de los GDN pudo haber acelerado el cierre de las brechas entre la

<sup>4/</sup> En esta línea, cabe señalar que la correlación directa entre las tasas de largo plazo de Estados Unidos y las respectivas tasas soberanas para un conjunto amplio de economías tiende a ser significativamente alta, en contraste con una menor correlación en las tasas de corto plazo, las cuales reflejan el ciclo de política monetaria de cada economía.

<sup>5/</sup> Para más detalles, ver Takezawa (1995), Fletcher y Taylor (1994) y McBrady y Schill (2007).

<sup>6/</sup> Estos instrumentos son emitidos, custodiados y transados en el exterior, en cambio los subyacentes son custodiados en el mercado local.

tasa efectiva interna y su referente externo (gráfico II.4). Adicionalmente, no se puede descartar que el proceso de compra de papeles para custodiar con GDN en sí haya tenido algún efecto — transitorio— en las tasas de interés locales.

**En el mercado corporativo, las favorables condiciones de fondeo internacionales incentivaron la emisión de bonos en el exterior**

El costo de fondeo corporativo en los mercados locales se ha mantenido estable durante el último tiempo (grafico II.5). En tanto, y en línea con lo discutido en el capítulo 1, las condiciones de fondeo externo fueron relativamente más favorables. En efecto, el costo de financiamiento sintético en UF en el exterior —usando instrumentos de cobertura cambiaria— fue inferior al costo de fondeo en el mercado local para un amplio número de emisores locales desde el 2012 hasta el cierre estadístico de este Informe (gráfico II.6 y II.7).

Consecuentemente, desde el último Informe se ha visto una importante emisión de bonos corporativos en el exterior por un valor aproximado de US\$6.900 millones, con un acotado número de emisores sin grado de inversión (recuadro II.1). Hasta el momento, los efectos de estas emisiones en el exterior sobre los indicadores financieros de las empresas involucradas ha sido moderado (capítulos III y IV).

**Por su parte, las emisiones corporativas en el mercado nacional se han mantenido relativamente estables**

El volumen de emisiones en el mercado local acumulado a mayo del 2013 no muestra grandes cambios respecto de lo sumado a igual fecha del año pasado (cerca de \$1.000 mil millones). En su mayoría, estas emisiones siguen siendo de alta clasificación crediticia (entre A y AA), lo que es coherente con un comportamiento conservador de los inversionistas institucionales (gráfico II.8).

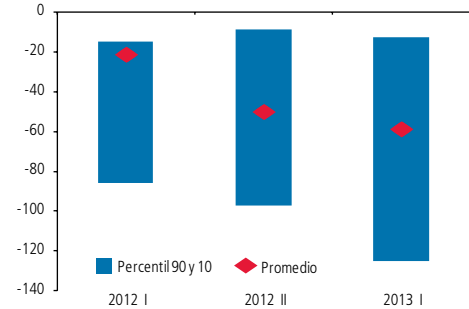
En este sentido, la concentración de la emisión de bonos por empresas sin grado de inversión en el exterior podría estar reflejando no solo un mayor apetito por riesgo en los mercados internacionales sino también la baja demanda por estos instrumentos por parte de los inversionistas institucionales locales que se ha observado después del caso La Polar en el 2011.

**MERCADO BURSÁTIL Y CAMBIARIO**

**Desde el último Informe el mercado accionario mostró una trayectoria similar al resto de las plazas emergentes**

Las bolsas de los mercados emergentes han mostrado un retroceso generalizado durante el 2013, lo que ha contrastado con los mayores retornos en las economías desarrolladas, en particular Estados Unidos y Japón, luego del anuncio de su programa de estímulo monetario (capítulo I). En lo que va del año, las plazas de las economías desarrolladas acumularon una rentabilidad medida a través del MSCI de 10% en dólares (13% en moneda local), mientras las emergentes tuvieron retornos de -5% (-2% en moneda local). En el caso particular de Chile, el IPSA retrocedió 9% (5% en moneda local).

**GRÁFICO II.6**  
Arbitraje de tasas (\*)  
(puntos base)



(\*) El ahorro de tasas se estima como la diferencia entre la tasa UF sintética y una tasa equivalente en UF de un bono emitido en dólares. No considera costos de emisión (Ver Alvarez y Opazo 2009). Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg.

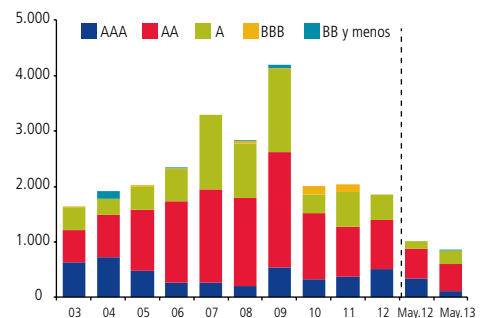
**GRÁFICO II.7**  
Incentivos a emitir en el exterior (\*)  
(valor índice y puntos base)



(\*) Carry to risk= (TIR de bonos corporativos en pesos chilenos de 2 a 4 años - Tasa del Tesoro a 5 años en dólares - Prima de riesgo de empresas de Chile en el exterior) /Volatilidad implícita del tipo de cambio a 90 días.

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

**GRÁFICO II.8**  
Colocaciones domésticas (\*)  
(miles de millones de pesos)

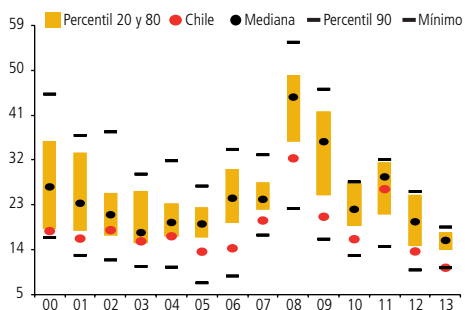


(\*) Se considera el nivel de cada categoría de riesgo. Por ejemplo, AA incluye las categorías AA+, AA y AA-. Barras a la derecha de la línea punteada considera las colocaciones acumuladas a mayo de cada año.

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

**GRÁFICO II.9**

Volatilidad de índices de precios accionarios en países emergentes (\*)  
(porcentaje anualizado, en dólares)



(\*) Volatilidad calculada como el promedio móvil de 20 días, de la variación diaria del índice accionario. Incluye: Chile, Rusia, Brasil, México, Perú, Colombia, Sudáfrica, Corea del Sur, China, India, Malasia, Filipinas, Hungría, Polonia, Rep. Checa y Turquía.

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

La volatilidad de los mercados accionarios emergentes, y en particular el chileno, ha estado en los niveles más bajos de la última década (gráfico II.9). No obstante, en lo más reciente, la volatilidad de este mercado aumentó marcadamente, pero aún manteniéndose en niveles relativamente bajos en términos históricos. En todo caso, dados los escenarios de riesgos externos (capítulo I), la volatilidad accionaria podría subir más allá de sus actuales niveles, en caso de producirse una sobreacción ante el retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos o un resurgimiento de las tensiones en Europa.

**El tipo de cambio también mostró una volatilidad históricamente baja, e inferior a la del resto de los países**

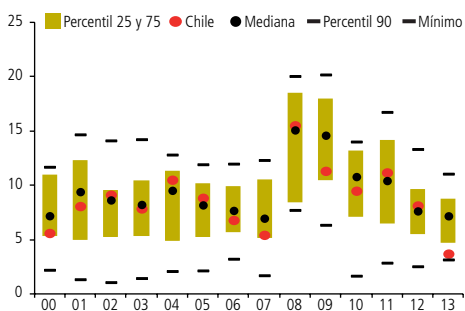
Al cierre estadístico de este Informe, la paridad peso dólar se ubicó en torno a los \$500 por dólar. No obstante, durante el primer semestre se mantuvo prácticamente sin fluctuaciones en torno a los \$475 por dólar. La volatilidad de la moneda en Chile y en el conjunto de economías emergentes ha sido históricamente baja, aunque mostrando aumentos importantes en lo más reciente, al igual que el mercado accionario frente a la percepción de un posible adelantamiento del retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. (gráfico II.9).

En síntesis, el escenario externo de bajas tasas que se observó durante el semestre se transmitió al mercado interno vía menores tasas soberanas y mayores emisiones de deuda externa corporativa en el exterior. Si bien una mayor demanda en el exterior por activos de deuda de largo plazo tiene claros beneficios, también implica riesgos dados los incentivos que genera para un mayor apalancamiento o descalces cambiarios en empresas del sector real y financiero. Este tema se analiza en detalle en los capítulos III y IV.

Por otra parte, los mercados financieros mundiales han mostrado recientemente una mayor volatilidad ante la probabilidad de un retiro anticipado del estímulo monetario en Estados Unidos, lo cual pone de manifiesto las complejidades que reviste dicho ajuste, no pudiendo descartarse una trayectoria de precios de activos más volátil. De esta manera, no es posible descartar escenarios de alzas más aceleradas y/o sobreacciones de las tasas largas soberanas y corporativas en pesos y en moneda extranjera, aparejadas con una mayor volatilidad cambiaria.

**GRÁFICO II.10**

Volatilidad del tipo de cambio respecto al resto del mundo (\*)  
(porcentaje anualizado, en moneda local)



(\*) Volatilidad calculada como el promedio móvil de 20 días, de la variación diaria del tipo de cambio. Incluye: Chile, Eurozona, Inglaterra, Japón, Brasil, México, Perú, Colombia, Canadá, Noruega, Australia, Nueva Zelanda, Sudáfrica, Indonesia, Corea del Sur, China, India, Malasia, Filipinas, Hungría, Polonia, Rep. Checa, Turquía, Vietnam.

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

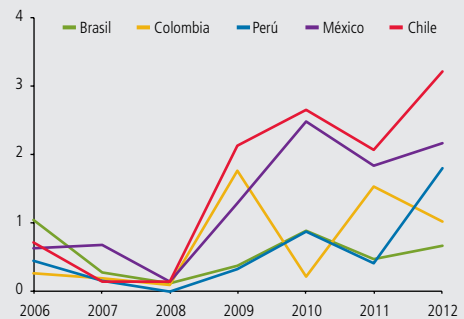
## RECUADRO II.1 COLOCACIÓN DE BONOS DE EMISORES CHILENOS EN EL EXTERIOR

Las favorables condiciones de financiamiento durante los últimos años han configurado un escenario propicio para la emisión de bonos en el exterior (capítulo I). Esto se ha plasmado en un importante dinamismo de las colocaciones de bonos corporativos de las economías emergentes (FMI, 2013). América Latina no ha sido la excepción, siendo el crecimiento de las emisiones chilenas uno de los más altos en la región (gráfico II.11). Entre el 2011 y el 2012 las colocaciones de bonos chilenos en el exterior han aumentado 1,15 puntos porcentuales (pp) del PIB, lo que se compara con un incremento de 1,4 pp en Perú y 0,2pp en Brasil.

Las emisiones de bonos de empresas chilenas en el exterior se han transformado en una fuente de financiamiento de creciente relevancia. De esta manera, las emisiones externas incrementaron su participación en el total de las emisiones de bonos desde 56% en promedio en el bienio 2010-2011 a 68% en el 2012. A mayo del 2013, el 75% de las emisiones totales habían sido realizadas en el exterior. Respecto de las emisiones locales, estas han permanecido estables en igual período (gráfico II.12).

En cuanto al tipo de emisor, en el 2012, 41% del monto de bonos colocados en el exterior fue emitido por empresas exportadoras, mientras que las empresas financieras colocaron 40%. El resto fue emitido por empresas, que incluyen, entre otras, a compañías de *retail* cuya base de ingresos proviene en un porcentaje importante de diversos países de América Latina. A mayo del 2013, las emisiones de empresas financieras han liderado las emisiones, representando más de 52% de los bonos totales colocados. En tanto, las empresas no exportadoras incrementaron su importancia relativa a 30% del total de emisiones en el último año (gráfico II.13)

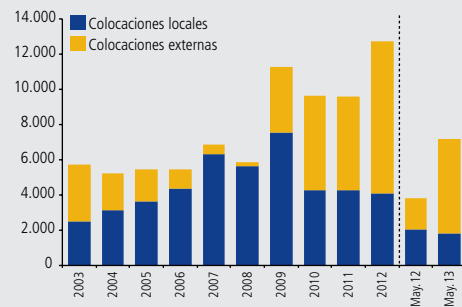
**GRÁFICO II.11**  
Colocaciones de bonos en el exterior (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Considera colocaciones de empresas residentes en el país, montos mayores a US\$ 40 millones, emitidos en mercados internacionales.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y FMI

**GRÁFICO II.12**  
Colocaciones de bonos corporativos (\*)  
(millones de dólares)



(\*) Barras a la derecha de la línea punteada, considera las colocaciones acumuladas a mayo de cada año.

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

En cuanto a la clasificación de riesgo de los emisores, estos se caracterizan por tener, mayoritariamente, grado de inversión<sup>1/</sup>. Dentro de este subconjunto, hay emisores que, en los últimos años, han acudido reiteradamente al mercado externo a levantar recursos. Sin embargo, cabe destacar que cerca de 30% de los bonos emitidos durante este año han sido colocados por empresas sin grado de inversión, porcentaje superior al de años previos (gráfico II.14).

La emisión de bonos en el exterior constituye un desarrollo positivo desde el punto de vista de la administración de los pasivos del sector privado. Esto, por cuanto permite diversificar las fuentes de financiamiento e involucra el uso de instrumentos de largo plazo. De hecho, la mayoría de las emisiones es a diez años plazo. Por otra parte —y como se discute en el capítulo III— esta mayor emisión no ha significado un deterioro de los indicadores financieros de las empresas. Sin embargo, en caso de que se prolongue un escenario de bajas tasas externas, se podría intensificar el proceso de emisiones externas, conduciendo a la gestación de potenciales vulnerabilidades en el sector corporativo local. Esto, ya sea mediante aumentos relevantes del apalancamiento de las empresas y/o descalces cambiarios. La complejidad de un escenario de este tipo se ve reforzada frente a la volatilidad que puede acompañar la normalización de los estímulos monetarios en las economías desarrolladas, con una eventual sobre-reacción de los mercados financieros, generando aumentos significativos del costo de financiamiento externo.

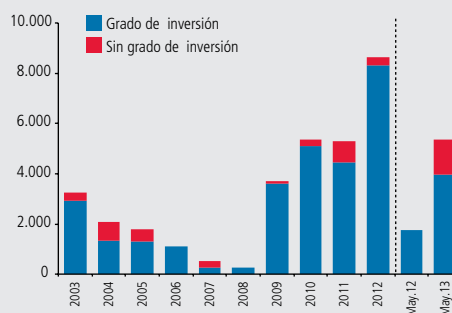
**GRÁFICO II.13**  
Colocaciones de bonos en el exterior (\*)  
(millones de dólares)



(\*) Considera colocaciones de empresas residentes en el país, montos mayores a US\$ 40 millones, emitidos en mercados internacionales.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg y FMI

**GRÁFICO II.14**  
Colocaciones en el exterior por riesgo de emisor  
(millones de dólares)



(\*) Barras a la derecha de la línea punteada, considera las colocaciones acumuladas a mayo de cada año.

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

<sup>1/</sup> En los mercados internacionales, bonos “con grado de inversión” son aquellos cuya clasificación de riesgo es mayor o igual a BBB-. Aquellos bonos con clasificación menor o igual a BB+, se denominan “sin grado de inversión” o “bonos basura”.

### III. USUARIOS DE CRÉDITO

En promedio, los indicadores financieros de empresas y hogares se mantienen estables. Sin embargo, hay cambios en la composición de la deuda de consumo que sugieren una mayor oferta relativa de crédito a los hogares de ingresos medios y altos. En el sector inmobiliario, datos recientes apuntan a una moderación de las tendencias destacadas en el Informe anterior, aunque persisten factores que ameritan un monitoreo continuo.

