

# Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2004



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

# Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2004



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

# Informe de Estabilidad Financiera

PRIMER SEMESTRE 2004



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

Prefacio	5
I. Resumen del informe	7
II. Entorno macroeconómico y financiero	15
III. Sector real	23
IV. Sector financiero no bancario	35
V. Sector bancario	43
VI. Sector externo	55
Recuadros	
Modernización de los sistemas de pagos en Chile	49
Acerca del nivel apropiado de las reservas internacionales	63
Evaluación de la estabilidad del sistema financiero chileno realizada por el FMI y el Banco Mundial	66
Índice de tablas y gráficos	69

---

<sup>1/</sup> El cierre estadístico del *Informe* fue el 23 de julio de 2004, con excepción de los datos del gráfico I.1 y II.12 cuyo cierre fue el 11 de agosto de 2004.



# Prefacio

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

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

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

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

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

**El Consejo**



# I. Resumen del informe

## ***Aceleración del crecimiento económico global induce normalización de las tasas de interés internacionales***

Durante el presente año, la economía mundial inició una fase de expansión, en tanto que las tasas de política monetaria de las economías industrializadas han permanecido en niveles históricamente bajos (tabla I.1 y gráfico I.1). En EE.UU., las señales de recuperación determinaron el comienzo de la normalización de la política monetaria, con dos alzas consecutivas en el objetivo de tasa de la Reserva Federal de 25pb cada una, a fines de junio y a principios de agosto. Los índices accionarios de las economías industrializadas, por su parte, han mostrado fluctuaciones significativas, pero sin llegar a revertir la recuperación que registraron en la segunda mitad del año pasado en anticipación del mayor dinamismo global. Los premios por riesgo de la deuda de empresas, en tanto, se han mantenido en niveles históricamente bajos. Durante el segundo trimestre, ante la expectativa de ajuste en la política monetaria norteamericana, los precios de los activos de economías emergentes (acciones, monedas y bonos) revirtieron parcialmente las alzas que se habían observado en la segunda mitad de 2003. No obstante, para la mayoría de estas economías los premios de financiamiento externo se han mantenido en niveles históricamente bajos. En este entorno global favorable, la posición financiera de los bancos y demás intermediarios financieros internacionales ha tendido a fortalecerse, y las condiciones de financiamiento de las economías emergentes han mejorado. Asimismo, los análisis realizados por diversas instituciones internacionales coinciden en señalar que los actuales riesgos para la estabilidad financiera de la economía global son relativamente menores, al menos en el corto plazo.

No obstante lo anterior, se debe reconocer que persisten elementos que podrían amenazar la estabilidad financiera global. Ellas se relacionan principalmente con el curso futuro de las tasas de interés internacionales y la corrección de los desequilibrios de la economía norteamericana, además de los riesgos asociados a la situación geopolítica internacional. Las tasas de interés han subido en EE.UU. desde fines de marzo pasado en todos los plazos y reflejan expectativas de alzas pausadas en la tasa de política monetaria para los próximos meses. Si bien la evolución reciente de la economía norteamericana reafirma el escenario de aumento gradual en sus tasas de interés, la presencia de desequilibrios significativos en sus cuentas fiscales y externas introduce un factor de incertidumbre respecto del curso futuro de las tasas de interés internacionales. Es posible que estos desequilibrios se resuelvan gradualmente, pero no pueden descartarse escenarios más complejos, en que los mercados empujen un ajuste más precipitado, con negativas consecuencias para la estabilidad

**Tabla I.1**

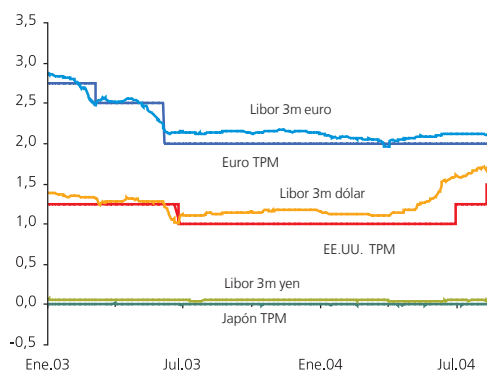
Crecimiento de economías más desarrolladas y proyecciones  
(porcentaje, variación en 12 meses)

	2003	I.2004	2004 (f)	2005 (f)
EE.UU.	3,1	4,8	4,5	3,8
Japón	2,5	5,6	4,2	1,8
Zona euro	0,6	1,3	1,9	2,1

Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Consensus Forecast.

**Gráfico I.1**

Tasa de política monetaria y Libor 3 meses  
(puntos porcentuales)



Fuentes:  
Federal Reserve Bank.  
European Central Bank.  
Bank of Japan.  
Bloomberg.



financiera internacional y el crecimiento global. Asimismo, la reciente evolución del precio del petróleo constituye un factor adicional de riesgo del entorno que enfrenta actualmente la economía chilena.

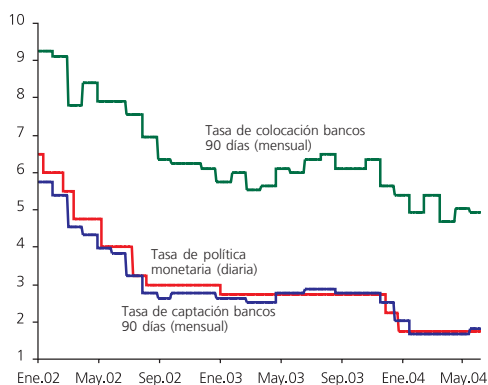
Por otra parte, otros factores de riesgo relevantes para Chile han tendido a reducirse durante los últimos meses. En particular, las probabilidades de un ajuste abrupto de la economía china se han atenuado y con ello, los riesgos de reducción en el ritmo de crecimiento de la economía mundial y de disminuciones en los precios internacionales del cobre y otras materias primas.

### ***Favorables condiciones externas y política monetaria expansiva impulsan el crecimiento económico***

En Chile, la economía también ha entrado en una fase de mayor expansión durante 2004, en tanto la tasa de inflación ha evolucionado por debajo de la meta de 3% anual. En el último *Informe de Política Monetaria* (mayo 2004), las proyecciones de crecimiento del Banco Central se ubican en un rango entre 4,5% y 5,5% para el presente año, como resultado de las mejores condiciones externas, las menores tasas de interés y el estímulo de la política monetaria. Las cuentas fiscales y la cuenta corriente de la balanza de pagos deberían cerrar el año con superávit; y la inflación se proyecta en una trayectoria de convergencia gradual hacia la meta de 3%, durante los próximos 24 meses. Entre diciembre y enero último, el Banco Central disminuyó su tasa de política en 100pb, hasta 1,75%. Las tasas de mercado, de corto y largo plazo, disminuyeron en magnitudes similares y, desde entonces, se han mantenido relativamente estables. En el segundo trimestre de 2004, las tasas de captación a 90 días promediaron 1,7%, las de colocación a ese plazo alcanzaron a 4,9% y las de los BCP a cinco años promediaron 4,5% (gráfico I.2). Por su parte, durante el primer trimestre del año, el peso se depreció tanto respecto del dólar como de la canasta de monedas de los socios comerciales de Chile, movimiento que se intensificó durante el segundo trimestre. Para el mediano plazo, el mercado local anticipa la futura normalización de la política monetaria, pero a un ritmo algo más pausado que el esperado para EE.UU. Por otra parte, los diferenciales entre las tasas internas y externas son coherentes con una expectativa plana para la trayectoria del peso, sin perjuicio de mantener su volatilidad habitual.

**Gráfico I.2**

Tasas de interés de corto plazo  
(tasas anualizadas)



Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.

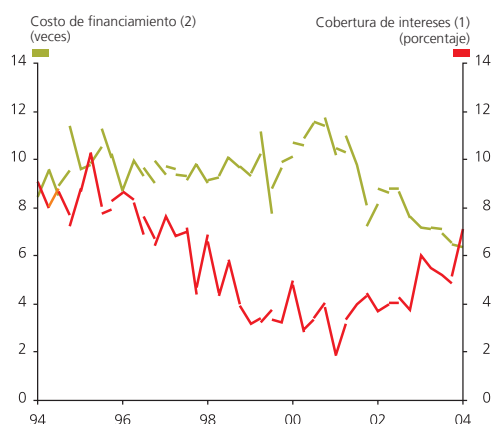
La evolución reciente de la economía nacional e internacional ha contribuido a fortalecer la situación financiera de diversos agentes, incluyendo hogares, empresas y gobierno, así como también bancos y otros intermediarios financieros. Las proyecciones macroeconómicas favorecen la continuación de esta tendencia en el futuro próximo. Sin embargo, los factores de riesgo externo antes identificados podrían afectar este favorable entorno macroeconómico y financiero, situación cuyos alcances sobre la estabilidad financiera de la economía chilena se analiza más adelante.

### ***Mejoran resultados y capacidad de pago de las empresas***

La reducción de las tasas de interés, el mayor crecimiento económico y la mejora en los precios de exportaciones han contribuido a fortalecer la capacidad de las empresas nacionales para responder a sus compromisos financieros. La utilidad sobre patrimonio de las empresas que reportan estados financieros a la SVS alcanzó a 8,8% en 2003 y 11,7% anualizado

**Gráfico I.3**

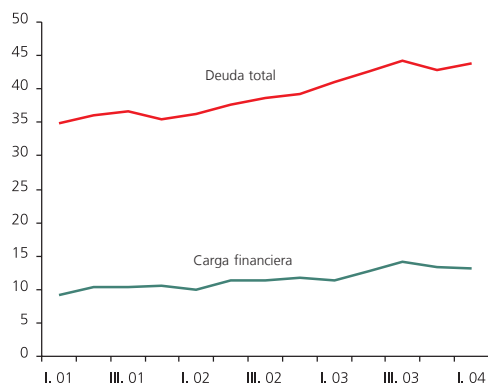
Costo de financiamiento y cobertura de intereses



(1) Definido como EBITDA sobre gastos financieros.

(2) Calculado como gastos financieros sobre deuda que paga intereses.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la información de FECU.