#### EMPRESAS

##### Las empresas mantienen estable su nivel de endeudamiento como proporción del PIB

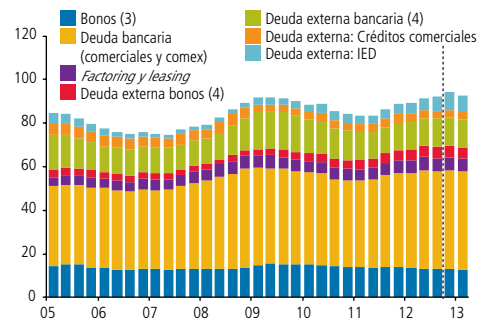
La deuda de las empresas no financieras creció 10,8% anual durante el primer trimestre del 2013, con lo que su nivel en relación al PIB registró un incremento acotado desde el Informe anterior, de 91% a 93% entre el tercer trimestre del 2012 y el primer trimestre del 2013 (gráfico III.1). En lo más reciente, el crecimiento fue impulsado por mayores colocaciones comerciales y por deuda externa asociada a préstamos de las matrices a sus empresas filiales para financiar proyectos de inversión (préstamos asociados a IED), observándose una desaceleración de las colocaciones de bonos en el exterior con respecto al año 2012 (tabla III.1).

Desde una perspectiva de estabilidad financiera, los préstamos de IED entre partes relacionadas (matriz-filial) son distintos de la deuda financiera más tradicional. En particular, el riesgo de renovación es menor frente a un shock financiero. Teniendo esto en perspectiva, la deuda financiera, excluyendo préstamos de IED, prácticamente no varió durante el último año, situándose en valores cercanos a 85% del PIB.

##### Los indicadores financieros se mantienen estables para el promedio de las empresas que entregan información a la SVS

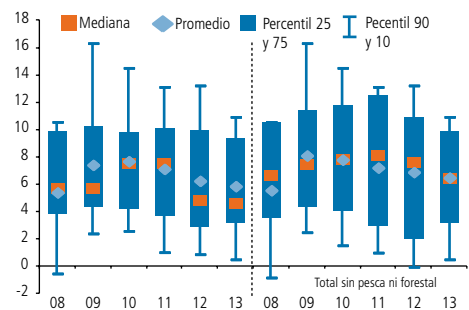
En el conjunto de empresas que reportan estados financieros a la SVS la razón de endeudamiento promedio se mantiene estable durante el último año, registrando un valor de 0,72 en el primer trimestre del 2013. La liquidez promedio tampoco muestra cambios relevantes (tabla III.2). Sin embargo, la rentabilidad promedio presenta un leve deterioro respecto del primer trimestre del 2012, cayendo desde 6,9 a 5,8%. Este deterioro explica la reducción de la

**GRÁFICO III.1**  
Deuda total de empresas no financieras (1)  
(porcentaje del PIB) (2)



- (1) La línea punteada indica el cierre del Informe anterior.
  - (2) Se considera el PIB del año móvil terminado en cada trimestre.
  - (3) Bonos corporativos (excepto Codelco), bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio, a valor de mercado.
  - (4) Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio anual móvil.
- Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

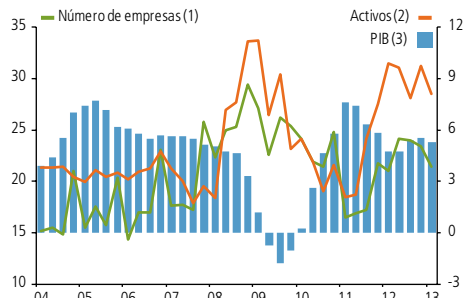
**GRÁFICO III.2**  
Rentabilidad de los activos  
(porcentaje de los activos totales)



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

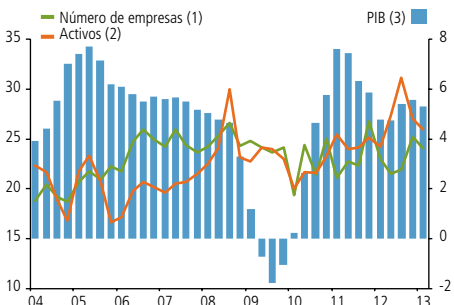


**GRÁFICO III.3**  
Empresas con rentabilidad negativa (porcentaje)



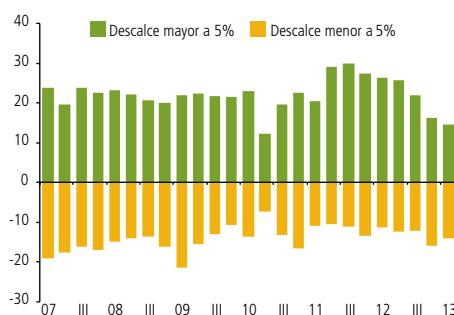
(1) Número de empresas con rentabilidad negativa sobre el total de empresas.  
(2) Activos de empresas con rentabilidad negativa sobre el total de activos.  
(3) Variación anual del PIB trimestral anualizado en base encadenada.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

**GRÁFICO III.4**  
Empresas con endeudamiento mayor a uno (porcentaje)



(1) Número de empresas con endeudamiento mayor a uno sobre el total de empresas.  
(2) Activos de empresas con endeudamiento mayor a uno sobre el total de activos.  
(3) Variación anual del PIB trimestral anualizado en base encadenada.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

**GRÁFICO III.5**  
Proporción de activos de empresas con mayor descalce (\*) (porcentaje de los activos totales)



(\*) Pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

cobertura de intereses desde 3,4 a 2,9 veces en igual período. El deterioro de la rentabilidad, sin embargo, no es generalizado sino que se asocia principalmente a los sectores de pesca y forestal<sup>1/</sup> (gráfico III.2)

**TABLA III.1**  
Fuentes de financiamiento (variación real anual)

Indicador	Prom. 2005-07	2008 IV	2009 IV	2010 IV	2011 IV	2012				2013 I	Contribución al crecimiento (1)	Participación
						I	II	III	IV			
Deuda local	12,6	6,8	2,5	3,8	11,7	8,9	10,8	6,9	7,6	8,0	5,7	68,7
Préstamos bancarios y otros	13,9	9,2	-1,3	4,3	13,5	11,9	14,6	9,4	10,4	9,9	5,5	55,0
Colocaciones comerciales	12,6	6,2	8,8	1,9	9,6	11,5	14,4	12,0	12,0	10,5	4,4	41,9
Comercio exterior	16,8	32,5	-39,5	11,5	38,5	10,6	18,2	-2,2	3,4	8,2	0,6	6,7
Factoring y leasing (2)	19,7	2,1	-10,2	15,0	16,4	16,1	11,9	7,5	7,9	7,7	0,5	6,4
Bonos (3)	8,1	-1,4	17,0	2,3	5,8	-1,0	-1,5	-1,5	-2,2	1,2	0,2	13,8
Deuda externa (4)	-0,9	13,4	16,7	4,6	8,1	8,2	14,8	19,4	20,8	17,3	5,1	31,3
Préstamos	6,1	19,0	18,8	-9,5	-2,5	1,2	9,3	11,7	9,8	11,4	1,6	14,0
Créditos comerciales	3,4	7,8	-19,6	16,2	12,7	0,1	-1,8	-8,4	-9,1	-9,9	-0,4	3,4
Bonos	-11,1	-1,6	51,7	26,1	22,4	15,4	19,0	24,4	15,3	2,6	0,2	5,4
Préstamos asociados a IED	-25,2	36,0	38,1	41,2	24,6	30,1	42,4	63,8	81,2	68,0	3,8	8,4
<b>Total</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>6,4</b>	<b>4,1</b>	<b>10,6</b>	<b>8,7</b>	<b>12,0</b>	<b>10,5</b>	<b>11,5</b>	<b>10,8</b>	<b>10,8</b>	<b>100,0</b>

(1) Puntos porcentuales.  
(2) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias.  
(3) Bonos corporativos (excepto Codelco), securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio.  
(4) Incluye préstamos asociados a inversión extranjera directa. Convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del año móvil.  
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de Achef, SBIF y SVS.

**TABLA III.2**  
Indicadores financieros del sector corporativo (porcentaje, veces)

Indicador	Promedio								
	2002-07	9.IV	10.IV	11.IV	12.I	12.II	12.III	12.IV	13.I
	Indicador promedio								
Endeudamiento (1)	0,64	0,67	0,66	0,71	0,68	0,72	0,74	0,73	0,72
Rentabilidad (2)	6,5	7,4	7,7	7,1	6,9	6,5	6,4	6,2	5,8
Liquidez (3)	1,10	1,16	1,13	1,05	1,04	0,97	0,93	0,98	0,99
Cobertura de intereses (4)	3,0	3,8	4,1	3,6	3,4	3,4	3,3	3,1	2,9
Descalce cambiario (5)	2,4	1,8	0,9	2,4	2,3	2,3	1,1	0,4	0,8
	Indicador de mayor riesgo (6)								
Endeudamiento (1)	0,73	0,74	0,75	0,73	0,72	0,85	0,78	0,76	0,76
Rentabilidad (2)	4,8	4,4	4,3	3,8	2,8	3,0	2,8	2,9	3,3
Liquidez (3)	0,68	0,77	0,72	0,57	0,56	0,56	0,59	0,55	0,58
Cobertura de intereses (4)	1,4	2,2	1,7	1,3	1,2	1,4	1,7	1,4	1,1
Descalce cambiario (5)									
Percentil 25	-3,8	-0,6	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,8	-2,7
Percentil 75	6,8	6,8	3,5	5,0	7,4	7,2	3,5	0,0	0,3

(1) Razón de deuda a patrimonio, veces.  
(2) Rentabilidad sobre activos totales, porcentaje.  
(3) Test ácido: activos corrientes menos existencias sobre pasivos corrientes, veces.  
(4) Utilidad acumulada en 12 meses antes de gastos financieros más impuestos sobre gastos financieros, veces.  
(5) Pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales. Promedio ponderado por activos.  
(6) Corresponde al percentil 25 para los indicadores de rentabilidad, liquidez y cobertura de intereses, y al percentil 75 para el endeudamiento.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

<sup>1/</sup> Estos sectores representan 2,2% del total de la cartera comercial de la deuda bancaria.



**No obstante, en los extremos de la distribución de la rentabilidad y endeudamiento se observa un deterioro**

El porcentaje de activos de las empresas con rentabilidad negativa se ha mantenido en niveles mayores a los observados el período previo a la crisis *subprime*, y similares a los registrados el 2008 y el 2009 (gráfico III.3). Es importante señalar, sin embargo, que dichas empresas tienden a concentrarse en ciertos sectores específicos (incluyendo pesca y forestal), en contraste con la mayor heterogeneidad sectorial observada en el período 2008-2009. A su vez, la fracción de empresas con rentabilidad negativa se mantiene en niveles mayores a los del ciclo expansivo previo (2004-2007).

Por su parte, el porcentaje de activos de las empresas con deuda financiera superior a su patrimonio —es decir un apalancamiento mayor que uno— ha tendido a aumentar marginalmente respecto de los niveles de 2008-2009, manteniéndose así en niveles superiores a los observados en el período 2004-2007. En cuanto al número de empresas con indicadores de endeudamiento mayores que 1, la fracción se ha mantenido estable a partir del 2007, sin observarse una reducción en el reciente ciclo de crecimiento económico (gráfico III.4).

**Los indicadores agregados de descalce cambiario se mantienen acotados, bajando la exposición a una depreciación**

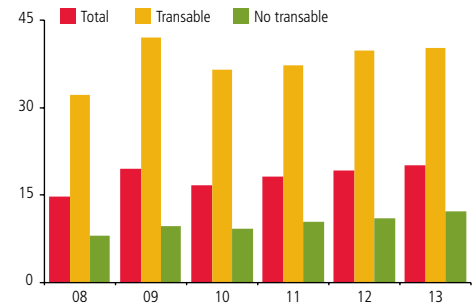
El sector corporativo disminuyó su posición pasiva de descalce respecto del último *Informe*, ubicándose en 0,8% de los activos en el primer trimestre del 2013 (tabla III.2). Por su parte, los indicadores más extremos de la distribución exhiben una inclinación hacia posiciones más activas, encontrándose así el sector menos expuesto a una depreciación de la moneda local. En esta línea, el porcentaje de activos de las empresas que reportan estados contables en pesos y que poseen un descalce mayor de 5% en valor absoluto disminuye significativamente desde el 2012 (gráfico III.5).

No es posible calcular directamente el descalce de empresas que no reportan sus estados contables a la SVS. Sin embargo, los datos de colocaciones comerciales muestran que la fracción de créditos en moneda extranjera continúa siendo mayor en el sector transable (gráfico III.6).

**Los indicadores de no pago agregados se mantienen estables con diferencias por sector económico**

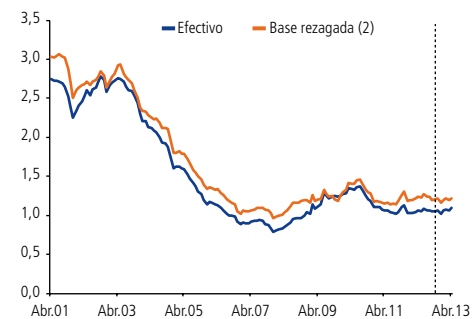
El índice de cartera vencida (ICV) comercial continúa estable para el sistema (gráfico III.7). Con todo, y tal como se señala en el IPoM, la economía chilena ha comenzado a desacelerarse, situación que afectará los ingresos y por tanto el riesgo de crédito de las empresas cuyas ventas se concentran en el mercado local.

**GRÁFICO III.6**  
Deuda en moneda extranjera (\*)  
(porcentaje de la deuda comercial de cada sector)



(\*) Información actualizada a febrero de cada año.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF

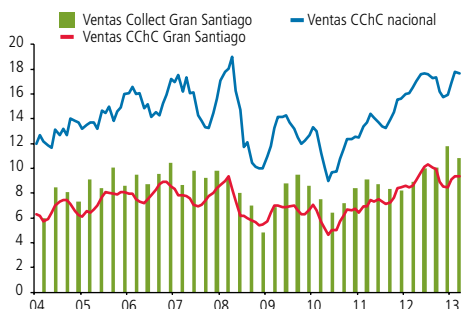
**GRÁFICO III.7**  
Índice de cartera vencida comercial (1)  
(porcentaje de las colocaciones)



(1) La línea punteada indica el cierre del *Informe* anterior.  
(2) Se consideran 12 meses de rezago para la base comparativa.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO III.8**

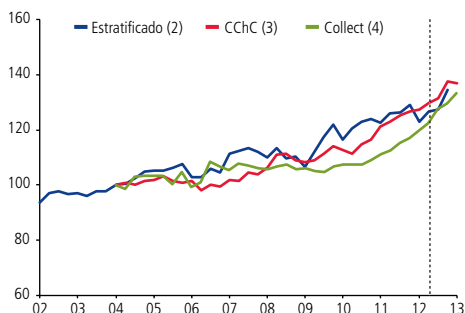
Venta de viviendas nuevas  
(miles de unidades, series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CChC y Collect.

**GRÁFICO III.9**

Precios reales de viviendas (1)  
(índice base mar.04 = 100)



- (1) La línea punteada indica el cierre del *Informe* anterior.  
(2) Resultados preliminares. Calculado usando un ajuste composicional de acuerdo a las características de la vivienda. Ver Vío (2011).  
(3) Índice de precios para viviendas nuevas en el Gran Santiago, elaborado en base a la metodología de precios hedónicos por la Cámara Chilena de la Construcción.  
(4) Índice basado en promedio de UF/m<sup>2</sup> de viviendas nuevas de proyectos en la RM.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Collect, la Cámara Chilena de la Construcción y el SII.

**SECTOR INMOBILIARIO****Las ventas de viviendas se desaceleraron de manera significativa, aunque se mantienen en niveles históricamente altos, persistiendo la situación de bajos inventarios**

Las ventas de viviendas nuevas se han desacelerado en forma relevante. Sin embargo, pesar de esta moderación, los niveles de ventas permanecen en torno a sus máximos históricos (gráfico III.8). Por su parte, los inventarios se mantienen estrechos, observándose que el porcentaje de las viviendas que se vendió en la etapa de construcción ascendió a 64% de las casas y un 54% de los departamentos durante el primer trimestre del 2013. Coherente con lo anterior, y en especial para las casas, los meses de inventario disponibles para agotar el stock a nivel nacional se han mantenido bajos desde mediados del 2012.

En cuanto al dinamismo de la oferta, la información respecto de la actividad de construcción de viviendas ha sido mixta en lo más reciente. Por una parte, los indicadores sintéticos de actividad en el sector construcción muestran una desaceleración. Sin embargo, y en contraste con dichos indicadores, el empleo en el sector ha vuelto a repuntar en los últimos meses, manteniéndose el mayor crecimiento relativo de los salarios en el sector construcción (ver IPoM de junio 2013).

**En este contexto, los precios de las viviendas han mantenido su dinamismo a nivel nacional**

Diversos índices muestran que los precios agregados han mantenido sus tasas de crecimiento, las cuales serían coherentes con el dinamismo del ingreso nacional privado y las bajas tasas de interés de largo plazo (gráfico III.9). Sin embargo, el promedio nacional esconde una importante heterogeneidad, situación que probablemente esté influenciada por diferencias en el comportamiento de la demanda y por diferencias en la oferta relativa de terrenos. En concreto, y tal como se planteó en el *Informe* anterior, en un conjunto de comunas los precios han crecido significativamente por sobre sus tasas de crecimiento históricas, y últimamente se ha observado una aceleración en las tasas de crecimiento en varias de ellas (gráfico III.10).

**Las condiciones crediticias para inmobiliarias y especialmente constructoras se han tornado más restrictivas, sin observarse cambios importantes en el financiamiento residencial**

Desde el último *Informe*, los bancos reportan condiciones más restrictivas en el otorgamiento de créditos bancarios a empresas del sector (gráfico III.11). Ello, en un contexto donde el crecimiento de la deuda bancaria de constructoras e inmobiliarias ha estado en línea con el crecimiento del PIB de dicho sector. En tanto, el apalancamiento de las empresas del sector inmobiliario que reportan a la SVS se mantiene estable.

La información disponible para las empresas constructoras de menor tamaño muestra una contracción de los márgenes durante los años 2011 y 2012<sup>2/</sup>. Cabe destacar que esta contracción se origina a pesar de que el sector se encuentra en una fase expansiva, situación que, según empresas del sector, se explicaría por contratos a suma alzada entre inmobiliarias y constructoras, y aumentos en los costos de construcción durante la ejecución de los proyectos. Este deterioro podría manifestarse en un aumento de la morosidad del sector construcción.

Por su parte, la evolución de los estándares crediticios bancarios para créditos hipotecarios ha sido mixta desde el último *Informe*. Por un lado, según la Encuesta de Crédito Bancario, el 25% de los bancos reporta condiciones más restrictivas. Por otro, la razón deuda garantía ha permanecido constante —manteniéndose una fracción importante de créditos con LTV superiores a 80%— y algunos bancos incluso han flexibilizado este criterio (gráfico III.12). Finalmente, las colocaciones hipotecarias han mantenido un crecimiento estable.

**En el sector comercial, el ingreso proyectado de oficinas podría impactar la tasa de vacancia en este segmento**

Desde el último *Informe*, la proyección de metros cuadrados de oficinas de clase A y A+ que ingresarán los próximos años ha aumentado marginalmente (gráfico III.13). Tal como se ha planteado en *Informes* previos, esta expansión es alta en comparación con las tasas de absorción históricas. En este sentido, el balance esperado en la oferta y demanda puede requerir ajustes que podrían materializarse en mayores tasas de vacancia y/o ajustes de precios, en este u otro tipo de oficinas como, por ejemplo, oficinas clase B.

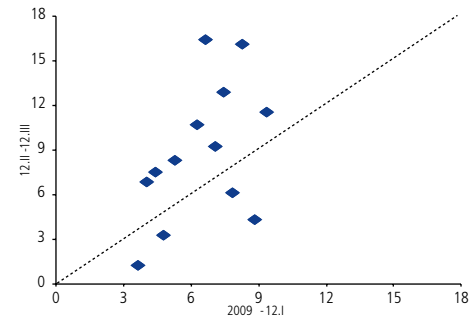
**En síntesis, datos recientes apuntan a una moderación de ciertas tendencias del sector Inmobiliario destacadas en el Informe anterior, aunque persisten factores que ameritan un monitoreo continuo**

No se ha observado una aceleración en el crédito hipotecario, la tasa de crecimiento de las de las ventas de viviendas residenciales se ha reducido, los bancos han estrechado los estándares de otorgamiento de créditos para empresas asociadas al sector y el apalancamiento de las inmobiliarias se ha estabilizado. No obstante estos desarrollos, las ventas de viviendas se mantienen en niveles relativamente altos y los índices agregados de precios de viviendas mantienen su ritmo de expansión, en un contexto donde los estándares de otorgamiento de créditos hipotecarios no han variado sustancialmente. Por su parte, las empresas constructoras de tamaño mediano y pequeño muestran un deterioro de la rentabilidad. Por último, la proyección de la oferta de nuevas oficinas continúa siendo elevada en términos históricos.

En consecuencia, es importante que oferentes de crédito e inversionistas apalancados muestren cautela al extrapolar las alzas recientes de los precios de viviendas, en especial en ciertas áreas geográficas. La alta demanda que se ha observado en los últimos semestres es el resultado de la combinación de un ingreso dinámico y bajas tasas de interés, factores que se deteriorarían en los

<sup>2/</sup> Las empresas consideradas en esta mayor muestra, son aquellas que declaran IVA.

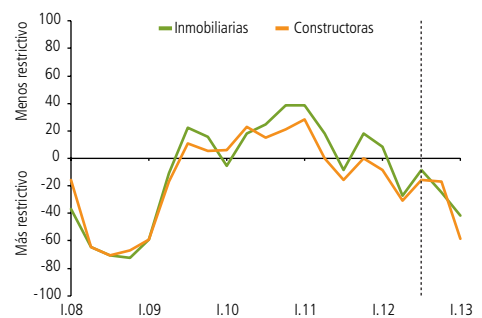
**GRÁFICO III.10**  
Crecimiento de precios en comunas (\*)  
(variación anual real, promedio)



(\*) Comunas que presentan un aumento significativo en su tasa de crecimiento siguiendo la metodología de Ferreira y Gyourko (2011). La estimación consideró 45 comunas que representan el 84% de las ventas totales 2011-2012.

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

**GRÁFICO III.11**  
Cambio en la oferta de crédito a inmobiliarias y constructoras (1) (2)  
(porcentaje del total de respuestas) (3)

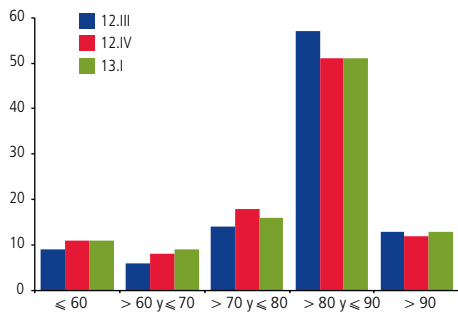


- (1) La línea punteada indica el cierre del *Informe* anterior.
- (2) Desde junio del 2010 se considera a aquellos bancos que mantienen colocaciones en el respectivo segmento.
- (3) Corresponde a la diferencia entre el número de bancos que opinaron que los estándares de aprobación eran menos restrictivos y el número de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos, como porcentaje del total de respuestas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.12**

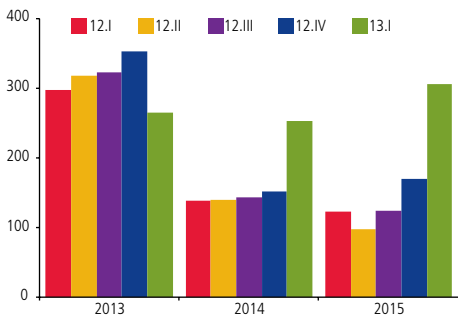
Razón deuda a garantía hipotecaria  
(porcentaje de los créditos otorgados en cada período)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.13**

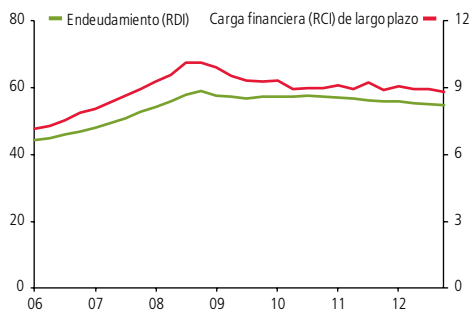
Incorporación de nuevos proyectos de oficina: Clase A y A+  
(miles de metros cuadrados proyectados)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Global Property Solutions.

**GRÁFICO III.14**

Endeudamiento de los hogares  
(porcentaje del ingreso disponible)



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

escenarios descritos en los capítulos I y II de este Informe. La misma nota de cautela es válida para la extrapolación del crecimiento reciente de la demanda en los sectores residencial y comercial.

## HOGARES

### El endeudamiento agregado se redujo marginalmente en relación con el ingreso de los hogares

El ingreso disponible bruto de los hogares creció 8,7% real durante el 2012, mientras el consumo creció 5,9% en igual período. Coherente con lo anterior, la tasa de ahorro de los hogares sobre el ingreso disponible aumentó de 9,2 a 11,2% entre el 2011 y el 2012, y la deuda se redujo marginalmente desde 55,9% a 54,7% del ingreso disponible en igual período, observándose una tendencia similar en la carga financiera de largo plazo (gráfico III.14).

Coherentemente con los datos agregados, la Encuesta Financiera de Hogares (EFH) muestra que la razón deuda-ingreso y la carga financiera del hogar representativo se mantuvo estable en todos los segmentos de ingreso en el período 2007 a 2011 (recuadro III.1).

### La deuda bancaria sigue mostrando el mayor dinamismo...

La deuda total de los hogares creció 8,0% en el primer trimestre del 2013, destacándose la contribución de los bancos tanto en la deuda hipotecaria como en la de consumo. En el caso de la deuda hipotecaria, las colocaciones

**TABLA III.3**

Deuda de los hogares  
(variación real anual, porcentaje)

Indicador	2009 IV	2010 IV	2011 IV	2012				2013 I	Contribución al crecimiento (1)	Participación
				I	II	III	IV			
Hipotecaria	8,5	7,1	7,0	7,0	7,5	7,7	7,6	8,3	4,8	57,4
Bancaria	9,7	9,2	8,0	8,1	8,3	8,3	8,3	8,9	4,6	51,4
No bancaria (2)	1,1	-5,9	-0,6	-0,8	1,4	3,0	1,9	3,9	0,2	6,0
Consumo	5,0	6,9	7,0	5,1	5,4	5,6	7,3	7,5	3,2	42,6
Bancaria	3,3	8,8	13,3	11,0	10,7	10,4	8,9	9,3	2,4	26,1
No bancaria	0,2	4,7	-7,6	-9,8	-10,4	-10,2	-2,3	-0,5	-0,1	10,8
Cajas comerciales	-8,4	6,1	-15,1	-18,5	-19,3	-19,1	-5,6	-2,4	-0,1	5,1
CCAF (3)	9,7	3,8	5,2	3,6	2,5	0,6	3,5	3,9	0,1	3,8
Cooperativas	16,7	2,1	-5,1	-5,5	-4,4	-1,8	-3,3	-3,6	-0,1	1,9
Otras (4)	36,8	3,6	18,3	18,3	21,4	20,8	21,9	16,6	0,9	5,7
<b>Total</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>100,0</b>

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

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

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

bancarias aumentaron 8,9%, mientras que las colocaciones de oferentes no bancarios crecieron 3,9%. Por su parte, las colocaciones de consumo bancarias aumentaron 9,3%, cifra que contrasta con la reducción de 0,5% de los oferentes no bancarios (tabla III.3).

**...acentuándose el cambio en la composición de la deuda de consumo**

La deuda de consumo ha disminuido como proporción de las remuneraciones durante los últimos años, estabilizándose en valores cercanos a 34%. Sin embargo, la relevancia de los diferentes oferentes de crédito en este segmento ha cambiado de manera relevante entre el 2009 y el 2012. La participación de la banca tradicional creció de 17 a 19% de las remuneraciones en dicho período, en tanto los restantes oferentes de crédito de consumo —divisiones de consumo de la banca, banca *retail*, casas comerciales, cajas de compensación y cooperativas— redujeron su participación de 19 a 15% (gráfico III.15).

**Los estándares de crédito se han tornado más restrictivos para la deuda de consumo**

En la Encuesta de Crédito Bancario, los bancos autorreportan una mayor restricción en los criterios para el otorgamiento de los créditos de consumo, en particular en aquellos criterios ligados a un incremento de la renta mínima exigida. Esto se encuentra en línea con lo planteado en el capítulo IV respecto de mayores costos fijos en el mercado de consumo, los cuales podrían traducirse en una menor oferta a segmentos de menores ingresos. El alza observada desde el año 2012 en la tasa de colocación de los créditos de consumo de menores montos (0-200 UF) relativa a los créditos de mayor cuantía (200–5000 UF) también es coherente con condiciones más estrechas a los segmentos de la población de menores ingresos.

**Hay un conjunto de antecedentes coherentes con aumentos en el nivel de endeudamiento de algunos hogares**

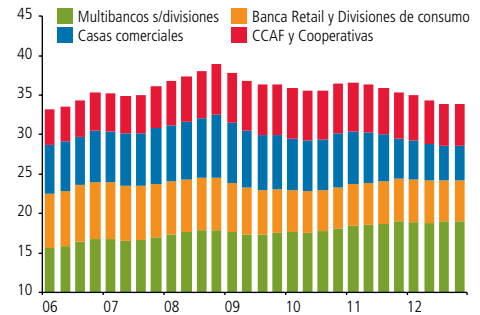
El menor dinamismo de las divisiones de consumo, el retroceso de los oferentes no bancarios y la evolución de los estándares crediticios de la banca antes descritos sugieren una mayor oferta relativa de crédito a los hogares de ingresos medios y altos.

Por su parte, el crecimiento de las colocaciones de consumo entre el 2009 y el 2013 exhibe un alto grado de heterogeneidad entre bancos. La deuda de consumo promedio aumentó más en los bancos más dinámicos en este segmento. Adicionalmente, para un conjunto de bancos, los aumentos de la deuda promedio exceden el crecimiento del ingreso disponible (gráfico III.16).