**Gráfico I.4**Deuda y carga financiera de los hogares, como porcentaje del ingreso disponible  
(porcentaje)

Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
Superintendencia de Valores y Seguros.

en el primer trimestre de 2004, la mayor tasa desde 1997. Estos niveles de rentabilidad se explican por la reducción de los gastos financieros, asociada a las menores tasas de interés, la recuperación moderada del resultado operacional y el impacto positivo de los términos de intercambio, particularmente durante el primer trimestre del presente año, por su efecto sobre las empresas mineras y otras productoras de bienes transables.

Al primer trimestre de este año, la proporción de empresas con pérdidas en los últimos doce meses no superaba el 21%, sin ponderar, y el 10,6%, ponderadas por el valor de su deuda; cifras inferiores al 24% y 14,7% registradas en igual trimestre del 2003, respectivamente. En la actualidad, los flujos de efectivo de la mayoría de las empresas que reportan estados financieros a la SVS exceden holgadamente sus gastos financieros (gráfico I.3). Asimismo, la mayoría de estas empresas exhibe niveles de exposición moderados respecto de cambios no esperados en las tasas de interés o el tipo de cambio.

No obstante el mejoramiento observado en los resultados y en la capacidad de pago, el nivel de endeudamiento total del sector empresas se ha mantenido estable en los últimos doce meses, aunque con cambios relevantes en su composición. Durante 2003, las empresas con clasificación de riesgo A o superior continuaron sustituyendo deuda bancaria y financiamiento externo con emisión de instrumentos de deuda en el mercado local y en el exterior. En lo que va corrido del año, sin embargo, se observa una mayor recuperación del financiamiento bancario conforme las empresas aumentan la inversión en activos fijos, tendencia que debería continuar en los próximos trimestres.

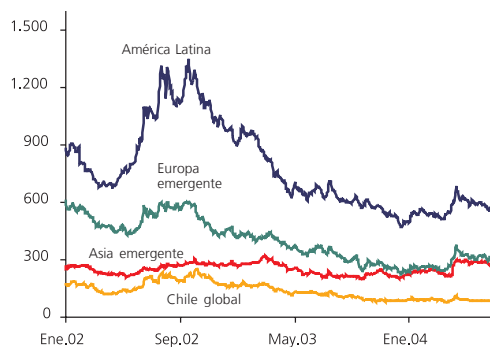
### **Hogares aprovechan menores tasas de interés y aumentan su endeudamiento**

En los últimos años, los hogares han aumentado significativamente su nivel de endeudamiento, incluso por encima del crecimiento de su ingreso disponible. Esta tendencia ha continuado acentuándose en los últimos meses. Ello responde, en parte, al creciente proceso de bancarización, que ha aumentado la demanda por servicios financieros de ciertos segmentos de la población. Al mismo tiempo la oferta de productos y la competencia en este mercado por parte de los intermediarios financieros se han intensificado, atraídos por los mayores *spreads* relativos. En los últimos doce meses, sin embargo, el *spread* promedio de los créditos de consumo bancarios se ha reducido en 86pb, atrayendo mayor demanda. A fines del segundo trimestre, los créditos bancarios de consumo crecían sobre 17% a/a, mientras que los créditos para vivienda lo hacían a un 11% a/a. En la actualidad, la deuda de los hogares representa cerca del 44% de su ingreso disponible, comparado con el 34% de fines de 2000. No obstante, la carga financiera de los hogares, medida como intereses y amortizaciones respecto del ingreso disponible, se ha mantenido relativamente estable gracias a la reducción de las tasas de interés efectivamente pagadas (gráfico I.4). A mediano plazo, sin embargo, los consumidores están relativamente más expuestos a aumentos de las tasas de interés o deterioros en su situación de empleo.

En la actualidad, la exposición del sistema bancario al riesgo de crédito de los hogares es cuantitativamente menor. Los préstamos de consumo representan menos del 10% de los préstamos bancarios totales, y aunque en algunos bancos esta cifra puede acercarse al 80%, esas instituciones

**Gráfico I.5**

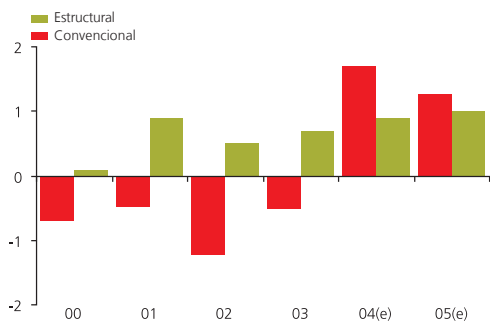
Premios de bonos soberanos de economías emergentes (puntos base)



Fuente: JP Morgan Chase.

**Gráfico I.6**

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



(e) A base de estimaciones propias.

Fuentes:  
Ministerio de Hacienda.  
Banco Central de Chile.

representan menos del 1% de los activos del sistema. Es probable que la tendencia al aumento en el nivel de endeudamiento de los hogares continúe en el futuro, tanto por efecto del crecimiento económico y de los ingresos privados, como porque la razón deuda a ingreso de los hogares en Chile aún está por debajo de los niveles que se observan en economías más desarrolladas.

### **Estabilidad fiscal y proyección superavitaria en 2004 y 2005**

Las perspectivas de las finanzas públicas para los próximos dos años son favorables. En enero pasado, *Standard & Poor's* mejoró la clasificación de riesgo de la República, mientras que FITCH publicó una perspectiva favorable respecto de Chile. Al primer semestre de 2004, el premio soberano medido por el índice EMBI Global promedió 90 pb, anotando un mínimo histórico de 79pb en abril (gráfico I.5). Considerando la evolución reciente de la recaudación tributaria y la evolución del precio del cobre, no se prevén necesidades de financiamiento fiscal neto para el presente y el próximo año. En tal sentido, y tomando como base el escenario del último *Informe de Política Monetaria* (mayo 2004), se proyecta un superávit fiscal del orden de 1,6% del PIB para el 2004 y ligeramente superior a 1% para el 2005 (gráfico I.6). Las emisiones de bonos efectuadas durante 2004, de US\$600 MM en los mercados internacionales y de US\$200 MM en el mercado nacional, han sido destinadas a refinanciar o amortizar deuda emitida a mayores tasas de interés.

En todo caso, y aun cuando las proyecciones de superávit fiscal son sensibles a la evolución del precio del cobre, se estima que incluso en escenarios sustancialmente más adversos que el previsto es improbable que se produzca un deterioro severo en la posición financiera de este sector, o una modificación adversa de su clasificación internacional de riesgo. En efecto, al cierre del 2003, la deuda bruta del sector Gobierno Consolidado alcanzaba al 34% del PIB, nivel inferior al promedio de países con igual o mejor clasificación de riesgo. En tanto la política fiscal se mantenga ceñida a la regla de superávit estructural, su trayectoria será sustentable.

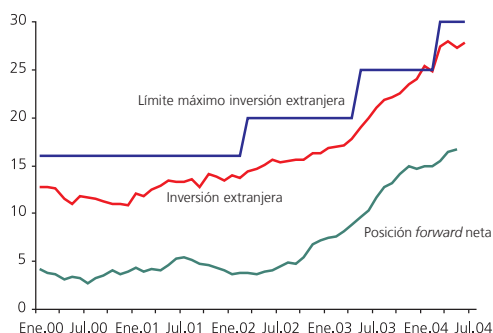
### **Inversionistas institucionales buscan mayores retornos y diversificación**

En un entorno de bajas tasas de interés y menor riesgo de crédito, algunos inversionistas institucionales como los fondos de pensiones (FP) y las compañías de seguros de vida (CSV), han reorientado la composición de sus carteras de inversión en busca de mayores retornos. Las tenencias de estos inversionistas de instrumentos de bajo riesgo, como bonos estatales, disminuyeron US\$1.750 millones en doce meses a marzo de 2004. Los depósitos a plazo, por su parte, se mantuvieron en términos de monto, pero cayeron como porcentaje del total. Las inversiones en bonos de empresas nacionales aumentaron US\$1.650 millones y la inversión en acciones, neta de revalorizaciones, creció en más de US\$1.000 millones en el mismo período.

Por otra parte, la inversión en el extranjero de los FP aumentó US\$5.600 millones durante los últimos doce meses, llegando a 28% del total de fondos administrados, acercándose al límite autorizado de 30% (gráfico I.7). Sin embargo, la exposición al riesgo cambiario se ha mantenido estable, en torno al 10% del patrimonio, a través de la venta de moneda

**Gráfico I.7**

Límite y cobertura de inversión extranjera de los FP  
(porcentaje del fondo)



Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP).

extranjera en el mercado *forward*. El sistema bancario, por su parte, ha aprovechado esta oferta para sustituir otros activos en moneda extranjera, o bien aumentar su financiamiento en el exterior, sin modificar su exposición al riesgo cambiario.

En el primer semestre de 2004, los activos de los Fondos Mutuos (FM) creció 30%, alcanzando un total equivalente a poco más de US\$10.000 millones. Con este aumento, estos vehículos de inversión han sobrepasado los niveles de patrimonio que registraban a comienzos de 2003, previo a los sucesos asociados al caso Inverlink. Una buena parte de estos recursos ha sido captado por los bancos en la forma de depósitos a plazo, lo que ha aumentado la participación de las fuentes de financiamiento mayoristas del sistema bancario.