**Los indicadores agregados de no pago de la deuda de consumo bancaria han aumentado**

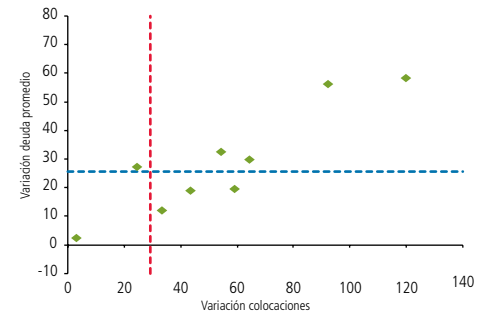
Desde el *Informe* anterior, los indicadores de ICV de consumo bancario aumentaron (gráfico III.17). Similar conclusión se obtiene de indicadores alternativos de no pago, como son castigos o morosidad a 90 días (capítulo

**GRÁFICO III.15**  
Endeudamiento de consumo (porcentaje de las remuneraciones)



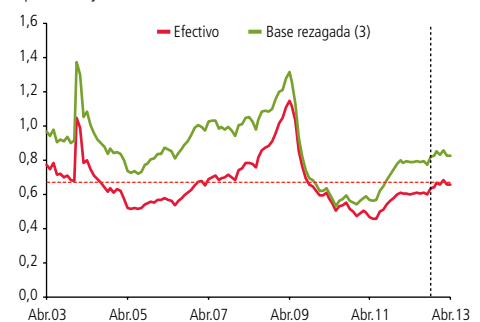
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

**GRÁFICO III.16**  
Dinámica de la deuda de consumo bancaria (1) (2) (porcentaje)



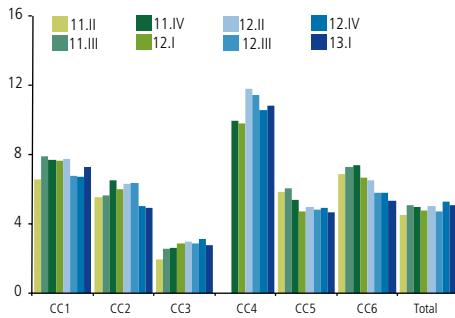
(1) Variación entre febrero del 2013 y febrero del 2010.  
(2) La muestra considera multibancos con participación relevante en las colocaciones de consumo. Las líneas punteadas roja y azul, indican el crecimiento del ingreso disponible privado, y el ingreso disponible privado per cápita, en el mismo período, respectivamente.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO III.17**  
Índice de cartera vencida de la deuda de consumo bancaria (1) (2) (porcentaje de las colocaciones de consumo)



(1) La línea punteada indica el cierre del *Informe* anterior.  
(2) La línea roja segmentada indica el promedio del índice efectivo.  
(3) Se consideran 22 meses de rezago para la base comparativa, plazo promedio del segmento. Ver Matus et al. (2009).  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO III.18**  
**Morosidad de casas comerciales (\*)**  
(porcentaje de la cartera total)



(\*) Considera mora mayor a 90 días.

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

IV). En contraste, los indicadores de no pago de oferentes de crédito no bancarios se mantienen estables. Es así como la morosidad a 90 días de las casas comerciales se mantiene estable en torno a 5,1%, mientras el ICV de las cooperativas supervisadas por la SBIF se mantenía bajo el 2% al cierre del 2012 (gráfico III.18).

En síntesis, los indicadores agregados de endeudamiento se mantienen estables. Sin embargo, han habido cambios en la composición de dicho endeudamiento en los últimos años. Cabe destacar el dinamismo de la deuda bancaria relativa a otros oferentes de crédito y respecto de las remuneraciones. Distintos antecedentes sugieren que el crecimiento de la banca se concentraría en hogares de ingresos medios y altos.

## RECUADRO III.1 EVOLUCIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES CHILENOS DE 2007 A 2011-12: CINCO LEVANTAMIENTOS DE LA EFH

La Encuesta Financiera de Hogares (EFH) es un proyecto del Banco Central que busca recabar información sobre ingresos, deudas y activos de los hogares. Durante el primer semestre del 2013, el Banco Central publicó las versiones 2010 y 2011-12 de la EFH completando así un ciclo de dos levantamientos a nivel nacional urbano (2007 y 2011-12) y tres levantamientos para la Región Metropolitana (2008, 2009 y 2010)<sup>3/</sup>. Este recuadro presenta algunos resultados destacados de la evolución del endeudamiento de los hogares a nivel nacional entre 2007 y 2011-12.

Cabe señalar que la disponibilidad de datos a nivel de hogares permite un análisis de mayor riqueza que el análisis de datos agregados. Por ejemplo, permite evaluar las consecuencias de la forma en que la deuda está distribuida entre hogares. Todo lo demás igual, una misma deuda concentrada en pocas familias supone un mayor riesgo —tanto para las familias como, eventualmente, para el sistema— que el mismo monto distribuido entre más familias.

### Tenencia de deuda

Los resultados de la EFH muestran un crecimiento de 5% en la fracción de hogares con deuda, cifra que sube a 9% en el estrato de menores ingresos. La fuente de crédito más extendida para los hogares, las casas comerciales, ha visto decaer su presencia desde 51% en 2007 a 45% en 2011-12 (tabla III.4), al tiempo que los hogares con alguna deuda de consumo han subido marginalmente desde 61,5% a 63,2%. Destacándose un aumento de 63% en el porcentaje de hogares que poseen deuda con CCAF o cooperativas en el período considerado<sup>4/</sup>.

Finalmente, la encuesta permite identificar la tenencia conjunta de distintos instrumentos. En particular, se observa que sobre 16% de los hogares tiene simultáneamente deuda no hipotecaria en bancos y en otras instituciones.

### Montos relativos de deuda por tipo

En términos de la composición del monto adeudado, la deuda hipotecaria representa cerca de 20% del monto de deuda total de los hogares (tabla III.5). Esta proporción es creciente a través del estrato de ingreso<sup>5/</sup>. Esta representa 11% de la deuda total

**TABLA III.4**  
Tenencia de deuda (1)  
(porcentaje, veces)

	2007	2011-12
Tenencia de Deuda	64,8	68,0
Estrato 1	56,7	61,7
Estrato 2	72,2	71,9
Estrato 3	74,0	78,0
Hipotecaria	13,4	15,2
No Hipotecaria	61,5	63,2
Bancaria	22,3	23,3
Casas comerciales	51,1	44,9
CCAF (2) o cooperativas	7,5	12,2
Bancaria y otra	16,5	16,2

(1) Estrato 1: decil de ingreso 1 a 5, Estrato 2: decil de ingreso 6 a 8, Estrato 3: decil de ingreso 9 y 10.

(2) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

Fuente: Banco Central de Chile.

para el estrato 1, 21% de la deuda total para el estrato 2, y 36,5% de la deuda total para el estrato 3. Cabe destacar el aumento de la importancia de la deuda hipotecaria sobre el total en el estrato 1. Esta evolución refleja, al menos en parte, un mayor acceso a financiamiento hipotecario de los hogares de este estrato en los últimos años.

### Deuda y carga financiera

Los valores de la Razón Deuda Ingreso (RDI) y de la Razón Carga Financiera sobre Ingreso (RCI) que se reportan a continuación

**TABLA III.5**  
Participación de deuda hipotecaria en la deuda total (\*)  
(porcentaje de hogares, promedio de la participación)

	2007		2011-12	
	% Deuda Tota	Tenencia	% Deuda Tota	Tenencia
Estrato 1	8,6	5,6	10,9	7,5
Estrato 2	19,1	15,6	20,9	17,0
Estrato 3	34,4	29,7	36,5	31,8
Total	18,0	13,4	19,9	15,2

(\*) Estrato 1: decil de ingreso 1 a 5, Estrato 2: decil de ingreso 6 a 8, Estrato 3: decil de ingreso 9 y 10.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>3/</sup> El trabajo de campo de la EFH 2011-12 se realizó entre septiembre de 2011 y mayo de 2012. Más información sobre la EFH se encuentra en [www.bcentral.cl/estadisticas-economicas/financiera-hogares](http://www.bcentral.cl/estadisticas-economicas/financiera-hogares).

<sup>4/</sup> Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF).

<sup>5/</sup> El estrato 1 considera los primeros cinco deciles de ingreso, esto es, hasta \$500.000 de ingreso mensual; el estrato 2 considera los deciles 6 a 8, entre \$500.000 y \$1.100.000; mientras que el estrato 3 considera los deciles 9 y 10, con ingresos mensuales sobre \$1.100.000.



se refieren a la mediana de los hogares con deuda, y por tanto difiere de los valores de RDI y RCI promedio presentados en otras secciones de este Informe. Estos últimos se construyen sobre la base de datos agregados de deuda y carga financiera, y del ingreso disponible del total de los hogares<sup>6/</sup>.

Los resultados muestran que el hogar mediano en los tres estratos mantiene, en ambos períodos, prácticamente el mismo nivel de RDI (tabla III.6). Sin embargo, se observa un aumento en la deuda de la mitad más endeudada en cada uno de los estratos (percentil 75). Este aumento es más marcado en los estratos 1 y 2.

**TABLA III.6**

Razón deuda total sobre ingreso anual (RDI) (\*) (porcentaje)

	2007		2011-12	
	Mediana	P75	Mediana	P75
Estrato 1	17,1	54,7	17,9	62,4
Estrato 2	19,5	62,2	19,3	71,0
Estrato 3	28,1	99,7	28,4	103,8
Total	19,2	66,0	20,1	74,5

(\*) Hogares con deuda. Estrato 1: decil de ingreso 1 a 5, Estrato 2: decil de ingreso 6 a 8, Estrato 3: decil de ingreso 9 y 10.

Fuente: Banco Central de Chile.

La evolución del RCI complementa el análisis anterior (tabla III.7). Este se mantiene estable tanto en la mediana como el percentil 75, lo que pudiese vincularse con cambios en el tipo de productos, plazos o tasas.

Finalmente, cabe destacar que si bien el RDI de los hogares del estrato 3 es más alto, lo opuesto ocurre con el RCI, donde son los hogares de menores ingresos (estrato 1) los que tienen el mayor RCI. Parte de esta diferencia se debe a que estos últimos acceden, en general, a créditos de menor plazo (especialmente no hipotecarios), en comparación a los hogares del estrato de ingreso más alto.

**TABLA III.7**

Razón carga financiera sobre ingreso (RCI) (\*) (porcentaje)

	2007		2011-12	
	Mediana	P75	Mediana	P75
Estrato 1	23,0	48,2	24,2	49,7
Estrato 2	19,8	39,2	18,7	38,5
Estrato 3	18,8	36,5	17,1	31,1
Total	21,1	42,4	20,3	41,1

(\*) Hogares con deuda. Estrato 1: decil de ingreso 1 a 5, Estrato 2: decil de ingreso 6 a 8, Estrato 3: decil de ingreso 9 y 10.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>6/</sup> Ambos tipos de datos son útiles para el análisis. Los datos agregados permiten una primera visión de la situación financiera de los hogares por la inmediatez con la que están disponibles. Sin embargo, esconden la forma en que la deuda está distribuida en la población, por lo que no necesariamente reflejan la situación del hogar representativo. En efecto, si la distribución de la variable de interés es poco uniforme, los valores extremos harán que los promedios no sean un buen indicador de la situación del hogar común. La mediana, en tanto, no adolece de este problema, por lo que es un mejor indicador del hogar representativo en la EFH.

Con todo, se observa que el aumento en la tenencia de deuda observado en el período no ha venido acompañado de un mayor endeudamiento o carga financiera del hogar mediano. Sin embargo, en algunos segmentos sí se observa un aumento de la deuda relativa al ingreso, si bien esto no se ha reflejado en la carga financiera.

### Comparación internacional

Finalmente, se presenta una comparación entre los valores nacionales en la EFH 2011-12 y los obtenidos en encuestas financieras realizadas en Estados Unidos y Europa.

Si bien estos países tienen mayores niveles de ingreso y de profundidad financiera que Chile, el hecho que hayan publicado recientemente encuestas financieras similares a la EFH justifica esta comparación<sup>7/</sup>.

El RCI para Chile está entre los niveles altos del grupo y por sobre lo que muestra la relación promedio para los otros países entre RDI y RCI (gráfico III.19)<sup>8/</sup>. Este resultado es similar al reportado en Informes anteriores utilizando datos agregados. Esta diferencia está vinculada en parte a una diferencia sustancial en los montos relativos de deuda de consumo e hipotecaria entre Chile y los otros países. Mientras que en Chile la deuda hipotecaria alcanza, como se señalara anteriormente, a 20% del total, en los países europeos este porcentaje alcanza 80%. La deuda de consumo es más corta y de mayores tasas que la hipotecaria, por lo que genera un RCI mayor para un mismo RDI.

**GRÁFICO III.19**

Ratios de deuda (mediana de hogares con deuda)



(1) Datos de 2008 para España; de 2009 para Grecia, y Holanda; de 2010 para Belgica, Alemania, Francia, Italia, Chipre, Austria, Portugal y Estados Unidos; y de 2011-12, para Chile.

Fuente: Banco Central de Chile, Banco Central Europeo (2013), Reserva Federal de Estados Unidos (2010).

<sup>7/</sup> Banco Central Europeo (2013).

<sup>8/</sup> Para que sean comparables, el RCI y el RDI de Chile se expresan en este gráfico en relación con el ingreso bruto.



## IV. SISTEMA BANCARIO

*La rentabilidad de la banca disminuye, lo que en parte se vincula a mayores provisiones en la cartera de consumo. Sin embargo, el impacto sobre la solvencia de la banca de los escenarios de riesgo descritos en este Informe se mantiene acotado.*

### El crédito crece a tasas cercanas a 10%, tanto por producto como por tipo de banco...

El crédito bancario ha crecido a un promedio de 10% real anual desde el último Informe. Las tasas de crecimiento de los distintos tipos de colocaciones han tendido a converger (tabla IV.1, anexo), a la vez que la brecha observada entre bancos medianos y grandes se ha reducido. Esto se ha dado tanto por una rápida desaceleración de los primeros como por una recuperación del crecimiento de los últimos (gráfico IV.1).

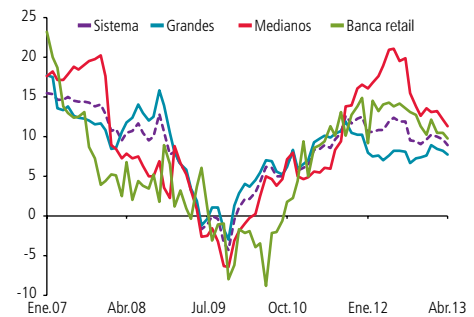
Las colocaciones comerciales redujeron ligeramente sus tasas de expansión anual, pasando de 11% a fines de 2012 a 9% en abril de 2013. El deterioro del comportamiento de pago de las empresas en algunos sectores específicos (ver capítulo III) aumentó la mora de los bancos con mayor exposición a dichas empresas (gráfico IV.2).

En el segmento de personas, los créditos de consumo otorgados por las divisiones especializadas y los bancos medianos se han desacelerado, en medio de alzas relevantes en el gasto en provisiones de la cartera de consumo (gráficos IV.3 y IV.4). Los créditos para el financiamiento de viviendas han seguido creciendo en torno a 8% real anual, manteniéndose la mayor expansión de los bancos medianos (17%) respecto de los grandes (6%) (tabla IV.1, anexo).

### ...y los indicadores de solvencia se han estabilizado

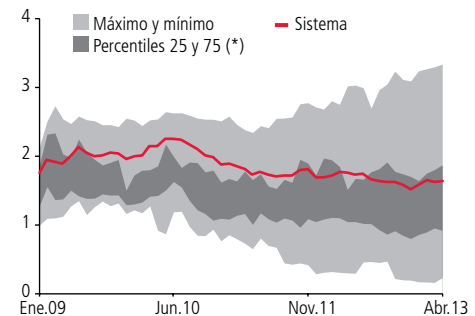
Entre octubre de 2012 y abril de 2013 los bancos realizaron aumentos de capital por aproximadamente US\$1.300 millones, revirtiendo la caída del índice de adecuación de capital (IAC) observada hasta el Informe anterior (gráfico IV.5). El IAC del sistema subió desde 13,2% en octubre hasta 13,5% en abril último (estimado). Esto, a pesar de que la participación de los activos líquidos en el balance, con un menor ponderador de riesgo, ha disminuido levemente para el sistema (gráfico IV.1, anexo).

**GRÁFICO IV.1**  
Colocaciones totales  
(variación real anual, porcentaje)



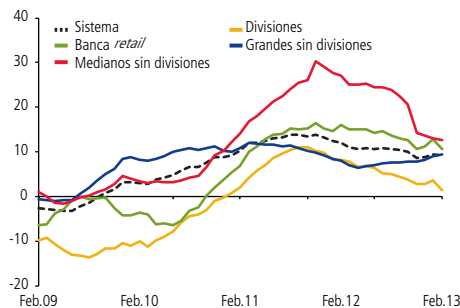
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO IV.2**  
Mora de 90 días o más - cartera comercial  
(porcentaje)

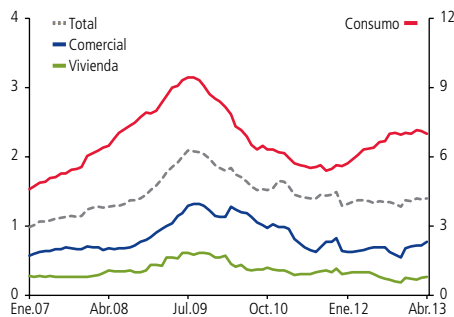


(\* Excluye banca retail, tesorería y comercio exterior.

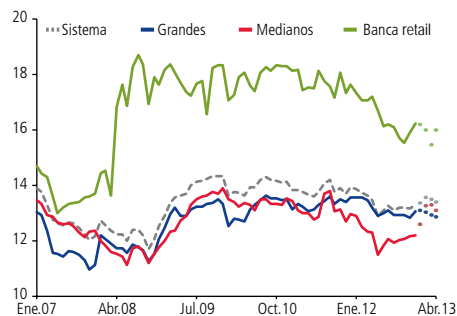
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO IV.3****Colocaciones de consumo**  
(variación real anual, porcentaje)

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

**GRÁFICO IV.4****Índice de gasto en provisiones**  
(suma móvil doce meses, porcentaje)

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

**GRÁFICO IV.5****Índice de adecuación de capital (\*)**  
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)

(\*) Los puntos corresponden a estimaciones preliminares para el primer cuatrimestre del 2013.

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

**HECHOS DESTACADOS**

Los indicadores de riesgo de la cartera de consumo han aumentado. Los mayores gastos en provisiones en esta cartera son uno de los varios factores que han impactado negativamente la rentabilidad de la banca.

**En el último año se ha visto un incremento del riesgo de crédito en la cartera de consumo, que contribuye a la menor rentabilidad observada**

En el último año se observa un mayor riesgo de crédito en la cartera de consumo, a pesar de las favorables condiciones de empleo y salarios prevaletentes en el período (ver detalles en IPoM de junio 2013). El alto crecimiento de esta cartera en años previos podría explicar parte de esta evolución. Este mayor riesgo se refleja en el aumento de la morosidad y los castigos, lo que sumado a un deterioro de las expectativas económicas, explicarían el aumento del gasto en provisiones (gráficos IV.4 y IV.6).

El mayor gasto en provisiones contribuye de manera importante a la reducción de la rentabilidad de la industria en el último año, con un efecto particularmente relevante en la banca *retail* (gráfico IV.7).

**Otros factores que explican la menor rentabilidad son los menores márgenes de intereses y la menor inflación**

Otro factor relevante en la reducción de la rentabilidad de algunos bancos ha sido el menor margen de intereses. Parte de esta reducción puede asociarse a un aplanamiento de la curva de retorno en pesos (gráfico IV.4, anexo). Los márgenes de los bancos medianos también se habrían visto afectados por el alto crecimiento en empresas de mayor tamaño y las estrategias de captación minorista reportados en el último Informe. (gráfico IV.7). En contraste, los bancos más grandes se beneficiaron de las favorables condiciones de financiamiento externo (capítulo II), reduciendo su costo marginal de endeudamiento en el último ejercicio (Recuadro IV.1).

Adicionalmente, la menor tasa de inflación del último año afectó negativamente los resultados de los bancos que mantienen una posición activa en UF en su balance (gráfico V.7). A pesar de su impacto de más de 10 puntos base en la rentabilidad de los activos (ROA) de los multibancos grandes y medianos, este factor debiera ser transitorio, conforme la inflación converja a la meta.

**A esto se suman cambios en las remuneraciones por comisiones y posibles aumentos en la estructura de costos de los productos bancarios**

Los ingresos por comisiones representan en torno a 20% de los ingresos operacionales de la banca. Entre 2011 y 2012 estos ingresos disminuyeron en más de 60 puntos base, medidos en relación con los ingresos operacionales del sistema (gráfico IV.8). Casi la mitad de los ingresos por comisiones en el último año fueron generados por la administración de tarjetas y servicios de cobranzas, recaudaciones y pagos (gráfico IV.5, anexo).

Las comisiones obtenidas a través de las filiales corredoras de seguros contribuyen en alrededor de 10% de los ingresos totales por comisiones. El proceso de licitación de seguros asociado a los créditos hipotecarios para la vivienda, que los bancos iniciaron durante el cuarto trimestre de 2012 y el primer trimestre de este año, se reflejaría en una disminución de los ingresos aportados por las corredoras de seguros a las matrices bancarias en el presente ejercicio.

Adicionalmente, algunos de los cambios regulatorios introducidos en años recientes podrían tener como contrapartida un aumento de los costos operativos y de administración de los productos de consumo<sup>1/</sup>. Actores del mercado han enfatizado la relevancia de este efecto.

**Este escenario de menor rentabilidad podría generar en los bancos un incentivo a explorar nuevas estrategias de negocios**

Desde principios de 2011 los indicadores de rentabilidad han disminuido para la mayoría de los bancos, a pesar de la favorable posición cíclica de la economía. Dada la posición cíclica de la economía, la rentabilidad del capital parece baja (gráfico IV.9 y gráfico IV.2, anexo).

La menor rentabilidad de los últimos ejercicios podría llevar a los bancos a explorar nuevas estrategias de negocios, buscando mantener o incrementar el tamaño de su balance y sus retornos. La incursión en pequeñas empresas del sector productivo, varias de ellas apoyadas por programas de garantías financieras del Estado, y el proceso de internacionalización de la banca local, podrían responder a esta búsqueda de nuevos nichos y mercados (gráfico IV.6, anexo).

Cuando la búsqueda de mayores retornos de corto plazo se traduce en políticas de crédito más laxas, un mayor apalancamiento, el uso de fuentes de fondeo más volátiles o una mayor actividad fuera de balance, los costos de largo plazo para la economía real pueden ser relevantes. Este es un tema importante de monitorear en el corto y mediano plazo.

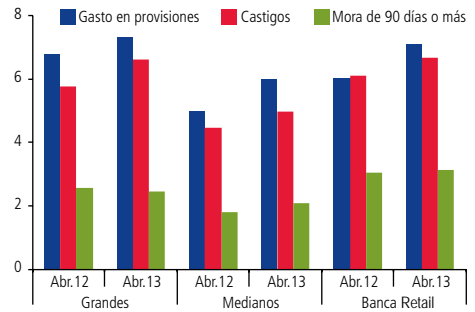
**FACTORES DE RIESGO**

**La desaceleración de la actividad económica debería redundar en una menor actividad crediticia y un incremento de los indicadores de riesgo de crédito**

El IPoM proyecta una desaceleración moderada de la actividad económica, cuyo impacto sobre la rentabilidad y solvencia de la banca podría ser mayor en aquellas instituciones más expuestas a sectores procíclicos, tales como el comercio, la construcción y las colocaciones de consumo. Otro factor relevante es la calidad de las políticas de admisión y niveles de cobertura de provisiones adoptadas por los bancos en periodos previos. En este sentido, la convergencia

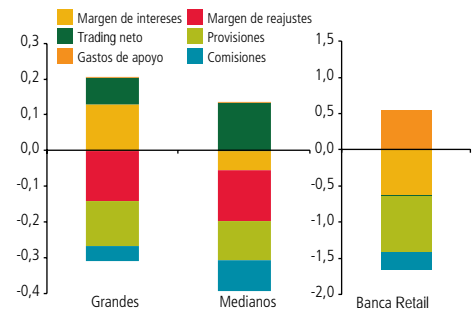
<sup>1/</sup> Ejemplos de estos cambios son los costos asociados a la implementación del SERNAC Financiero, los requerimientos de información del CAE, la prohibición de ventas conjuntas y la re-calibración de los modelos de scoring frente a la pérdida de información producida por la nueva Ley Dicom.

**GRÁFICO IV.6**  
Indicadores de riesgo de crédito - cartera de consumo (porcentaje de las colocaciones del segmento)



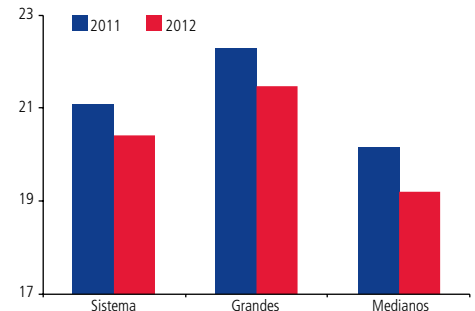
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO IV.7**  
Variación de los principales componentes del ROA (cambio en el porcentaje de los activos, entre 2011 y 2012)



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

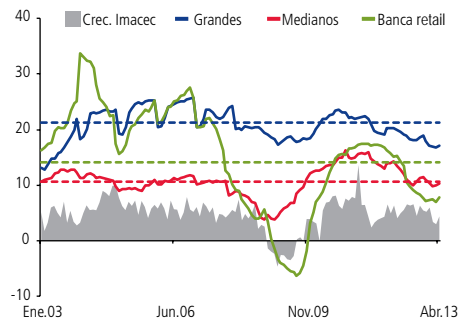
**GRÁFICO IV.8**  
Comisiones netas (porcentaje de los ingresos operacionales)



Fuente: SBIF.

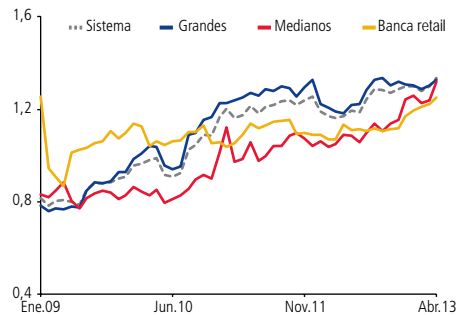


**GRÁFICO IV.9**  
Rentabilidad del capital (\*)  
(suma móvil doce meses, porcentaje)



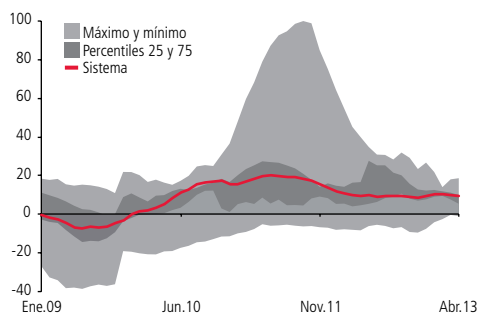
(\*) Líneas discontinuas indican promedio de los últimos diez años.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO IV.10**  
Índice de cobertura de provisiones  
(sobre mora de 90 días o más)



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

**GRÁFICO IV.11**  
Crecimiento de créditos rotativos - Grandes y medianos  
(variación real anual, porcentaje)



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

a tasas más estables de crecimiento y el aumento de los niveles de cobertura de provisiones de los bancos son fenómenos positivos (gráfico IV.10).

Sin embargo, es importante destacar que en el segmento de colocaciones de consumo el tamaño de la deuda promedio en algunos bancos ha aumentado por sobre el ingreso en los últimos años, en especial en los bancos más dinámicos (gráfico III.16), al tiempo que se observa un aumento en los indicadores de riesgo de crédito de esta cartera. Adicionalmente, y aunque muy por debajo de los niveles alcanzados en años previos, continúa observándose un importante crecimiento de los créditos rotativos en algunos bancos, en los cuales, como se ha señalado en los últimos *Informes*, podría subestimarse el riesgo de crédito (gráfico IV.11).

**Eventos de volatilidad en el mercado monetario local podrían afectar las condiciones de financiamiento de los bancos, en especial de aquellos de menor tamaño...**

En el capítulo II se destacó que del mercado monetario en pesos ha sido afectado por el comportamiento de los fondos de pensiones, donde las últimas reasignaciones de portafolio han respondido a los anuncios efectuados por algunos asesores financieros.

En este contexto, la alta dependencia de financiamiento mayorista por parte de los bancos de menor tamaño continúa siendo fuente de preocupación (gráfico IV.7, anexo). Estos bancos deberían considerar dentro de sus planes de contingencia eventuales reversiones en las condiciones de financiamiento en este mercado.

**...a la vez que la volatilidad externa podría impactar en las tasas de largo plazo y el tipo de cambio**

Por otra parte, dada la complejidad del retiro de los estímulos monetarios y su potencial impacto en el mercado local (capítulos I y II), al escenario de un alza gradual en las tasas largas soberanas y corporativas en pesos y en moneda extranjera, deben sumarse escenarios de alzas más aceleradas y eventuales sobre-reacciones en dichas tasas, aparejadas con una mayor volatilidad cambiaria.

Si bien los riesgos de mercado de la banca se encuentran acotados (recuadro IV.1), es importante que, dadas las actuales condiciones globales, los bancos manejen con prudencia su riesgo de moneda y su exposición a fluctuaciones en las tasas de interés de largo plazo.

## EVALUACIÓN DE ESCENARIOS DE RIESGO

### Las pruebas de tensión muestran que el sistema bancario cuenta con capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo severo

Utilizando información contable a diciembre de 2012, el escenario de riesgo considera una desaceleración significativa de la actividad hacia fines del presente año<sup>2/</sup>. Este escenario supone tasas de crecimiento transitoriamente negativas entre el segundo trimestre de 2013 y el primer trimestre del próximo año, para luego converger a una tasa de 2,5% hacia el 2016. Esta configuración intenta replicar el impacto de episodios significativos de fragilidad financiera ocurridos en las últimas décadas —desaceleración breve pero importante, y una moderación del crecimiento en el mediano plazo. Asimismo, este escenario asume una depreciación cambiaria de 20%, junto con aumentos de la tasa de interés de 300 pb en el corto plazo y 100 pb en el largo plazo<sup>3/</sup>.

En comparación con el ejercicio del *Informe* anterior, con información a junio del 2012, la rentabilidad del capital (ROE) del sistema bancario es 1,5 puntos porcentuales (pp) inferior —14,4 versus 15,9%— y el índice de adecuación de capital (IAC) aumenta en 0,2 pp, de 13,1 a 13,3%.

Los ejercicios realizados muestran que, en el escenario de riesgo, se generarían pérdidas para el sistema equivalentes a una reducción del ROE de 9,2 pp (tabla IV.1), con bancos que representan 43% del capital básico del sistema que exhiben resultados negativos (gráfico IV.12). Esta cifra es superior al 29,6% del capital básico del ejercicio anterior. Por su parte, el IAC de la mayoría de los bancos se mantiene por sobre 11% (gráfico IV.13)<sup>4/</sup>.

Pruebas de tensión adicionales, que incorporan alzas severas de las tasas de largo plazo de instrumentos soberanos, generan también efectos acotados sobre la rentabilidad y solvencia del sistema bancario<sup>5/</sup>. No obstante, y dado que en escenarios extremos cabe esperar mayores restricciones de fondeo,

TABLA IV.1

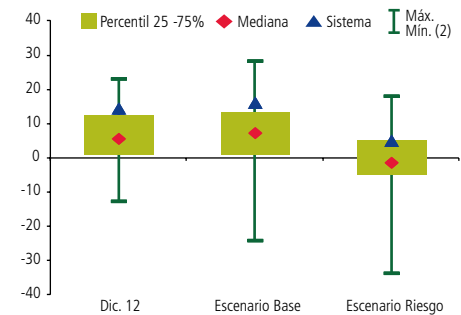
Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad (porcentaje del capital básico)

Escenario de riesgo	
ROE inicial	14,4
Riesgo de mercado	-1,9
Valoración	-0,7
Repricing	-1,3
Moneda	0,0
Riesgo de crédito	-12,6
Consumo	-7,0
Comercial	-5,2
Vivienda	-0,4
Margen	5,1
ROE final	5,0

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

GRÁFICO IV.12

Rentabilidad del capital proyectada en distintos escenarios (porcentaje)



(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.