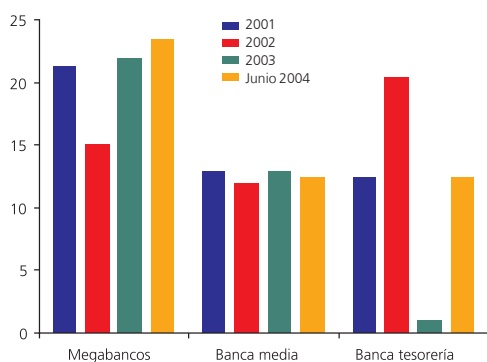
### ***Sistema bancario nacional mantiene sólida posición financiera***

La evolución reciente del entorno macroeconómico también ha favorecido a los indicadores financieros de la banca chilena. Durante el primer semestre del 2004, la rentabilidad anualizada sobre el capital alcanzó a 18% para el sistema bancario, y sobre el 20% para los bancos más grandes, ambas cifras superiores al promedio de los últimos años (gráfico I.8). Los gastos en provisiones por colocaciones han disminuido, en promedio, más de 7% respecto de igual período del año anterior y la cartera vencida como proporción de las colocaciones totales ha alcanzado el menor nivel de los últimos cinco años. Asimismo, la banca mantiene un elevado respaldo patrimonial. A mayo de este año, la relación entre el patrimonio efectivo del sistema y sus activos ponderados por riesgo alcanzó a 13,7%, no registrándose ninguna entidad individual con una relación inferior a 10%. La positiva percepción respecto de la solidez y perspectivas del sistema bancario local se refleja también en la estabilidad que presentan las clasificaciones de riesgo de sus obligaciones, y la favorable evolución de los precios bursátiles de las entidades bancarias que cotizan en bolsa.

### ***Mayor dependencia de fuentes mayoristas en el financiamiento de la banca***

**Gráfico I.8**

Rentabilidad del capital por tipos de bancos (\*)  
(porcentaje)



(\*) Utilidad sobre capital básico.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

La estructura de financiamiento del sistema bancario local también ha experimentado cambios relevantes. Se observa un aumento en la importancia relativa de las fuentes de financiamiento mayoristas, las que tienden a ser relativamente más sensibles a variaciones en las tasas de interés y a otros cambios en las condiciones de mercado. En la actualidad, el financiamiento del sistema bancario a través de depósitos de FM representa el 19,5% del total de depósitos a plazo, porcentaje que, en el caso de algunas entidades bancarias de menor tamaño, puede alcanzar hasta el 60%. Asimismo, durante el presente año, las obligaciones de la banca con el exterior se han incrementado en más de 30% a/a, aun cuando todavía representan menos del 6% del total de pasivos del sistema. Esto último ha permitido sustituir la menor demanda por depósitos bancarios de otros inversionistas institucionales.

En principio, los cambios observados en la estructura y fuentes de financiamiento del sistema bancario podrían traducirse en mayores necesidades de liquidez en el caso de algunos bancos específicos, como

consecuencia de variaciones no esperadas en las tasas de interés u otros cambios en las condiciones de mercado; o bien en situaciones o escenarios de tensión como los ocurridos en marzo de 2003. Sin embargo, en la actualidad la mayoría de las entidades mantienen inversiones financieras líquidas por montos significativos, lo que les permitiría absorber disminuciones no esperadas en algunas de sus fuentes de financiamiento mayoristas. Por otra parte, cabe señalar que en abril de este año, la nueva normativa de calces de plazo promulgada por el Banco Central y la Superintendencia de Bancos incorporó un conjunto de elementos orientados a promover la gestión prudencial y la adopción de “mejores prácticas” para la administración de los riesgos de liquidez en la banca, en línea con los estándares y recomendaciones internacionales.

### ***Aumenta exposición de la banca respecto de los hogares***

Durante los últimos años, el sistema bancario ha incrementado sus colocaciones hacia clientes minoristas. Las colocaciones destinadas a hogares han crecido a una tasa anual promedio del orden de 8% en los últimos tres años, cifra que alcanzó a cerca de 11% en 2003 y 13,5% en 2004. Las colocaciones a empresas, por su parte, cayeron en promedio 0,1% a/a en 2003, creciendo 3,8% a/a promedio durante el primer semestre de este año. La competencia en el otorgamiento de créditos a los hogares se ha intensificado notablemente, lo que se ha reflejado en campañas y ofertas de créditos a tasas más atractivas a ese sector, y en el establecimiento de nuevas entidades financieras orientadas preferentemente al otorgamiento de créditos de consumo, tarjetas de crédito y préstamos a la pequeña y mediana empresa. A su vez, el endeudamiento de los hogares ha crecido más rápido que su ingreso disponible, y en el caso de las colocaciones de vivienda, han aumentado las operaciones crediticias que requieren menor financiamiento propio, o a tasas de interés variables, lo que potencialmente puede incrementar el riesgo de mediano plazo para este tipo de colocaciones.

Dado el actual dinamismo de la oferta de crédito al sector hogares, es importante mantener y aumentar la transparencia de la información financiera respecto de este tipo de clientes. En particular, la disponibilidad de información consolidada sobre la situación de endeudamiento de los hogares contribuye a la integridad y calidad de los procesos de evaluación de crédito. Esto, tomando en cuenta que la orientación del crédito bancario hacia clientes minoristas es una tendencia que debiera continuar profundizándose en los próximos años. En Chile, el crédito bancario a los hogares (consumo y vivienda) representa cerca del 30% de las colocaciones totales, mientras que en economías desarrolladas puede alcanzar o superar el 50%.

### ***Exposición acotada de la banca ante riesgos macroeconómicos***

La solidez patrimonial y la acotada exposición a riesgos financieros que presenta la banca, permiten a este sector enfrentar adecuadamente eventuales escenarios adversos como consecuencia de modificaciones del entorno macroeconómico y financiero. Esto se verifica en diversos ejercicios de tensión, en los que se evalúa el impacto de *shocks* sobre los resultados y la situación patrimonial de la banca. Los riesgos relevantes del entorno macro-financiero están relacionados con alzas de las tasas de interés y el tipo de cambio, y con un aumento del riesgo de crédito que

podría generarse ante una desaceleración de la actividad interna. Los resultados de esos ejercicios indican que en la actualidad el riesgo de tasas de interés representa la principal fuente de exposición de la banca, en tanto que la exposición a fluctuaciones en el tipo de cambio es menor para la mayoría de las instituciones. Asimismo, estos ejercicios indican que los niveles de utilidades, capital y provisiones son adecuados para enfrentar deterioros de magnitud similar a los observados en los últimos años en la calidad de la cartera de créditos, originados por un escenario de menor crecimiento económico.

### ***Alto nivel de liquidez internacional y superávit de cuenta corriente para 2004***

La economía chilena en su conjunto mantiene una sólida posición financiera frente al exterior. Por una parte, sus requerimientos inmediatos de financiamiento externo son limitados. Para el presente año se anticipa un superávit de cuenta corriente del orden de 1,1% del PIB, como consecuencia del aumento transitorio de los términos de intercambio. Por otra parte, la integración financiera internacional de la economía chilena ha continuado profundizándose, destacando el aumento de las inversiones de los FP en el exterior. Asimismo, el Banco Central mantiene una sólida posición de liquidez internacional, con reservas internacionales que superan holgadamente los requerimientos de financiamiento externo de corto plazo (deuda externa con vencimiento a menos de un año menos saldo de la cuenta corriente), y que medidas como porcentaje del producto, de las importaciones o de los activos financieros, son similares o superiores a las que mantienen otras economías de similar clasificación de riesgo.

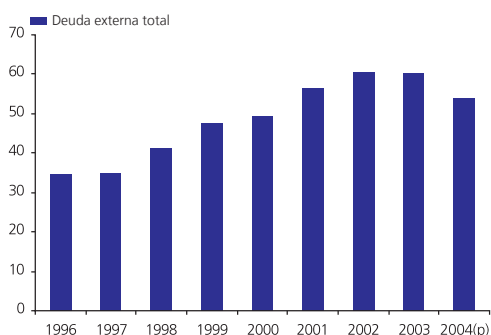
La deuda externa total como porcentaje del producto mostró una leve disminución en 2003, tendencia que también se espera para el presente año (gráfico I.9). Las empresas nacionales han mantenido estable su ritmo de endeudamiento externo en el primer semestre de 2004 con respecto a igual periodo del año anterior, mientras que el Gobierno y los bancos lo han disminuido. Los flujos de inversión extranjera directa alcanzaron a US\$3.500 millones en 2003 y a junio de 2004 acumularon US\$2.200 millones.

Aun cuando la razón entre deuda externa y PIB de la economía chilena es mayor que la de otras economías emergentes con similar nivel de riesgo soberano, es importante considerar su composición al evaluar su impacto sobre el financiamiento externo. Solo el 22% de la deuda externa constituye deuda pública, y el 12% deuda de bancos, que normalmente constituyen los componentes más críticos del financiamiento externo. Cerca de un 66% corresponde a deuda de empresas no financieras. Del total de deuda externa privada, el 56% corresponde a filiales de matrices extranjeras, cuyo endeudamiento con las propias matrices asciende a 23% (gráfico I.10). Asimismo, los activos de residentes en el exterior han aumentado, los que constituyen una fuente de flujos y liquidez en moneda extranjera y de cobertura de los riesgos cambiarios.

Finalmente, bajo el actual esquema de política monetaria, el tipo de cambio es la principal variable de ajuste frente a cambios en las condiciones financieras internacionales. Los análisis efectuados en este *Informe* indican que los descalces cambiarios presentes en los balances de los diversos intermediarios financieros y de las empresas son acotados, lo que reduce su vulnerabilidad financiera respecto de fluctuaciones en esta variable.

**Gráfico I.9**

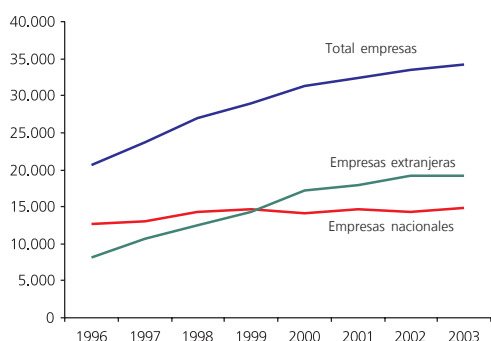
Deuda externa total de Chile  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico I.10**

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



Fuente: Banco Central de Chile.