<sup>2/</sup> Este análisis se basa en la metodología descrita en Jara et al. (2007) y en Alfaro y Sagner (2011). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

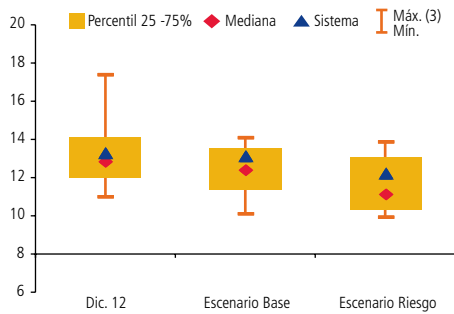
<sup>3/</sup> El escenario base considera un nivel de actividad y tasas de interés coherentes con el IPoM del primer trimestre del 2013. En el IPoM de marzo del 2013, la tasa de crecimiento económico se proyectaba en el rango 4,5-5,5%. La tasa de interés en UF para colocaciones entre 1 y 3 años y la tasa de créditos hipotecarios a más de 20 años, proyectadas a diciembre del 2013, son 5,2% y 4,9%, respectivamente.

<sup>4/</sup> Estos resultados consideran reinversión de las utilidades.

<sup>5/</sup> Aunque con diferencias a nivel de instituciones, dependiendo de la composición de cada portafolio.



**GRÁFICO IV.13**  
**Índice de adecuación de capital bajo distintos**  
**escenarios(1)(2)**  
 (porcentaje)



(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.

en particular externo, es importante que la banca mantenga sus esfuerzos de diversificación de fuentes de financiamiento, especialmente de largo plazo.

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

**El riesgo de que un deterioro de la situación financiera de las matrices en el extranjero impacte el funcionamiento de las filiales bancarias establecidas en Chile hasta ahora permanece acotado**

En un escenario negativo, los riesgos macro-financieros en la Eurozona, descritos en el capítulo I, podrían detonar nuevas correcciones en la situación de capital o liquidez de las matrices de algunos bancos establecidos en Chile. Sin embargo, y tal como se ha enfatizado en *Informes* previos, existen importantes atenuantes para eventuales impactos sobre las filiales locales.

Dado lo anterior, las rebajas en las clasificaciones de riesgo de la deuda de las matrices extranjeras han tenido un efecto acotado sobre la clasificación de riesgo internacional y local de las filiales establecidas en Chile. Sin embargo, es importante considerar que las agencias clasificadoras reevaluarán el impacto en el perfil financiero de las filiales ante mayores deterioros de sus matrices.

## RECUADRO IV.1 FINANCIAMIENTO EXTERNO DE LA BANCA LOCAL

La composición de la deuda externa bancaria ha cambiado en los últimos años, tanto por instrumento como por plazo y país acreedor. En todo caso, y a pesar del aumento del monto de la deuda externa, los pasivos externos de la banca continúan representando menos de 10% de sus pasivos totales, y estos recursos no se han traducido en un mayor apalancamiento<sup>1/</sup> (gráfico V.14). En este sentido, este recuadro se enfoca en los cambios composicionales del financiamiento externo de la banca y su efecto sobre los riesgos cambiario y de liquidez.

Hasta fines de 2010, más de 60% del financiamiento externo de la banca correspondía a líneas de crédito para el financiamiento de operaciones de comercio exterior<sup>2/</sup> (gráfico V.14). Esto se refleja en la alta correlación que hasta entonces mostraban ambas operaciones (gráfico V.15). A partir de ese año y, coincidiendo con la disminución de las tasas de referencia globales, la banca local intensificó el uso de otro tipo de obligaciones en su estructura de financiamiento externo. Fue así como comenzaron a aumentar sostenidamente el uso de líneas para capital de trabajo y de créditos sindicados, estos últimos de largo plazo y contratados principalmente en mercados asiáticos<sup>3/</sup> (gráfico V.14). A esto se suma la emisión de títulos de deuda en el exterior, que ha tenido un importante desarrollo en los últimos años. Al primer trimestre de 2013, la emisión de bonos y la contratación de créditos sindicados y líneas de capital de trabajo superaban en monto a las líneas de comercio exterior.

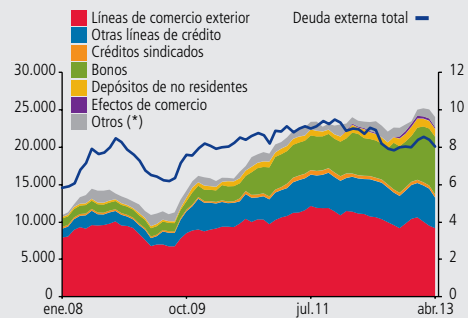
Desde inicios de 2010 hasta el primer trimestre de este año, la banca local ha emitido bonos por más de US\$7.500 millones, en su mayoría de largo plazo. Aunque el principal mercado de colocación ha sido Estados Unidos, desde el 2012 se han realizado colocaciones en Europa, Asia y Latinoamérica, elevando la participación de esta fuente de financiamiento a más de 30% de la deuda externa bancaria y 2% del total de los pasivos bancarios. A esto se agregan otras obligaciones de corto plazo emitidas en Estados Unidos, como son la colocación de efectos de comercio por un monto aproximado de US\$400 millones, y la emisión de certificados de depósitos (CD) por alrededor de US\$1.000 millones.

<sup>1/</sup> El capital básico se mantiene en torno al 8% de los activos totales del sistema.

<sup>2/</sup> Con plazos inferiores a 13 meses y tasa base Libo 3m o Libo 6m.

<sup>3/</sup> A marzo del 2013, el saldo de estos créditos ascendía a US\$400 millones.

**GRÁFICO IV.14**  
Deuda externa bancaria  
(millones de dólares, porcentaje de activos totales)



(\*) Otros instrumentos del mercado monetario. Incluye certificados de depósitos emitidos en EEUU.

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

**GRÁFICO IV.15**  
Comercio exterior  
(millones de dólares)



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

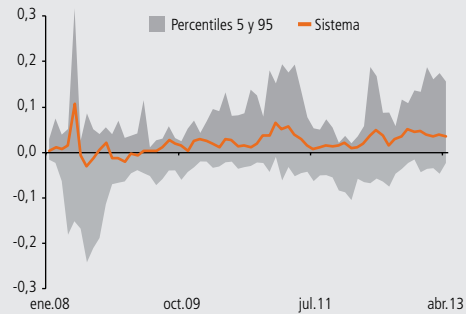


En términos de calce cambiario, la banca ha mantenido una exposición acotada al riesgo de moneda. Cerca de 12% de los activos bancarios están denominados en moneda extranjera, correspondiendo en gran parte a colocaciones comerciales<sup>4/</sup>. Esta posición se compensa con pasivos externos, depósitos en moneda extranjera de residentes y el uso de instrumentos de cobertura (gráfico V.16).

Los cambios observados en la estructura del financiamiento externo de la banca constituyen un desarrollo positivo desde el punto de vista de la administración de sus pasivos. Esto, por cuanto ha permitido una mayor diversificación de fuentes de financiamiento, tanto en términos de instrumentos como de acreedores<sup>5/</sup>; el alargamiento de plazos ha permitido mejorar la posición de liquidez en moneda local y extranjera (gráfico V.17)<sup>6/</sup>; y las favorables condiciones de tasas han contribuido a reducir los costos de financiamiento de los bancos emisores.

No obstante, de mantenerse el deterioro observado recientemente en las condiciones financieras globales, es importante que los bancos cuenten con planes de contingencia que les permitan sustituir fuentes de financiamiento, manteniendo acotados sus riesgos de liquidez y cambiario

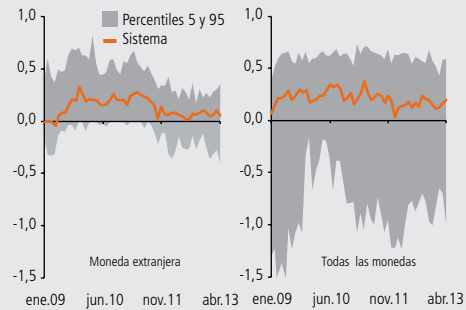
**GRÁFICO IV.16**  
**Descalce en moneda extranjera**  
 (activos menos pasivos, veces el patrimonio efectivo)



(\*) Las áreas muestran los percentiles 5 y 95. Se excluyen los bancos de tesorería y comercio exterior.

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

**GRÁFICO IV.17**  
**Descalce a 30**  
 (pasivos menos activos, veces el capital básico)



(\*) Se considera la base ajustada para aquellos bancos autorizados a utilizarla. Las áreas muestran los percentiles 5 y 95. Se excluyen los bancos de tesorería y comercio exterior.

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

<sup>4/</sup> Las colocaciones comerciales en moneda extranjera corresponden al 8% de los activos totales del sistema. Incluyen operaciones de comercio exterior y otros créditos en moneda extranjera

<sup>5/</sup> En particular, las emisiones de instrumentos de deuda han permitido a algunos bancos emisores disminuir la dependencia de fondos institucionales locales.

<sup>6/</sup> La liquidez en moneda extranjera se ha visto favorecida tanto por la emisión de bonos como por el aumento en el plazo promedio de los créditos contratados con bancos del exterior. En efecto, el plazo contractual promedio ponderado de estos créditos se elevó a 11 meses en el primer trimestre del 2013, desde plazos inferiores a 8 meses en 2009 (se excluye de este cálculo a los créditos sindicados).



## V. REGULACIÓN FINANCIERA

*Este capítulo revisa los temas más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel local e internacional durante el semestre<sup>1</sup>*

---

### REGULACIÓN NACIONAL

#### Nueva normativa para emisores y operadores de tarjetas de crédito

En abril del 2013, el Banco Central publicó la nueva regulación sobre emisión y operación de tarjetas de crédito (capítulo III.J.1 de su Compendio de Normas Financieras)<sup>2</sup>. Esta normativa persigue dos grandes objetivos: fortalecer el sistema de pagos y facilitar la competencia e innovación en los medios de pago minoristas<sup>3</sup>.

Específicamente, con el fin de robustecer el sistema de pagos minoristas, las modificaciones realizadas consistieron en: i) ampliar el perímetro regulatorio, incorporando a todos los emisores no bancarios de tarjetas de crédito, con independencia del nivel de sus operaciones dado por el volumen de pagos que canalizan a entidades no relacionadas), ii) incorporar mayores requisitos prudenciales para emisores y operadores de este tipo de instrumentos, iii) adecuar el rol de fiscalización de la SBIF a las nuevas exigencias normativas, y iv) fortalecer la disciplina de mercado a través de mayores requisitos de gobierno corporativo y de entrega de información.

También se definió con mayor precisión cuáles son los operadores regulados; se permitió que bajo una misma figura societaria se puedan operar tarjetas de crédito y de débito; y se explicitó en la normativa el concepto de tarjeta para fines de que sea compatible con el uso de distintos dispositivos o instrumentos, de manera que la regulación no inhiba innovaciones como pudiera ser, por ejemplo, el pago efectuado por medio de un teléfono celular.

Los operadores y emisores de tarjetas de crédito deberán cumplir con mayores exigencias, las que están ajustadas según su nivel de importancia, y no debiesen ser disruptivas, pues la mayoría de las entidades cumplen con los nuevos requerimientos. Como consecuencia de estas nuevas exigencias, habrá entidades que hasta ahora no estaban reguladas y pasarán a estarlo.

---

1/ La sección sobre sistemas de pagos incluida en el capítulo VI de los Informes anteriores ha sido reemplazada por un Anexo Estadístico.

2/ Un borrador de este capítulo se había publicado previamente para consulta del público durante el último trimestre de 2012. La versión definitiva se publicó luego de incorporar parte de estos comentarios.

3 / Para una explicación detallada de las modificaciones, se sugiere revisar la minuta preparada en conjunto por el BCCh y la SBIF, disponible en [http://www.bcentral.cl/prensa/otros/pdf/19042013\\_minuta.pdf](http://www.bcentral.cl/prensa/otros/pdf/19042013_minuta.pdf).



Por último, se debe destacar que, dada la nueva institucionalidad existente en materia de protección al cliente financiero, se suprimen de esta normativa determinadas referencias a estas materias, que actualmente están reguladas por la nueva legislación vigente y los correspondientes reglamentos del Sernac financiero.

Simultáneamente con la publicación definitiva del nuevo capítulo III.J.1, que entrará en vigencia el día 22 de julio próximo, la SBIF difundió para consulta un borrador de circular (N°40, que sustituirá a la circular N°17 aún vigente) que imparte instrucciones específicas para la aplicación de la referida normativa y contempla sistemas de información necesarios para una apropiada implementación de la regulación del BCCh.

### **Regulación sobre protección del consumidor**

En el recuadro VI.1 del *Informe* del segundo semestre de 2010<sup>4/</sup> se expusieron los enfoques con los que se aborda la protección del consumidor a nivel internacional. Mientras en algunos países existe un supervisor único o integrado, el que está encargado de velar tanto por la solvencia de las instituciones que fiscaliza como por la protección de los consumidores, en otros la regulación prudencial se encuentra separada de la preservación de la conducta de mercado y la protección del consumidor (enfoque conocido como "twin peaks"). Si bien el segundo enfoque tiene ventajas, como el que cada supervisor se focalice en su objetivo, también podrían surgir problemas en la medida en que entren en conflicto potestades regulatorias que tienen objetivos distintos vinculados con estabilidad financiera y protección del consumidor. Para evitar este dilema, en los países que han adoptado este enfoque (Australia, Canadá y Estados Unidos) la autoridad a cargo de la protección del consumidor verifica el cumplimiento de la regulación pero no participa directamente en el desarrollo de la misma, o bien está sujeta al veto de las autoridades a cargo de la regulación financiera en el país. También cabe destacar que en varios de estos países existe un Consejo, que busca coordinar las iniciativas de solvencia del sistema financiero y la de protección al cliente financiero.

En Chile, durante 2011 se modificó la Ley de Protección de los Derechos del Consumidor (a través de la Ley N°20.555), siguiendo en alguna medida la lógica del modelo twin peaks, en tanto creó una agencia específica con el mandato de proteger los derechos de los consumidores financieros y conjuntamente, se facultó al Ministerio de Economía para dictar reglamentos<sup>5/</sup>.

En uso de estas facultades, el Ministerio de Economía ha dictado cuatro reglamentos: el que regula las condiciones para la obtención del "Sello Sernac", y aquellos sobre información a los consumidores de créditos de consumo, hipotecarios, y tarjetas de crédito bancarias y no bancarias. Estos reglamentos quedaron incorporados en el ámbito de la regulación sobre protección al consumidor por cuyo cumplimiento debe velar el Sernac.

<sup>4/</sup> [http://www.bcentral.cl/publicaciones/recuadros/pdf/ief/2010/2Sem\\_RecVI1\\_Institucionalidad.pdf](http://www.bcentral.cl/publicaciones/recuadros/pdf/ief/2010/2Sem_RecVI1_Institucionalidad.pdf).

<sup>5/</sup> Estas facultades conferidas al Ministerio de Economía implican el ejercicio de la potestad reglamentaria conferida a S.E. el Presidente de la República por la Constitución. La dictación de estos reglamentos requiere además de la firma del ministro respectivo en caso de tratarse de materias regidas por leyes especiales.