### ***Misión FSAP del Banco Mundial—FMI concluyó evaluación del sistema financiero chileno***

Durante el primer semestre, una misión del FMI y el Banco Mundial realizó, a invitación de las autoridades chilenas, una evaluación del sistema financiero chileno en el marco del programa *Financial Sector Assessment Program (FSAP)* <sup>1/</sup>. En su trabajo, la misión evaluó favorablemente la solidez del sistema financiero y su capacidad para superar una variedad de escenarios macroeconómicos y financieras adversos como los registrados durante los últimos años, destacándose especialmente la adecuada regulación y supervisión del sistema bancario. La misión también hizo notar las mayores exigencias a las que estará sometida la industria de seguros de vida como resultado de las presiones de competencia y la actualización de las tablas de mortalidad, así como la necesidad de fortalecer la regulación y supervisión del mercado de valores.

Asimismo, se señalaron algunas áreas donde se podría continuar incrementando la eficiencia del sistema financiero, las que incluyen el relajamiento prudente de algunos de los límites a las inversiones de los FP, el fomento de la competencia en este sector, la conveniencia de adaptar el sistema de regulación prudencial a la creciente sofisticación e integración de los mercados y servicios financieros, la necesidad de introducir mejoras en la infraestructura del mercado de valores, y la irrigación del crédito a los diversos sectores de la economía.

En este contexto, cabe destacar que diversas iniciativas en desarrollo en distintos organismos de supervisión del sector financiero y en el Banco Central, así como aquellas incluidas en el proyecto de Reforma de Mercado de Capitales II, actualmente en trámite legislativo, apuntan en esa dirección, en particular en lo referido a cambios hacia un esquema de supervisión basada en la gestión de riesgos, la creación de mecanismos de financiamiento de capital de riesgo y la modernización del sistema de pagos y del mercado de valores.

### ***Los riesgos para el normal funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía chilena están acotados***

En conclusión, las perspectivas para la estabilidad financiera y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos en la economía chilena son satisfactorias. El mayor dinamismo de la economía global, las menores tasas de interés prevalecientes en los mercados internacionales y en el mercado local, y el mayor ritmo de expansión de la economía chilena han contribuido a fortalecer la posición financiera de la mayoría de los agentes e intermediarios financieros nacionales. Las proyecciones disponibles favorecen la continuación de esta tendencia en el futuro próximo. Sin embargo, la velocidad e intensidad del proceso de normalización de las tasas de interés en los mercados internacionales constituye uno de los principales factores de riesgo para los próximos trimestres. Los análisis realizados hasta ahora indican que los sectores de la economía cubiertos en este *Informe* mantienen exposiciones acotadas respecto de ese factor de riesgo. En todo caso, parece necesario seguir con especial atención la evolución efectiva de las tasas de interés externas durante los próximos meses y sus efectos sobre los diversos mercados financieros en Chile y el exterior, a objeto de reaccionar oportunamente frente a escenarios alternativos, que puedan implicar un deterioro del panorama macro-financiero global para la economía chilena.

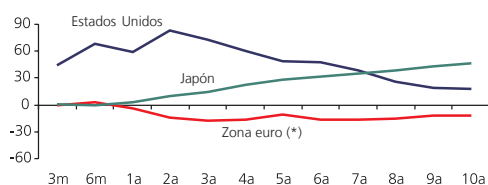
<sup>1/</sup> El recuadro VI.2 presenta el resumen del informe de la misión.



## II. Entorno macroeconómico y financiero

**Gráfico II.1**

Cambio en curva de rendimiento de bonos cero cupón  
(julio/04 - diciembre/03)  
(puntos base)

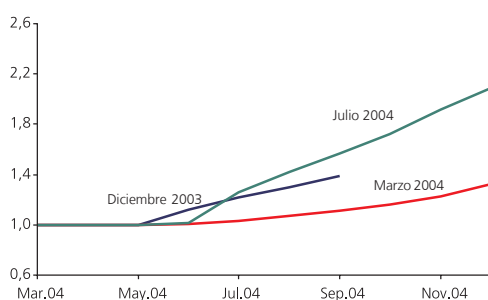


(\*) La Zona euro está aproximada por los bonos soberanos de Alemania.

Fuente: Bloomberg.

**Gráfico II.2**

Curva de contratos futuros de tasa de fondos federales  
a 30 días  
(porcentaje, fin de mes)



Fuente: Bloomberg.

### II.1 Escenario internacional

#### II.1.1 Desarrollos recientes

**Comienza ciclo de normalización de las tasas de interés en EE.UU., mientras que las tasas de interés en la zona euro y en Japón se mantienen más estables según la posición cíclica de estas economías**

A fines de junio último, la Reserva Federal de EE.UU. comenzó un proceso de ajuste al alza en su objetivo para la tasa de interés de corto plazo, con un alza de 25pb. A comienzos de agosto volvió a subir en igual magnitud su objetivo de tasa, ubicándolo en la actualidad en 1,5%/a. Esta corrección de la política monetaria era esperada desde principios del segundo trimestre, tras la publicación de diversos indicadores de actividad y empleo que daban cuenta de un mayor dinamismo de la economía norteamericana. Durante el segundo trimestre, los mercados comenzaron a adelantar la fecha esperada para el alza de la tasa de política en EE.UU., desde fines a mediados de año, las señales de la autoridad monetaria reforzaron estas expectativas y las tasas de largo plazo en EE.UU. se corrigieron significativamente al alza (gráfico II.1). Luego de un período de volatilidad inicial, las expectativas sobre la política monetaria se asentaron en torno a una trayectoria de aumento moderado y gradual de la tasa de interés, coherente con las holguras de capacidad y empleo, y con la estabilidad de la inflación subyacente.

Las cifras más recientes de actividad y precios han confirmado la expectativa de aumentos pausados de las tasas de interés (gráfico II.2). En efecto, al cierre de este *Informe*, los contratos futuros de tasas de interés anticipan un aumento entre 50pb y 75pb de la tasa de política de EE.UU. hacia fin de año.

En Japón, las tasas de corto plazo han permanecido estables durante el semestre. No obstante, las tasas de mediano y largo plazo han aumentado. Así, desde mediados de marzo la tasa de retorno de los bonos de gobierno a 10 años ha aumentado aproximadamente 50pb, para alcanzar 1,8% a fines de julio. Durante el semestre, la estructura de tasas de retorno cero cupón de bonos soberanos tuvo un aumento gradualmente mayor para los plazos más largos, como resultado de indicadores económicos que señalan una evolución positiva de la actividad y el empleo. En la zona euro, en tanto, la tasa de retorno de los bonos soberanos a 10 años se mantuvo relativamente estable durante el semestre, a la vez que el tramo



Tabla II.1

Crecimiento de las economías más desarrolladas y proyecciones  
(porcentaje, variación en 12 meses)

	2003	I.2004	2004 (f)	2005 (f)
EE.UU.	3,1	4,8	4,5	3,8
Japón	2,5	5,6	4,2	1,8
Zona euro	0,6	1,3	1,9	2,1

Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Consensus Forecast.

de mediano plazo mostró una caída en torno a 15pb, principalmente como consecuencia de las señales más débiles de recuperación económica y la expectativa de que la política monetaria expansiva de la región se mantendrá por un tiempo más prolongado (gráfico II.1).

Estos movimientos son coherentes con las proyecciones de bancos de inversión y de *Consensus Forecasts*, que indican un crecimiento anual esperado para 2004 de 4,5% para EE.UU., 4,2% para Japón, y de 1,9% para la zona euro. Las proyecciones para el próximo año se sitúan en 3,8%, 1,8% y 2,1% para estas economías, respectivamente (tabla II.1).

**El aumento de las tasas de interés en EE.UU. tuvo un efecto menor sobre el precio de los activos riesgosos—bolsas y bonos de empresas—de economías desarrolladas**

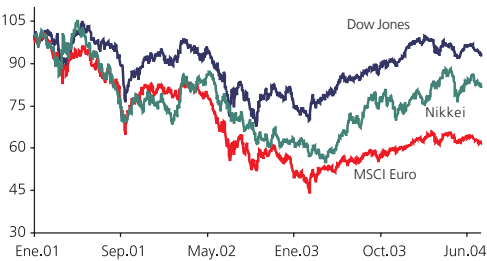
Los índices bursátiles de las economías más desarrolladas mostraron una mayor volatilidad durante el segundo trimestre de este año, principalmente asociada a la incertidumbre respecto a la intensidad y velocidad del proceso de normalización de tasas de interés en EE.UU. No obstante, una vez que los indicadores de actividad y precios confirmaron la dinámica esperada de aumentos graduales en las tasas de política, los mercados bursátiles tendieron a estabilizarse. Respecto a sus niveles, el *Dow Jones* alcanzó un nivel algo menor que el de comienzos de año, escenario similar al de la zona euro; en tanto que el *Nikkei* de Japón cerró el semestre con un aumento superior al 10%, en línea con el significativo cambio en las perspectivas de crecimiento de esa economía (gráfico II.3).

Los mismos factores estuvieron detrás de la evolución mostrada por los premios de los bonos de empresas en los principales mercados financieros. Estos mantuvieron, en promedio, su nivel durante el semestre en los principales mercados financieros. Este comportamiento fue balanceado para el espectro completo de las clasificaciones de riesgo, desde B hasta AAA, favoreciendo a las empresas con menor clasificación (gráfico II.4). La relativa estabilidad de los premios corporativos durante el semestre reflejó la expectativa de un ajuste ordenado de tasas de interés, con una baja probabilidad de aumentos bruscos en el corto plazo, junto con mejoras en las utilidades de empresas, todo lo cual ha generado una percepción estable de riesgo crediticio.