Por otra parte, se reforzaron las atribuciones del Sernac para requerir información a los proveedores de productos financieros. Asimismo, se agregó la obligación para las Superintendencias, en su calidad de organismos dotados de potestades sancionatorias respecto de sectores regulados por leyes especiales, de remitir al Sernac copias de las resoluciones que adopten.

En este contexto, es importante considerar que estas nuevas atribuciones y funciones conferidas al Sernac a través de la Ley 20.555, no incorporaron competencias adicionales para la supervisión directa de actividades sujetas a regulación especial, tales como la bancaria, de seguros u otras; particularmente en lo referido a interpretar o impartir instrucciones referidas al cumplimiento del marco legal. Tampoco se le otorgaron al Sernac facultades sancionatorias, las que quedan a cargo de Tribunales, sin perjuicio de las conferidas a los supervisores sectoriales en las materias que les han sido confiadas. En consecuencia, esta nueva legislación no alteró el ámbito de competencias legales otorgadas a las respectivas superintendencias fiscalizadoras del mercado de capitales y del sistema financiero (SBIF, SVS y SP).

Dado este diseño institucional, es importante que las autoridades actúen de manera coordinada, con el propósito de precaver conflictos de competencia y cualquier eventual vacío en la regulación y supervisión que sea aplicable. Asimismo, es recomendable que la implementación de las medidas sea gradual, evitando que se produzcan interrupciones en el mercado.

**TABLA V.1**  
Principales normas promulgadas durante el primer semestre de 2013

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
02-01-2013	SVS	RESOLUCIÓN EXENTA N°1	Aprueba normas de funcionamiento de CCLV para compensar y liquidar ETFs centralizadamente.
18-04-2013	BANCO CENTRAL	CAPÍTULO III.J.1 CNF	Robustecer el sistema de pagos y facilitar la competencia e innovación en los medios de pago minoristas. ( <a href="http://www.bcentral.cl/prensa/otros/pdf/19042013_minuta.pdf">http://www.bcentral.cl/prensa/otros/pdf/19042013_minuta.pdf</a> )
18-04-2013	SVS	NGC N°345	Exime inscripción de ciertas ofertas públicas de valores para facilitar acceso a financiamiento por parte de PYMEs.
30-04-2013	SBIF	CIRCULAR N°3549	Deroga y modifica instrucciones relacionadas con las disposiciones de la Ley de Protección de los Derechos de los Consumidores y sus Reglamentos.
06-05-2013	SVS	NGC N°346 (modifica NCG N°30)	Mejorar la información que las sociedades emisoras de valores entregan al mercado.
17-06-2013	SBIF/SVS	CIRCULAR N°3.551/NGC N°347	Modifica regulación para contratación individual y colectiva de seguros asociados a créditos hipotecarios, condiciones mínimas que deberán contemplar bases de licitación e información que se deberá entregar a los deudores.

**TABLA V.2**

Principales normas puestas en consulta pública durante el primer semestre de 2013

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
19-04-2013	SBIF	REEMPLAZO CIRCULAR N°17	Instrucciones para empresas emisores y operadoras de tarjetas de crédito
23-05-2013	SBIF	CAPÍTULOS 1-13, 1-4 y 1-15 RAN y CIRCULAR N°12 de Auditores Externos	Fortalecimiento del gobierno corporativo de las entidades bancarias y rol de los auditores externos.
12-06-2013	SP		Modifica régimen de inversión de los Fondos de Pensiones, con el objeto de entregar mayor flexibilidad al manejo de cartera del fondo de pensiones tipo E.
19-06-2013	SP		Complementa normativa sobre cambios de fondos
13-06-2013	SBIF/SVS/SP		Actualización anual de comisiones máximas que pueden ser pagadas con cargo a los Fondos de Pensiones, por las inversiones que realicen en determinados instrumentos.

### Otros documentos relevantes

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

## REGULACIÓN INTERNACIONAL

### *Iniciativas para separar la banca de inversión de la banca comercial*

Luego de la crisis financiera que comenzó en 2008, Estados Unidos, el Reino Unido y la Unión Europea han desarrollado distintas iniciativas regulatorias para impedir que los bancos captadores de depósitos del público emprendan actividades de inversión diferentes de aquellas necesarias para la administración de liquidez, actividades de financiamiento a empresas y personas y otros servicios financieros.

En términos generales, los principales objetivos que persiguen estas iniciativas son:

- Reducir el riesgo para los tomadores de depósitos y para el fisco, limitando las actividades de negociación por cuenta propia.
- Preservar la continuidad de las funciones esenciales de la banca: captación de depósitos, intermediación y prestación de servicios financieros a personas y empresas no financieras.
- Reducir la complejidad y aumentar la transparencia de las operaciones de los bancos, disminuyendo sus interconexiones y facilitando el desarrollo de eventuales procesos de resolución.

La forma que han tomado estas iniciativas regulatorias varía entre países. Esto se debe tanto a características idiosincráticas del marco regulatorio de

cada país como a la falta de consenso acerca de qué medidas adoptar para el logro de tales objetivos. Cabe destacar que mientras en Estados Unidos esta discusión se tradujo en una ley, en la Unión Europea y en el Reino Unido por ahora son solo recomendaciones, a la espera de su implementación por parte de la autoridad. A continuación se analizan estos casos.

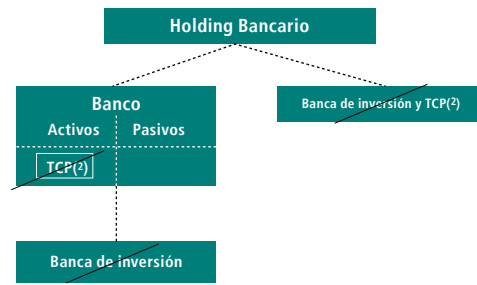
**En Estados Unidos, la “Volcker rule” (VR)**—desarrollada como parte del conjunto de reformas impulsadas por la Ley Dodd Frank el año 2010— restringe la actividad de negociación por cuenta propia de los bancos (“*proprietary trading*”), así como la existencia de cualquier vehículo financiero que dependa del *holding* matriz (gráfico V.1). Así, el regulador pretende acotar el tamaño de los grupos bancarios y las interconexiones entre estos. Hasta ahora, los bancos sujetos a la VR son las instituciones y sus matrices, que toman depósitos asegurados por la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), las sucursales y filiales de bancos estadounidenses —en Estados Unidos o en el exterior—, además de bancos extranjeros con operaciones en dicho país. Sin embargo, no todas las operaciones de negociación están prohibidas, ya que las instituciones sujetas a la VR podrán transar libremente valores del Tesoro de Estados Unidos y deudas estatales, de municipalidades o GSE<sup>6/</sup>. Además, podrán llevar a cabo operaciones relacionadas con *underwriting*<sup>7/</sup> y de “*market maker*”<sup>8/</sup> para clientes; actividades de cobertura; inversión en negocios pequeños cuando se actúa como agente de clientes; y transacciones relacionadas con la securitización de créditos.

La VR debió haber entrado en vigencia en julio del año pasado, pero el desarrollo de la reglamentación necesaria para implementar esta legislación ha resultado particularmente complejo, lo cual llevó a aplazar su ejecución al menos hasta el 2014.

**En el Reino Unido, la Comisión Vickers** propuso la definición de un perímetro regulatorio (“*ring fence*”) en torno a las actividades bancarias relacionadas con la toma de depósitos (gráfico V.2). En particular, este perímetro incorporaría aquellas instituciones que sobrepasen un nivel determinado de depósitos de individuos y de pequeñas y medianas empresas (pymes). Esta iniciativa permitiría el acceso directo de personas naturales y pymes a la banca de inversión de aquellos bancos que no estén dentro del perímetro regulatorio; o bien de manera indirecta a través de bancos que, estando en el cerco regulatorio, actúen como agentes.

La Comisión también estima que los bancos dentro del cerco regulatorio deberían operar de manera que su resolución no sea afectada por ser parte de un conglomerado financiero. Así, estos bancos no podrían realizar actividades de banco de inversión ni de banca mayorista. Tampoco podrían tener operaciones fuera del Área Económica Europea, si bien estas actividades podrían ser operadas por un vehículo financiero que fuera controlado por la matriz de un banco. Una de las excepciones a lo anterior es el financiamiento y la administración del riesgo de liquidez del balance. A su vez, los derivados

**GRÁFICO V.1**  
Estructura bancaria simplificada resultante de las iniciativas para separar la banca de inversión de la banca comercial(1): Volker Rule

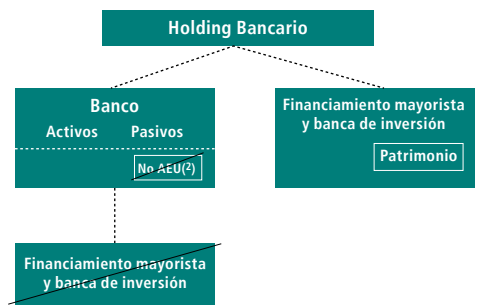


(1): Por simplicidad, no se muestran las distintas excepciones y matices de la regulación. Existen actividades de la banca de inversión que pueden seguir funcionando normalmente.

(2) Trading por cuenta propia.

Fuente: Calvo y Silva.(2013)

**GRÁFICO V.2**  
Estructura bancaria simplificada resultante de las iniciativas para separar la banca de inversión de la banca comercial(1): Comisión Vickers



(1) Por simplicidad, no se muestran las distintas excepciones y matices de la regulación. Existen actividades de la banca de inversión que pueden seguir funcionando normalmente.

(2) AEU: Área Económica Europea.

Fuente: Calvo y Silva. (2013)

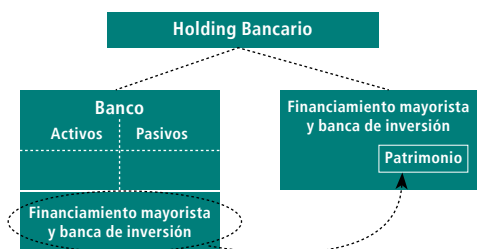
<sup>6/</sup> Government Sponsored Enterprises.

<sup>7/</sup> Función de colocación de valores.

<sup>8/</sup> Actividad mediante la cual una entidad financiera ofrece (por cuenta propia) simultáneamente puntas de compra y venta sobre un activo financiero.

**GRÁFICO V.3**

Estructura bancaria simplificada resultante de las iniciativas para separar la banca de inversión de la banca comercial(\*): Reporte Liikanen



(\*) Por simplicidad, no se muestran las distintas excepciones y matices de la regulación. Existen actividades de la banca de inversión que pueden seguir funcionando normalmente.

Fuente: Calvo y Silva. (2013)

se permiten con ciertas restricciones, como cuando se utilizan como cobertura de riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio a nombre de clientes, o son negociados en mercados líquidos, profundos y centralmente compensados. Por último, el riesgo de mercado debería estar limitado como porcentaje del capital básico, y solo se permitiría la tenencia de deuda de corto plazo de instituciones financieras para el manejo de liquidez, y de deuda soberana para la constitución de colchones de liquidez.

Un borrador de legislación para implementar las propuestas de la comisión Vickers ingresó al Parlamento a comienzos de este año, esperándose una posible promulgación de una ley durante 2014.

**El Reporte Liikanen para la Unión Europea** va en la misma dirección, en cuanto también apunta a preservar las funciones esenciales de la banca (gráfico V.3). No obstante, a diferencia de las recomendaciones de la Comisión Vickers, el perímetro regulatorio afectaría a la banca de inversión. En este sentido, las actividades de negociación que superen cierto límite tendrían que ser divididas dentro del grupo bancario en subsidiarias o filiales independientes, lo que disminuye la complejidad e interconexión entre bancos, haciéndolos más seguros y fáciles de supervisar y de administrar en caso de procesos de resolución por insolvencia. De esta manera, las actividades de negociación por cuenta propia, así como la de activos y derivados originados de la función de "market maker", cuando superen el límite establecido por el supervisor, se deberían asignar a una entidad legal separada del banco, lo que también ocurriría con el financiamiento sin colateral a fondos de cobertura, la creación de vehículos de inversión especial, la inversión en capital privado y otras actividades comparables. Las actividades permitidas para bancos que han sido divididos serían, entre otras, otorgar préstamos hipotecarios, crédito interbancario, administración de portafolio y activos privados, securitización simple y servicio de pagos minoristas. En general, también serían permitidos los derivados para administración de activos y deuda propios, el servicio de cobertura para clientes no bancarios (con cierto límite) y la suscripción de valores.

Durante mayo de 2013 la Comisión Europea publicó para consulta del público un borrador de las propuestas de Liikanen. Este período de consulta se extiende hasta julio de este año.

### Críticas a estas iniciativas

Han surgido algunos cuestionamientos a estas propuestas. Estos apuntan a que los cambios mencionados podrían reducir la liquidez del mercado, impactar negativamente en el desarrollo de nuevos productos y servicios financieros y dificultar el financiamiento del gobierno, al existir una menor demanda de

instrumentos extranjeros (IIF, 2012; Duffie, 2012). También se ha criticado que regulaciones complejas y con tantas excepciones pueden hacer más difícil la supervisión, pudiendo incluso llegar a ser perjudiciales en términos de riesgo sistémico (Haldane, 2012). Asimismo, los detractores de estas medidas argumentan que dichas restricciones incrementarán el riesgo sistémico fuera del alcance de la regulación y supervisión (FINMA, 2011; Gambacorta y Van Rixtel, 2013). Cabe notar, sin embargo, que los informes de Vickers y Liikanen recogen varios de estos potenciales problemas.

Otro factor de controversia ha sido la menor diversificación de activos de la banca comercial como consecuencia de las regulaciones descritas, pues mientras algunos critican este fenómeno (Chow y Surti, (2011)), otros estiman que los beneficios de la diversificación para una empresa son menores que los beneficios sociales implícitos en la continuidad de servicios de intermediación financiera ante un shock sistémico (Richardson, (2011)).

### Relevancia de la discusión para Chile

Parte de las restricciones a las actividades bancarias que se discuten en el exterior ya existen en Chile, en cierta medida, a través de la Ley General de Bancos (LGB). Esta legislación indica de manera prescriptiva las actividades que los bancos pueden realizar a través de una lista específica y acotada de instrumentos en los que pueden invertir, las formas a través de las cuales se pueden financiar y los servicios que pueden ofrecer a sus clientes. Entre las restricciones, destaca la prohibición de invertir en acciones<sup>9/</sup>.

Algunas de las actividades que no pueden efectuar los bancos directamente pueden ser canalizadas a través de filiales, las que deben disponer para tales efectos de un capital propio. Así, las filiales de los bancos en Chile pueden realizar actividades de agentes de valores, corredores de bolsa, administradoras de fondos mutuos, de fondos de inversión o de fondos de capital extranjero, securitización de títulos y corredores de seguros.

Adicionalmente, ya sea por el marco regulatorio o por el desarrollo del mercado, la banca chilena es principalmente una banca comercial, con una alta participación de colocaciones en sus activos. Todo lo anterior hace que la discusión sobre separación de negocios en Chile sea, por ahora, algo menos relevante. En este sentido, es importante evaluar a futuro la conveniencia de adoptar alguna regulación que limite el contagio de las actividades de inversión de un banco a su "actividad comercial", en línea con las regulaciones propuestas en el exterior. Esto puede cobrar importancia para Chile en la medida en que el mayor desarrollo del mercado impulse el crecimiento de la banca de inversión.

<sup>9/</sup> Con excepciones sobre la participación de empresas que apoyan el funcionamiento de negocios, como actuar como underwriter de clientes por tiempo limitado o para consolidar con otro banco.