La tendencia a la depreciación que venía experimentando el dólar desde comienzos del 2002 se revirtió durante el primer semestre (gráfico II.5). El dólar se ha apreciado cerca de 2% respecto del yen en lo que va del año. La apreciación del dólar respecto a ésta y otras monedas estuvo principalmente explicada por las expectativas de aumento de tasas de interés en EE.UU., que generó una reasignación de los portafolios a favor de activos de menor riesgo en la economía norteamericana. Esta apreciación permitió, entre abril y mayo, una pausa en las intervenciones que los bancos centrales asiáticos venían realizando en el mercado cambiario desde 2002 con el propósito de evitar la apreciación de sus monedas. No obstante, durante los meses de junio y julio, éstos volvieron a intervenir, si bien con una menor intensidad que en el pasado. Por su parte, cabe agregar que la evolución del dólar estará influenciada permanentemente por el elevado déficit en cuenta corriente de EE.UU., factor que presionará a su depreciación en el mediano plazo. Por último, la reasignación internacional de portafolios generó un aumento de la

Gráfico II.3

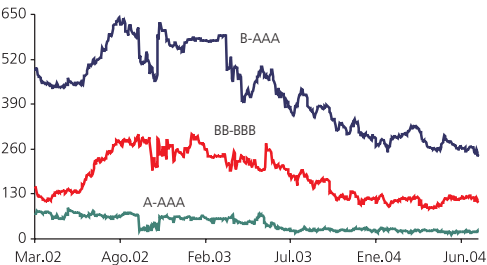
Índices bursátiles de economías más desarrolladas  
(1 de enero de 2001 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico II.4

Bonos corporativos de Estados Unidos: brecha entre clasificaciones de riesgo  
(puntos base)

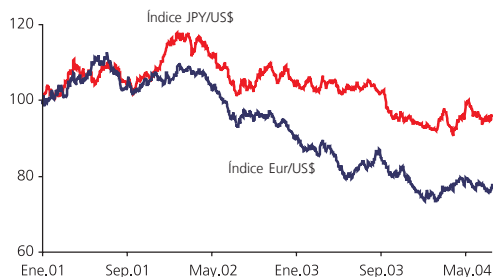


Fuente: Bloomberg.

**Gráfico II.5**

Índice del tipo de cambio nominal de economías más desarrolladas

(1 de enero de 2001 = 100)

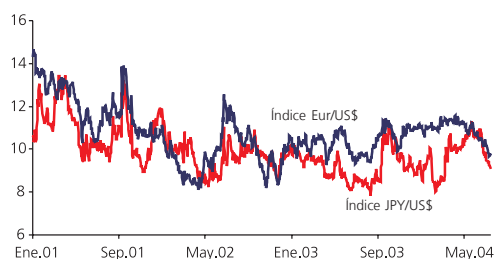


Fuente: Bloomberg.

**Gráfico II.6**

Volatilidad implícita de tipos de cambio nominales en economías más desarrolladas

(porcentaje)

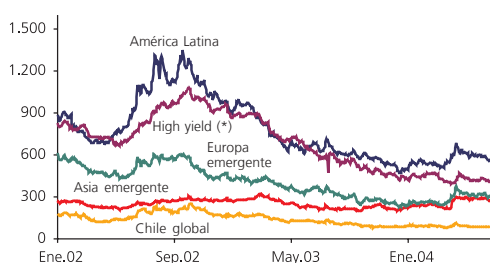


Fuente: Bloomberg.

**Gráfico II.7**

Premios de bonos soberanos de economías emergentes

(puntos base)



(\*) High yield corresponde a bonos de clasificación de riesgo inferior a grado de inversión (BB a CCC), de acuerdo con la clasificación de S&P.

Fuente: JP Morgan Chase.

volatilidad de los índices de tipo de cambio nominales, principalmente para el yen durante abril y mayo, meses en que se observó una mayor incertidumbre acerca de la evolución futura de las tasas de interés (gráfico II.6).

***El aumento de las tasas de interés en EE.UU. ha generado alzas moderadas en los premios soberanos de las economías emergentes, una disminución de sus valores bursátiles y una depreciación de sus monedas***

Tanto la incertidumbre como el adelantamiento del incremento de tasas de interés en EE.UU. fueron factores determinantes en el comportamiento de los mercados de economías emergentes, en particular, para aquellas más expuestas dado su nivel de endeudamiento externo. Así, luego de adelantarse las expectativas del inicio de alzas de tasas en EE.UU., se detuvo y revirtió parcialmente la disminución que venían experimentando los premios soberanos de estas economías desde mediados de 2002, a diferencia del comportamiento de los bonos de empresas en los mercados más desarrollados. Así, los bonos de América Latina y Europa emergente aumentaron, en promedio, cerca de 80pb entre enero y julio, mientras que los bonos soberanos de Asia emergente lo hicieron en alrededor de 40pb (gráfico II.7). Cabe destacar el aumento del premio de la deuda soberana brasileña, que subió desde un promedio de 490pb en diciembre a aproximadamente 630pb a comienzos de julio, en respuesta a riesgos asociados al escenario político y al endeudamiento externo de esta economía. Consideraciones similares, más factores de riesgo geopolítico, determinaron una evolución semejante del premio soberano de Turquía.

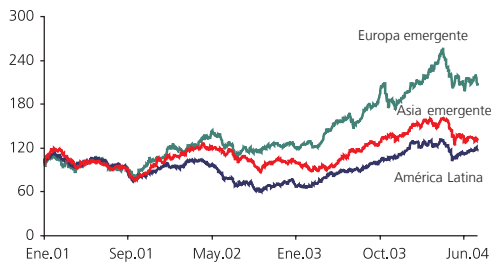
Por su parte, las bolsas de las economías emergentes mostraron una caída significativa a comienzos del segundo trimestre. Los precios bursátiles de América Latina, y de Europa y Asia emergentes cayeron cerca de 20% entre mediados de abril y mediados de mayo, para recuperarse solo levemente en el último mes (gráfico II.8). Ello habría sido el resultado de la expectativa de un aumento de las tasas de interés, lo que incrementó la percepción de riesgo de las economías emergentes. Asimismo, las monedas de estas economías experimentaron una depreciación neta y un aumento de su volatilidad. Esto fue resultado de la movilidad de capitales internacionales desde las economías emergentes hacia las más desarrolladas, y del aumento de tenencias de activos líquidos denominados en las principales monedas por parte de los fondos de inversión.

La evidencia más reciente sobre flujos de capital hacia economías emergentes confirma estos desarrollos. Los datos de fondos de inversión dedicados a bonos y acciones de estas economías muestran una disminución de los flujos financieros hacia estos mercados. Esta situación revierte lo que se había observado durante el primer trimestre, cuando los fondos de inversión continuaron aumentando sus posiciones, aunque mayoritariamente hacia los países de Europa emergente, a expensas de una reducción de las inversiones en América Latina y Asia emergente (gráfico II.9).

En conclusión, las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se han tornado levemente menos positivas durante el primer semestre del año, pero aún son favorables en una perspectiva histórica.

**Gráfico II.8**

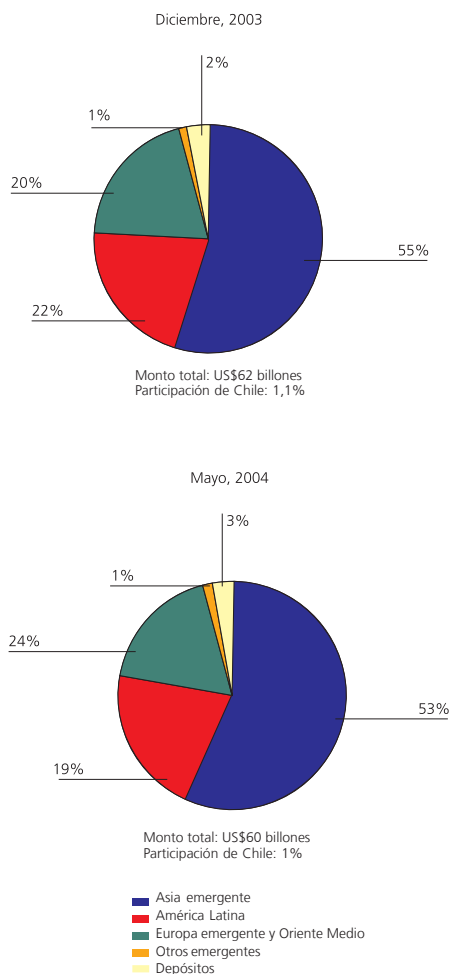
Índices bursátiles de economías emergentes  
(1 de enero de 2001 = 100)



Fuente: Morgan Stanley Capital International.

**Gráfico II.9**

Posicionamiento de fondos de inversión en economías emergentes  
(porcentaje)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

## II.1.2 Riesgos

En el escenario central, se espera una trayectoria de aumentos graduales de las tasas de interés en EE.UU. En forma rezagada, es posible que también comience la normalización de la política monetaria en otras áreas económicas desarrolladas<sup>1/</sup>, al tiempo que la economía mundial se expanda a un ritmo promedio de 4,5% anual durante los próximos dos años.

El principal riesgo del escenario central se refiere a un ciclo de alzas de tasas de interés en EE.UU. a una velocidad mayor que la esperada. La materialización de este escenario de riesgo dependerá de la evolución de la inflación en la economía norteamericana. Un ciclo de alzas de tasas de interés más acentuado que lo previsto podría generar mayores aumentos en los flujos de financiamiento externo hacia EE.UU., lo cual apreciaría el dólar respecto de las demás monedas de economías desarrolladas. Este riesgo también reduciría las perspectivas de crecimiento mundial de mediano plazo, pues induciría a ajustes de gastos en el resto de las regiones.

Por otra parte, la postergación de políticas más activas para reducir el déficit fiscal en EE.UU. daría menores grados de libertad a la política monetaria para un ajuste gradual de tasas de interés, debido al efecto expansivo sobre la demanda agregada que tendría la postergación de dichas políticas. Los riesgos para el escenario central se podrían ver amplificados por una sobre-reacción de los inversionistas internacionales ante un ciclo inesperadamente más pronunciado de alza de tasas en EE.UU., afectando de forma más significativa la liquidez y la disponibilidad de financiamiento externo para las economías emergentes, en particular, para aquellas más endeudadas.

En otros frentes, otro factor de riesgo es la aplicación de políticas para desacelerar la economía china aún más estrictas que las ya adoptadas, por el impacto que tendría un ajuste abrupto de esa economía sobre aquellas de la región y sobre los mercados de materias primas. No obstante, este riesgo parece menos probable que en el primer trimestre de este año, debido a que las medidas aplicadas han tenido efectos en dirección a un ajuste gradual. También es relevante mencionar que el elevado nivel del precio del petróleo, en la medida que se mantenga, constituirá un riesgo para el desempeño de la economía e inflación mundiales. Finalmente, se mantiene el riesgo geopolítico y de atentados terroristas, con la consecuente inestabilidad que pueden generar en los mercados financieros.

## II.2 Escenario nacional

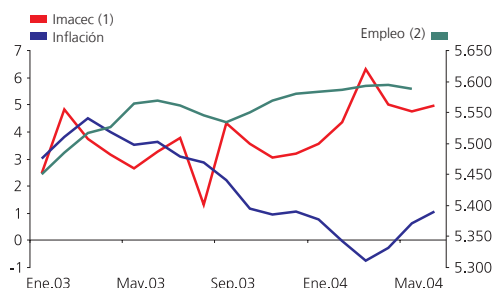
### II.2.1 Desarrollos recientes

***La inflación en Chile aumenta hacia el rango meta, mientras que el crecimiento económico promedia poco menos de 5% anual en lo que va corrido del año***

<sup>1/</sup> En el Reino Unido, las tasas de interés ya se han ajustado al alza.

**Gráfico II.10**

Indicadores macroeconómicos  
(porcentaje, miles de personas)



(1) Tasa de crecimiento 12 meses.  
(2) Serie desestacionalizada.

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

**Tabla II.2**

Expectativas sobre variables macroeconómicas  
(valores a diciembre de cada año, efectivos y encuesta julio 2004)

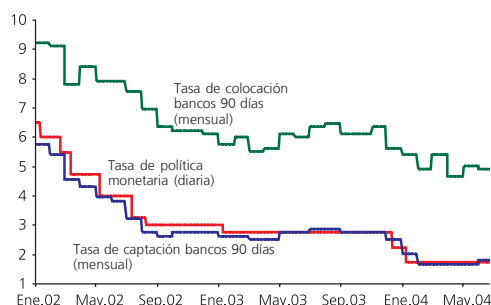
Especificación	2003 (1)	2004	2005
	(porcentaje)		
Inflación 12 meses	1,1	2,4	2,8
Tasa política monetaria	2,3	2,0	3,25
Crecimiento del PIB	3,3	5,0	5,0
Tasa BCU-5	3,2	2,5 (2)	3,1 (3)
	(nivel)		
Dólar \$/US\$	599	632 (2)	640 (3)

(1) Valor efectivo.  
(2) A septiembre 2004.  
(3) A junio 2005.

Fuente: Encuesta del Banco Central de Chile.

**Gráfico II.11**

Tasas de interés de corto plazo  
(tasas anualizadas)



Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.

La economía se encuentra en una senda de expansión consistente con un crecimiento de 5% anual del PIB, mientras que la inflación aumenta hacia la meta de 3%/a. Durante el primer trimestre de este año, la tasa de crecimiento anual del producto se elevó a 4,8% y, en el segundo, la tasa de crecimiento anual del Imacec alcanzó a 4,9%, en promedio. La recuperación de los términos de intercambio ha contribuido en forma importante a facilitar un mejor ambiente para el crecimiento. Por su parte, en junio último, la inflación medida en doce meses alcanzó a 1,1%, el valor más alto observado durante el año, y debería continuar en una trayectoria de normalización hacia su rango meta (gráfico II.10). El empleo, en cambio, ha moderado su ritmo de expansión, mostrando una tasa de crecimiento en doce meses de 1,5%, en promedio, entre enero y mayo; en comparación con el 2,9% a/a en promedio de 2003, mientras que la tasa de desempleo ha mostrado un alza en los últimos meses como consecuencia del aumento de la fuerza de trabajo y de la disminución en el ritmo de creación de empleos.

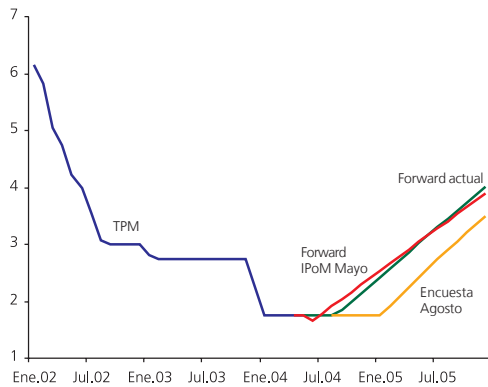
De acuerdo al último *Informe de Política Monetaria* (IPoM), las proyecciones del Banco Central para el crecimiento de este año se ubican en el rango de 4,5%-5,5%, y las relativas a inflación en torno al 2,1%. Las expectativas de los agentes se encuentran en niveles similares a las proyecciones contenidas en el IPoM, según lo indica la encuesta mensual de expectativas del Banco Central (tabla II.2). Sin embargo, los indicadores de confianza de consumidores y empresarios han mostrado un retroceso en los últimos meses.

Los principales riesgos del entorno macroeconómico nacional están vinculados a factores externos (sección II.1). Estos se asocian a la evolución de las tasas de interés internacionales y a su efecto sobre el crecimiento global, así como sobre la situación del financiamiento de las economías emergentes. Un escenario de alzas bruscas en las tasas de interés internacionales podría implicar una disminución de los flujos de capital hacia economías emergentes. Esto presionaría las tasas y el tipo de cambio locales al alza. Además, un escenario de altas tasas de interés internacionales induciría una desaceleración de la actividad global, con un impacto negativo sobre los precios de las exportaciones chilenas. El precio del petróleo representa otro factor de riesgo macroeconómico, pero sus eventuales efectos sobre la situación financiera de los usuarios e intermediarios del crédito son de menor importancia.

### **Las tasas de interés en el mercado nacional se mantienen en niveles históricamente bajos**

El Banco Central redujo la tasa de política monetaria en 100pb entre diciembre y enero últimos, y luego la ha mantenido constante en 1,75%. Las tasas de corto plazo del sistema financiero siguieron la evolución de la tasa de política y, durante el primer semestre, tanto éstas como las de captación y colocación bancaria a 90 días cayeron 72pb (gráfico II.11). Las expectativas implícitas en la curva *forward*, reflejan aumentos esperados en la TPM de 80pb a seis meses, y de 120pb a nueve meses (gráfico II.12).

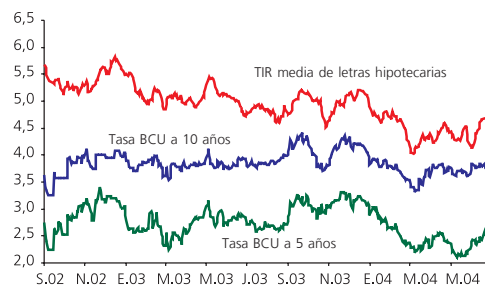
Las tasas de largo plazo cayeron durante el primer trimestre del año, situación que se revirtió parcialmente en el segundo trimestre, en forma coincidente con el cambio de las expectativas sobre la política monetaria

**Gráfico II.12**TPM, expectativas y curva *forward*  
(porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

de EE.UU. A comienzos de julio, las tasas de los bonos en UF a 5 y 10 años eran de 2,5% y 3,8%, respectivamente. Por su parte, las tasas de rendimiento de las letras para financiamiento hipotecario y de los bonos corporativos mostraron un comportamiento similar a la de los bonos del Banco Central, sin tendencias marcadas en los premios que pagan respecto de éstos, pese a la mayor volatilidad de las tasas de interés de largo plazo durante el segundo trimestre (gráficos II.13 y II.14).

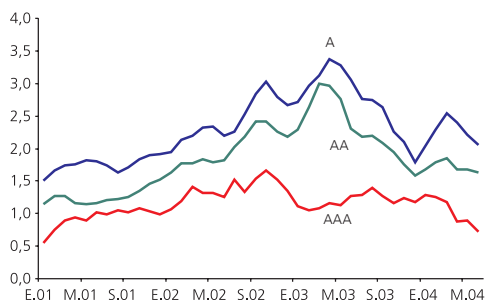
Las empresas continuaron emitiendo bonos en el mercado privado, por lo que el volumen de colocaciones durante el primer semestre de 2004 superó al observado en igual período de 2003. Este mayor volumen se explica por la emisión de bonos de largo plazo (25 años) de una empresa concesionaria de obras públicas (gráfico II.15), y porque la Tesorería continuó con el programa de emisión interna de bonos indizados a 20 años (BTU) iniciado en 2003 y emitió US\$200 millones durante el primer semestre de este año. Por otra parte, el Banco Central inició la emisión de bonos nominales a 10 años en junio de este año, lo que constituyó un avance importante para la extensión de la curva de retornos nominal y permitió avanzar en la nominalización del mercado financiero nacional. Cabe destacar que la tasa de 6,5% a la cual fueron licitados dichos bonos tiene implícitas expectativas inflacionarias que validan la credibilidad de la meta establecida por el Banco Central.

**Gráfico II.13**Tasas de interés de largo plazo  
(tasas diarias anualizadas)

Fuente: Banco Central de Chile.

Los índices de precios de acciones mostraron un comportamiento volátil en los primeros seis meses de este año, aunque en términos netos no presentaron variaciones de relevancia. Por una parte, el IGPA acumuló una rentabilidad nominal de 2,5% en este periodo, mientras que el índice selectivo IPSA una de -0,1%. Esta situación contrastó con lo observado en el segundo semestre de 2003, cuando dichos indicadores alcanzaron rentabilidades de 21% y 24%, respectivamente. Las correcciones de precios que se observaron durante el segundo trimestre coincidieron con las caídas en las bolsas de otras economías emergentes.

No obstante estos ajustes, las razones precio/utilidad se mantuvieron en niveles relativamente altos en términos históricos, lo que llevó a algunas empresas a realizar aperturas y colocaciones de nuevas emisiones en la bolsa. Entre enero y junio se registraron colocaciones de acciones y cuotas de fondos de inversión por un monto cercano a \$400 mil millones, más de cinco veces las colocaciones realizadas en el mismo período del último año<sup>2/</sup> (gráfico II.16).