El análisis realizado examina la relevancia para Chile de las iniciativas que buscan separar las funciones de la banca. Una discusión distinta, y que ameritaría su propio análisis, dice relación con los efectos que las iniciativas desarrolladas en el exterior puedan tener sobre la banca local u otras áreas del sistema financiero. Esto, ya sea a través del impacto sobre bancos en Chile de propiedad de bancos extranjeros o a través de la interacción de bancos chilenos con bancos en el exterior afectos a esta regulación. Si bien el avance en estas áreas es de interés del BCCh, la elaboración de un diagnóstico acabado requiere contar con mayores grados de certeza respecto del contenido específico de los cambios regulatorios que se implementen en el exterior<sup>10</sup>.

### Otros documentos relevantes

La tabla V.3 muestra los principales documentos publicados sobre temas regulatorios a nivel internacional, los que tienen un énfasis en temas de solvencia y liquidez.

**TABLA V.3**  
Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Solvencia / Liquidez	Infraestructural/ Transparencia	Resolución	Adm. Riesgo/ Governance
1/	Thematic Review on Risk Governance	FSB				x
2/	Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on monitoring implementation of Basel III regulatory reform	BIS	x			
3/	Monitoring tools for intraday liquidity management - final document	BIS	x	x		
4/	Authorities' access to trade repository data - consultative report	BIS		x		
5/	Central bank collateral frameworks and practices	BIS	x			
6/	Asset encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets	BIS	x	x		
7/	Asset and liability management: suggestions for greater effectiveness	BoE	x	x		x
8/	Financial Conglomerates Directive – Technical review amendments	BoE	x			
11/	Credit risk: internal ratings based approaches	BoE	x			
12/	Collateral upgrade transactions and asset encumbrance: expectations in relation to firms' risk management practices	BoE	x			x
13/	Counterparty credit risk advanced model approaches: process for post approval changes	BoE	x			
14/	Financial Services Compensation Scheme - management expenses levy limit	BoE				x
15/	Recommendation on the development of recovery plans	EBA			x	

Fuente: Sitios Web de cada institución.

<sup>10</sup>Esta dimensión extraterritorial ha sido analizada por el FSB dados los eventuales efectos de estas regulaciones sobre la liquidez de los mercados de deuda y derivados en economías emergentes (ver "Identifying the effects of Regulatory Reform on Emerging Markets and Developing Economies: A Review of Potential Unintended Consequences", FSB, 2012).



# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alfaro, R., y A. Sagner. 2011. "Stress Tests for Banking Sector: A Technical Note", Documento de Trabajo 610, Banco Central de Chile.
- Alfaro, R., D. Calvo, y D. Oda (2009) "Riesgo de Crédito de la Banca de Consumo," Revista de Economía Chilena 12(3): 59-77
- Agénor, P. 1998. "The Surge in Capital Flows: Analysis of 'Pull' and 'Push' Factors," International Journal of Finance and Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 3(1), pages 39-57, Enero.
- Albuquerque, R., N. Loayza, y L. Servén. 2005. "World market integration through the lens of foreign direct investors," Journal of International Economics, Elsevier, vol. 66(2), pages 267-295, Julio.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2013. Informe de Política Monetaria. Junio.
- Banco Central Europeo (BCE). (2013) "The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey Results from the first wave" Statistics Papers Series No 2.
- Bank of International Settlements. 2009. "Capital flows and emerging market economies," CGFS Papers No 33. Enero.
- Broner, F., T. Didier, A. Erce y S. Schmukler. 2013. "Gross capital flows: Dynamics and crises," Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 60(1), pages 113-133, Enero.
- Broner, F. y R. Rigobón. 2005. "Why are Capital Flows so Much More Volatile in Emerging Than in Developed Countries?," Working Papers Central Bank of Chile 328, Central Bank of Chile.
- Broto, C., J.r Díaz-Cassou, y A. Erce. 2011. "Measuring and explaining the volatility of capital flows to emerging countries," Journal of Banking and Finance, Elsevier, vol. 35(8), pages 1941-1953, Agosto.
- Comisión Europea. 2013. "Communication from the Commission to the European Parliament, the council, the European Economic and social Committee and the committee of the regions. European semester: country-specific recommendations. Moving europe beyond the crisis. Mayo.
- Fernandez-Arias, E. 1996. "The new wave of private capital inflows: Push or pull?," Journal of Development Economics, Elsevier, vol. 48(2), pages 389-418, Marzo.
- Ferreira, F. y J. Gyourko. 2011. "Anatomy of the Beginning of the Housing Boom: U.S. Neighborhoods and Metropolitan Areas, 1993-2009", National Bureau of Economic Research Working Paper 17374.
- Fletcher, D. y L. Taylor. 1994. "A Non-Parametric Analysis of Covered Interest parity in Long Date Capital Markets". Journal of International Money and Finance 13, pp. 459-75.
- FMI. 2011. Global Financial Stability Report. Abril.
- FMI. 2012. Global Financial Stability Report. Octubre.
- FMI. 2013. Global Financial Stability Report. Abril.
- Jara, A, L. Luna y D. Oda. 2007. "Pruebas de Tensión de la Banca en Chile", Informe de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2007. Banco Central de Chile.
- Matus J., D. Oda y N. Silva. 2009. "Caracterización de las Colocaciones Bancarias en Chile". Estudios Económicos Estadísticos, N° 73. Banco Central de Chile. Marzo.

- Mauro, P. y A. A. Levchenko. 2006. "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops?," IMF Working Papers 06/202, International Monetary Fund.
- McBrady, M. y M. Schill. 2007. "Foreign Currency Denominated Borrowing in the Absence of Operating Incentives". Journal of Financial Economics 86, pp. 145-77.
- Pistelli, A., J. Selaive y R. O. Valdés. 2008. "Stocks, Flows, and Valuation Effects of Foreign Assets and Liabilities: Do They Matter?," Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, en: Kevin Cowan, Sebastián Edwards, Rodrigo O. Valdés, Norman Loayza (Series Editor) y Klaus Schmid (ed.), Current Account and External Financing, primera edición, volumen 12, capítulo 7, pags 237-277, Banco Central de Chile.
- Reserva Federal de EE.UU. (2010) "Survey of Consumer Finances 2010".
- Takezawa, N. 1994. "Currency Swaps and Long term Covered Interest Parity". Economic Letters 49, pp. 181-185.
- Vio, C. 2011. "Índice de Precio de Vivienda: Resultados Preliminares". Mimeo, Banco Central de Chile.

# GLOSARIO

---

**ADR:** American Depositary Receipt. Título que respalda el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera de poder transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado.

**Activos ponderados por riesgo:** Corresponde a los activos bancarios, ponderados en función de cinco categorías de riesgo consignadas en el artículo 67 de la Ley General de Bancos. La relación entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo, corresponde a un índice de suficiencia de capital (conocido como índice de Basilea), internacionalmente aceptado como medida de solvencia de las empresas bancarias.

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

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

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

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

**Bonos soberanos:** Instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de un país en moneda local o extranjera. En este último caso, la moneda seleccionada generalmente es la de una economía más estable.

**Bonos subordinados:** Bonos de largo plazo emitidos por los bancos a un plazo promedio no inferior a 5 años, sin cláusulas de prepago. Dado el carácter de subordinado al pago de los acreedores valistas en caso de concurso de acreedores, una parte de estos bonos se computa como patrimonio efectivo.

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

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

**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.

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

**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.

**CDS: Credit Default Swap.** Es un instrumento derivado que constituye un seguro contra el riesgo de crédito del emisor de un determinado bono subyacente, ya sea este soberano o corporativo. La institución que otorga el CDS se compromete a cubrir la pérdida asociada a un evento de crédito previamente establecido antes de la fecha de maduración del bono.

**Certificados de Depósito:** Es un certificado emitido por un banco en que éste 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 intereses:** Medida de capacidad de pago, definida como utilidad antes de gastos financieros e impuestos sobre gastos financieros.

**Currency Carry trade:** Estrategia de inversión en divisas, mediante la cual un inversionista se endeuda en una moneda con bajas tasas de interés e invierte ese monto en otra moneda con mayores tasas, para luego, al vencimiento, convertir el resultado a la moneda original para cumplir su obligación.

**Desapalancamiento:** Reducción de la razón de apalancamiento, definida como pasivos sobre capital.

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

**Deuda externa:** Incluye deuda con bancos, bonos y otros préstamos en el exterior, así como préstamos asociados a inversión extranjera directa.

**Deuda externa de corto plazo residual:** Corresponde a la deuda externa cuyo vencimiento es menor a 12 meses en la fecha indicada.

**Deuda financiera:** Deuda que paga intereses, medida como deuda bancaria, más obligaciones con el público (bonos y efectos de comercio).

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

**Efectos de comercio:** Documentos emitidos por sociedades especialmente autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, con el propósito de captar dinero directamente del público, que permita financiar la operación de corto plazo del emisor (capital de trabajo).

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

**Entradas Brutas de capitales:** Compras netas de activos domésticos por parte de no residentes.

**Influjos de capitales:** Ver entradas brutas de capitales.

**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 internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.

**Empresas Retail:** Empresas cuyo principal giro de negocio consiste en la comercialización masiva de servicios o productos. Sus principales canales de distribución incluye centros comerciales, supermercados, entre otros.

**Europa periférica:** Término para referirse a países de la Eurozona que se encuentran con dificultades fiscales posterior a la crisis *subprime* y que suscribieron acuerdos de déficit fiscal con la Comisión Europea en el 2010, hasta el 2020. Particularmente se refiere a España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

**Factoring:** Alternativa de financiamiento que se orienta de preferencia a pequeñas y medianas empresas, y que les permite obtener liquidez a partir de la venta o cesión de las cuentas por cobrar. Estas últimas generalmente se componen de facturas, cheques y letras traspasando la cobranza de los documentos a una empresa que anticipa fondos disponibles, que puede ser un banco o una empresa especializada, denominada *factoring*.

**FEES:** Fondo de Estabilización Económica y Social. Creado en 2007 por el decreto con fuerza de ley N° 1, de 2006, del Ministerio de Hacienda. Tiene por objetivo acumular los flujos superavitarios que se generan por la aplicación de la regla de balance estructural, y servirá como fuente de financiamiento para periodos de déficit futuro.

**FRP:** Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). Constituido el 28 de Diciembre de 2006 producto de la Reforma Previsional y que tiene por objetivo apoyar el financiamiento de las obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de las pensiones básicas solidarias de vejez y de invalidez, así como los aportes previsionales solidarios considerados en la Reforma. De este modo, complementa el financiamiento de futuras contingencias en materia de pensiones.

**Forward:** Contrato entre dos contrapartes, mediante el cual se adquiere un compromiso para intercambiar una cierta cantidad de un activo en una fecha futura, a un precio que se determina por anticipado.

**GDN:** Grupo de Acción Financiera de Sudamérica. Organización intergubGlobal Depositary Notes. Corresponden a un título de deuda creado por un banco depositario, título que establece propiedad sobre un instrumento de deuda denominado en moneda local. Los GDNs emulan los términos (tasa de interés, fecha de vencimiento, calidad crediticia, etc) de un bono particular denominado en moneda local. Sin embargo, estos se transan, liquidan y, pagan interés y amortizaciones en dólares americanos, y son elegibles para ser liquidados y custodiados a través Euroclear, Clearstream o DTC.

**High Yield:** Denominación genérica para bonos de clasificación de alto riesgo o llamados también, de alto rendimiento.

**High Grade:** Denominación genérica para bonos de bajo riesgo o alta clasificación de riesgo. Fluctúan entre las clasificaciones de riesgo AAA y AA- (S&P Ratings).

**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.

**ICV:** Índice de Cartera Vencida. Es una medida de riesgo de crédito y se mide a través del cociente 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.

**Inversionistas Institucionales:** La Ley de Mercado de Valores señala que los inversionistas institucionales son bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley.

**Leasing:** Contrato mediante el cual una persona (arrendador), natural o jurídica, traspasa a otra (arrendataria), el derecho a usar un bien físico a cambio de alguna compensación, generalmente un pago periódico y por un tiempo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien, devolverlo o renovar el contrato.

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

**Low for Long:** Término que se utiliza al riesgo de que las tasas de los bancos centrales se mantenga bajas por mucho tiempo.

**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.

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

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

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

**MSCI:** Morgan Stanley Capital International Index. Índice creado por Morgan Stanley Capital International para medir el desempeño de los mercados accionarios.

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

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

**Provisiones contracíclicas:** Son aquellas provisiones que se constituyen cuando el escenario macroeconómico es favorable y se liberan cuando las condiciones del entorno se deterioran, favoreciendo de esta manera una evolución más estable de las provisiones a lo largo de un ciclo.

**Punto base:** Unidad de medida correspondiente a la centésima parte de uno por ciento (0,01%).

**Punto porcentuales:** Unidad de medida que corresponde al 1% de un 100%.

**QE:** *Quantitative Easing*. Política monetaria consistente en aumentar la oferta de dinero mediante la compra de activos de gobierno, banco central o privados en el mercado.

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

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

**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.

**Revolving:** Los créditos bajo esta modalidad, generalmente asociados a líneas y tarjetas de créditos, se caracterizan porque 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 de que un deudor bancario o contraparte no pueda cumplir sus obligaciones contractuales, ya sea, de intereses o capital.

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

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

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

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

**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.

**Search for yield:** Expresión en inglés que hace mención a la búsqueda de mayor rendimiento.

**SOE:** *Small Open Economies*. Economías pequeñas y abiertas.

**Spread on-shore en dólares:** Corresponde a la diferencia entre la tasa on-shore

y la tasa Libo y, en consecuencia, es un proxy del costo de financiamiento en dólares en el mercado nacional vis á vis el mercado internacional.

**Spread prime-swap:** Corresponde a la 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.

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

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

**Tasa máxima convencional:** Es el límite superior que puede alcanzar la tasa de interés y corresponde a un 50% más que el Interés Corriente. Es fijada por la SBIF y la trasgresión a este límite está sancionada por la ley Nro. 18.010.

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

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

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

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



## ABREVIACIONES

- Achef:** Asociación Chilena de Empresas de *Factoring*.
- ADR:** *American Depositary Receipt*.
- AFP:** Administradoras de Fondos de Pensiones.
- 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.
- CDS:** *Credit Default Swap*.
- DCV:** Depósito Central de Valores.
- DPF:** Depósito a plazo fijo.
- DECPR:** Deuda Externa de Corto Plazo Residual.
- EE.UU.:** Estados Unidos de Norteamérica.
- EMBI:** *merging Market Bond Index*.
- Fed:** *Federal Reserve* (Reserva federal de Estados Unidos)
- FEES:** Fondo de Estabilización Económica y Social.
- FMI:** Fondo Monetario Internacional.
- FP:** Fondos de Pensiones.
- FRP:** Fondo de Reserva de Pensiones.
- GDN:** *Global Depositary Notes*.
- IED:** Inversión Extranjera Directa.
- IEF:** Informe de estabilidad financiera.
- IPoM:** Informe de Política Monetaria.
- IPSA:** Índice de Precios Selectivo de Acciones.
- MSCI:** *Morgan Stanley Capital International*.
- OCDE:** Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico.
- PB** : Puntos base.
- PP** :Puntos porcentuales.
- PIB:** Producto Interno Bruto.
- PIIN:** Posición de Inversión Internacional Neta.
- Pymes:**Pequeñas y medianas empresas.
- QE:** *Quantitative Easing*.
- SBIF:** Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**SII:** Servicio de Impuestos Internos.  
**SOE:** Small Open Economies (Economías Pequeñas y abiertas).  
**SP:** Superintendencia de Pensiones  
**SuSeSo:** Superintendencia de Seguridad Social.  
**SVS:** Superintendencia de Valores y Seguros.  
**UE:** Unión Europea.  
**UF:** Unidad de Fomento.  
**USD:** United State Dolar  
**VIX:** Volatility Index.

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones  
JUNIO 2013

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](http://www.bcentral.cl)  
[bcch@bcentral.cl](mailto: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 2013