**Gráfico II.14**Spread de bonos corporativos  
(puntos porcentuales)

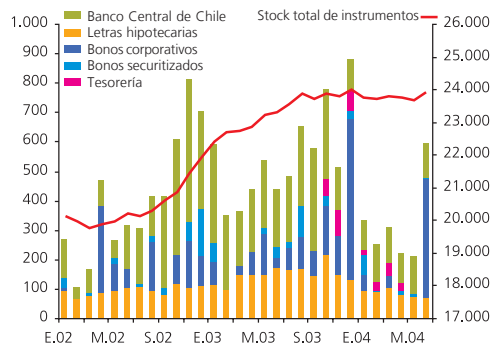
Fuente: Banco Central de Chile.

Asimismo, cabe destacar que los mercados secundarios de acciones y bonos han incrementado significativamente sus niveles de intermediación, lo que favorece la profundidad y liquidez de estos instrumentos y facilita la gestión de riesgos de los intermediarios financieros. Las transacciones en el mercado secundario de renta fija se incrementaron en el primer semestre en casi 50% respecto a igual período de 2003, impulsadas principalmente por las mayores transacciones de títulos del Banco Central, que superaron en más de 90% las del año anterior. El gran volumen de instrumentos de renta fija transado reflejó, en gran medida, los cambios en la composición de la cartera de los inversionistas

<sup>2/</sup> Sin considerar la emisión extraordinaria de una empresa del sector eléctrico en junio de 2003, por más de \$1.300 mil millones.

**Gráfico II.15**

Emisión de instrumentos de renta fija de largo plazo  
(miles de millones de pesos corrientes)



Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
Superintendencia de Valores y Seguros.

**Gráfico II.16**

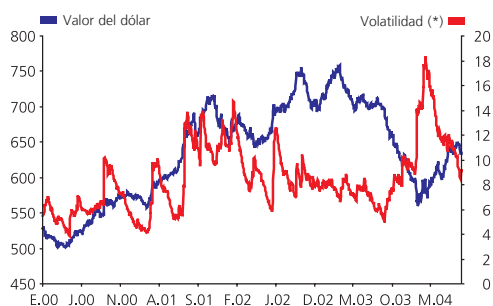
IPSA y relación precio/utilidad



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

**Gráfico II.17**

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



(\*) Método Risk Metrics.

Fuente: Banco Central de Chile.

institucionales (capítulo IV). Por su parte, las transacciones en los mercados accionarios también han aumentado como proporción del patrimonio bursátil, logrando, en el primer semestre de 2004, un promedio mensual 3,3% superior al observado en 2003.

El peso se depreció durante el primer semestre del año, con un aumento del valor del dólar desde un promedio de \$574 en enero hasta \$644 en junio, en contraste con la tendencia de apreciación que experimentó durante el año anterior. La evolución del tipo de cambio reflejó la reducción de las tasas de interés de corto plazo en Chile, así como el cambio en las expectativas sobre la política monetaria en EE.UU. y el impacto que esto tuvo en la gran mayoría de las economías emergentes. Durante el primer trimestre de 2004, la volatilidad del tipo de cambio experimentó un importante aumento con respecto a los niveles históricos, pero posteriormente se ha reducido hasta valores cercanos al 10% anual (gráfico II.17).

El volumen de contratos de cobertura cambiaria creció de manera importante con la mayor inversión en el exterior de los FP. Los contratos *forward*, tanto de compra como de venta, de agentes no bancarios sumaron, en el mercado nacional y externo, un valor de US\$32.618 millones a mayo de 2004, lo que dio cuenta de un crecimiento de 56% en doce meses (gráfico II.18). Los bancos, que actúan como contraparte de la mayoría de los contratos de inversionistas institucionales y que, además, realizan contratos con el exterior, sumaron posiciones activas y pasivas de US\$51.379 millones a mayo último, registrando un crecimiento de 29% en doce meses.

## II.2.2 Ejercicios de tensión

En esta versión del *Informe* se publican resultados de ejercicios de tensión efectuados sobre diversos agentes. Estos ejercicios tienen por objeto evaluar el impacto que tendría sobre la situación financiera actual de estos agentes, la concreción de uno o más *shocks* extremadamente adversos sobre variables macroeconómicas. Los ejercicios son de naturaleza estática, en el sentido que no incluyen efectos causados por los resultados del *shock* inicial.

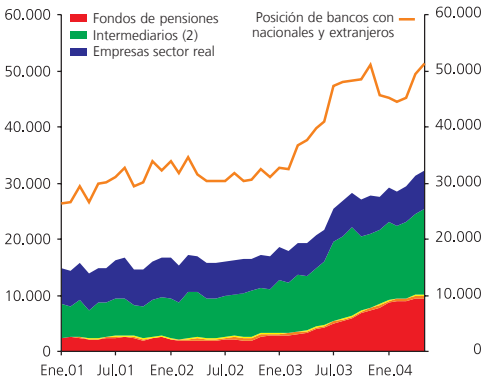
El uso de *shocks* extremadamente adversos no implica, en ningún caso, que ese escenario tenga una probabilidad significativa de ocurrencia. Por el contrario, el ejercicio busca establecer el impacto sobre los agentes de la materialización de escenarios extremos, aun cuando la relevancia de los mismos, en términos de probabilidad de ocurrencia, sea menor. No obstante, un escenario del todo imposible eliminaría la utilidad del ejercicio. Por ello, y para mantener un grado de plausibilidad de este escenario extremo, los valores que toman las variables clave en el escenario extremo se determinan en función de los máximos o mínimos históricos observados, o de los extremos de las distribuciones estadísticas de esas variables.

De acuerdo con los riesgos mencionados en este capítulo, la dirección de éstos apunta a un alza de las tasas de interés mayor que la esperada, riesgo proveniente del ajuste de la economía norteamericana. Una situación de turbulencia en los mercados financieros internacionales afectaría a la economía chilena si ésta implica una disminución de los



Gráfico II.18

Mercado local y externo de cobertura cambiaria: interés abierto (1)  
(millones de dólares corrientes)



(1) Interés abierto es la suma de las posiciones activa y pasiva de los agentes.  
(2) Bancos de inversión, agentes y corredores de valores.

Fuente: Banco Central de Chile.

flujos de financiamiento externo y una caída en los términos de intercambio. Ambos factores presionarían el tipo de cambio hacia una depreciación.

El tamaño del *shock* se determina en función del tiempo en que este podría afectar negativamente a distintos agentes. Este horizonte lo determina el tiempo en el que un determinado agente lograría cubrirse o cambiar su exposición a la variable en cuestión. En los ejercicios suponemos que para todos los agentes resulta costoso cambiar su exposición al riesgo de tasa de interés, por lo que los *shocks* relevantes se determinan en función de variaciones anuales observadas. Respecto al tipo de cambio, es normal suponer que los bancos pueden cambiar su posición en poco tiempo, por lo que las recomendaciones de mejores prácticas sugieren aplicar *shocks* en función de variaciones de diez días. No obstante, por tratarse estos de ejercicios de tensión sistémicos, en los que todos los bancos estarían intentando cubrir posiciones en la misma dirección al mismo tiempo, suponemos que la cobertura tomaría más tiempo, por lo que aplicamos *shocks* en función de variaciones trimestrales. Similar horizonte se utiliza para las empresas, mientras que para el gobierno consolidado usamos *shocks* medidos sobre variaciones anuales.

De este modo, para los ejercicios de tensión suponemos un gran *shock* al alza de la tasa de interés en Chile y en el extranjero (aumento de 550pb en la TPM por un año) y una devaluación extrema equivalente al 1% de su distribución (14% trimestral y 30% anual, ambos superiores a los máximos históricos observados). Tal alza de la tasa de interés reduciría el crecimiento del PIB de 5% a 1% en doce meses, según proyecciones del modelo macro del Banco Central. Además, suponemos un *shock* al precio del cobre de 1,5% de la distribución de las variaciones esperadas dado el nivel actual. Este *shock* implicaría un precio de 66 cts. de dólar la libra. De acuerdo a la metodología estándar para estos ejercicios, suponemos que los *shocks* ocurren una vez y se mantienen por todo un año.

# III. Sector real

## III.1 Empresas no financieras

Las empresas no financieras constituyen el principal destino de los flujos de financiamiento que intermedian los bancos e inversionistas institucionales establecidos en el país, así como también los bancos y otros inversionistas extranjeros. Las colocaciones del sector bancario a empresas no financieras concentran dos tercios de sus préstamos totales. Los bonos y acciones emitidos por estas empresas representan el 23% de la cartera de los inversionistas institucionales, y su deuda con acreedores externos las tres cuartas partes de la deuda externa total. Estos indicadores ilustran la importancia de la salud financiera de las empresas para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

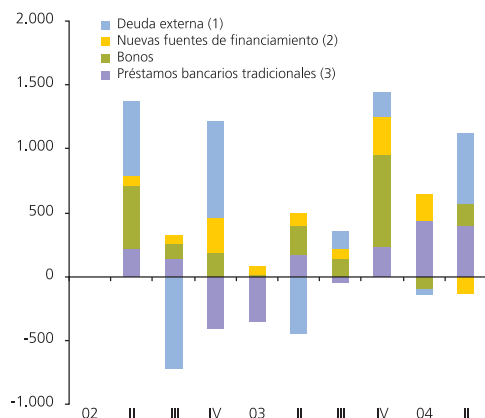
El análisis del sector empresas (SE) se aborda desde dos perspectivas: la primera, describe la evolución del endeudamiento total del sector a partir de información de los principales emisores de crédito y mercados de deuda; y la segunda, analiza el endeudamiento de las empresas en relación a otros componentes de sus estados financieros. Esta segunda perspectiva está limitada a aquellas empresas que hacen públicos sus estados financieros de manera regular. Las empresas con obligación de hacerlo son aquellas inscritas en el Registro de Valores (RV) de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)<sup>1</sup>, las que reportan trimestralmente sus FECU<sup>2</sup> a dicha entidad.

Pese a ser un número limitado, la relevancia de las empresas inscritas en el RV es alta. El conjunto concentra cerca del 18% de las colocaciones comerciales de la banca y el 19% de los depósitos a plazo realizados por empresas con fines de lucro. Por otra parte, representan, por definición, la totalidad de las empresas emisoras de instrumentos de oferta pública en el mercado local, y cerca del 50% del stock vigente de deuda externa de empresas.

El resto del SE es difícil de cubrir, ya que no está obligado a hacer públicos sus estados financieros. En este grupo se encuentran la mayoría de las empresas medianas y pequeñas, pero también algunas empresas grandes. No obstante, información del sistema bancario nos permitirá extender en el futuro el análisis a algunos grupos de estas empresas, en particular, hacia aquellos con relaciones de importancia con el sistema financiero.

**Gráfico III.1**

Evolución de las fuentes de financiamiento  
Cambio en stocks  
(miles de millones de pesos)



- (1) Deuda externa es convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del período.  
(2) Incluye: bonos securitizados con subyacente de origen no bancario, leasing, factoring y efectos de comercio.  
(3) Considera colocaciones comerciales y comercio exterior.

Fuentes:  
Elaboración a partir de información publicada por la SVS, SBIF y ACHEF.

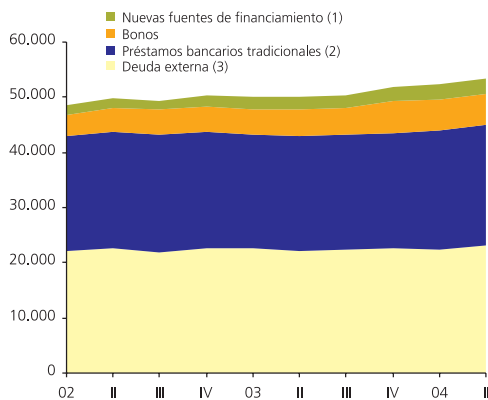
<sup>1/</sup> A mayo de 2004, 530 empresas tenían inscripciones vigentes en el RV de la SVS.

<sup>2/</sup> Ficha Estadística Uniforme Codificada. Contiene los siguientes estados financieros: balance, estado de resultados y estado de flujo de efectivo, y sus notas respectivas.



**Gráfico III.2**

Evolución de las fuentes de financiamiento  
(miles de millones de pesos)



(1) Incluye: bonos securitizados, leasing, factoring y efectos de comercio.

(2) Considera colocaciones comerciales y comercio exterior.

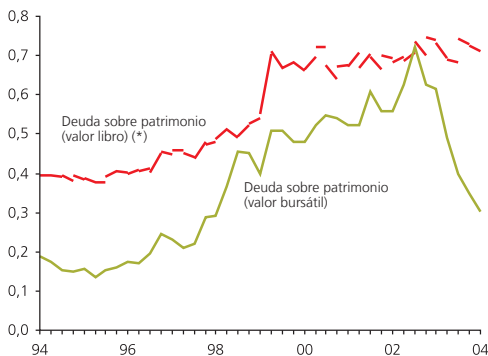
(3) Deuda externa es convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del período.

Fuente:

Elaboración propia a base de la información publicada por la SVS, SBIF y ACHEF.

**Gráfico III.3**

Razón deuda sobre patrimonio  
(veces)



(\*) La línea quebrada para esta serie representa la metodología de muestras pareadas utilizada para su confección. Esta consiste en mantener la muestra de empresas constante entre un trimestre y el siguiente, de manera de poder descomponer las variaciones entre cambios en la muestra—que explica los saltos en la línea—y la tendencia en cada período, representada por la pendiente de cada tramo.

Fuentes:

Elaboración a partir de información de las FECU y de la Bolsa de Comercio de Santiago.

**III.1.1 Endeudamiento del sector*****El endeudamiento global de las empresas creció durante el primer semestre del año***

La deuda bancaria, principal fuente de financiamiento de las empresas nacionales, acumuló a junio de 2004 un crecimiento real anual en doce meses de 4,5%, el cual se explica mayoritariamente por las colocaciones del primer semestre de este año. En su conjunto, los préstamos bancarios a las empresas alcanzaron poco más de \$23.400 mil millones a fines del segundo trimestre, correspondiente al 46% del financiamiento vía deuda del sector. Dentro de éste, cabe destacar el dinamismo que alcanzaron nuevas modalidades de financiamiento, como el factoraje y el *leasing*, de especial importancia para las pequeñas y medianas empresas. De acuerdo con fuentes de la industria<sup>3/</sup>, la evolución de los préstamos bancarios reflejó tanto el aumento en las solicitudes de crédito que realizaron las empresas como también las mejores condiciones para su otorgamiento.

Al igual que el crédito bancario, el monto de endeudamiento de las empresas a través de bonos y otros títulos de deuda mostró una evolución positiva durante la primera mitad del año, en línea con las favorables condiciones de tasas de interés y premio que se observaron durante ese período. Las colocaciones de nuevos bonos<sup>4/</sup> en los primeros seis meses del año sumaron poco más de \$390 mil millones, 31,8% superiores que las efectuadas el año pasado en igual período, y correspondieron, en su mayoría, a financiamiento de proyectos de infraestructura y, en menor medida, al refinanciamiento de pasivos. Asimismo, se observó un aumento de las colocaciones de efectos de comercio, deuda negociable de corto plazo y bonos securitizados<sup>5/</sup> (gráficos III.1 y III.2).

En contraste con el dinamismo observado en el mercado nacional, durante el primer semestre de este año, el *stock* de financiamiento proveniente del exterior no experimentó mayores variaciones. A junio de 2004, la deuda externa de empresas, de US\$ 33.241 millones, fue similar a la observada a fines de 2002. El mayor dinamismo de los créditos comerciales asociados a comercio exterior y de la colocación de bonos en el mercado externo observado en este período se vieron compensados por caídas en el endeudamiento de filiales con sus matrices extranjeras y en los préstamos bancarios con el exterior.

En términos globales, el endeudamiento de las empresas no financieras mostró una aceleración durante el primer semestre del año, creciendo 1,6% con respecto a diciembre de 2003. En el caso de las empresas inscritas en el RV, su nivel de endeudamiento medido sobre el valor libro de su patrimonio, no experimentó variaciones significativas durante el primer trimestre del año, manteniendo un nivel similar al observado desde 1999 en torno a 0,7 veces (gráfico III.3). El nivel de endeudamiento de las empresas

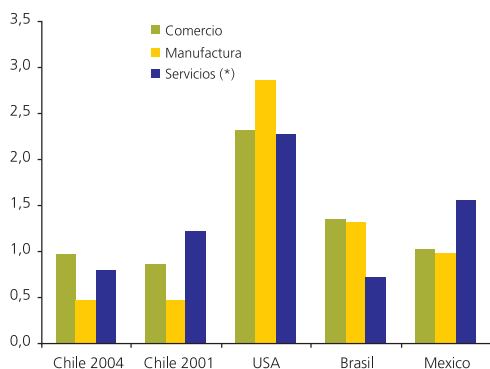
<sup>3/</sup> Sexta Encuesta sobre el Crédito Bancario, mayo de 2004, Banco Central.

<sup>4/</sup> Cifra no considera emisiones de bonos securitizados.

<sup>5/</sup> Se consideran solo aquellos instrumentos cuyo subyacente proviene de empresas no financieras.

**Gráfico III.4**

Razón deuda sobre patrimonio, comparación internacional (2001, veces)



(\*) Servicios incluye los siguientes sectores: generación, transmisión y suministro de energía eléctrica, servicios de telecomunicación, servicios de transporte aéreo, marítimo, rodoviario y por ferrocarril.

Fuente: Elaboración a partir de información de las FECU y de Bravo y Pardo (2004), «Análisis comparativo de estructuras financieras de cuatro industrias base en Latinoamérica y Estados Unidos», borrador, FACEA, U. de Chile.

nacionales es moderado en comparación con parámetros internacionales. Así por ejemplo, la proporción de deuda de empresas nacionales operando en diversos sectores económicos es inferior a la de sus pares mexicanas y brasileñas, y muy inferior a lo que se observa para las firmas norteamericanas (gráfico III.4).

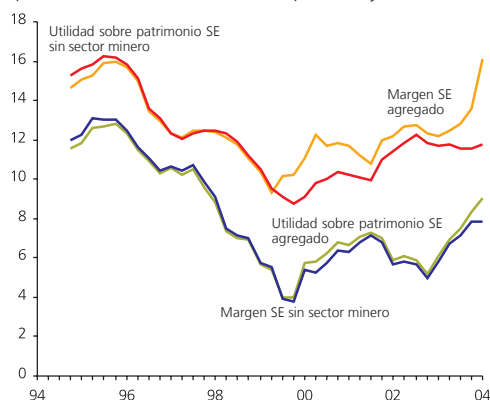
### III.1.2 Empresas del Registro de Valores de la SVS

#### *Aumenta la rentabilidad de las empresas, impulsada por mejores condiciones externas y menor costo de financiamiento*

Durante el primer trimestre de 2004, la rentabilidad patrimonial<sup>6/</sup> de las empresas que publican balances financieros fue de 11,7% en términos anuales, el valor más alto registrado desde principios de 1997, y su margen operacional<sup>7/</sup> alcanzó a 18,2% de las ventas, el mayor valor observado desde 1994. Esta favorable evolución se apoyó principalmente en los mejores resultados del sector minero y en el mayor precio que registró el cobre en los mercados internacionales (gráfico III.5). Los resultados de otros sectores también mostraron mejoras, aunque más moderadas, destacándose el desempeño de la industria manufacturera, con una rentabilidad de 10,9%. Por su parte, el costo de financiamiento de las empresas nacionales continuó disminuyendo durante el primer trimestre de 2004, en línea con la evolución de las tasas de interés internas y externas, y, en el caso de las empresas inscritas en el RV, alcanzó a 6,4% anual, el menor nivel observado durante la última década.

**Gráfico III.5**

Rentabilidad y márgenes del SE (promedio móvil de 4 trimestres, porcentaje)



Fuente: Elaboración a partir de información de las FECU.

#### *Mejoran los indicadores de capacidad financiera de las empresas nacionales*

La recuperación de los márgenes operacionales, en combinación con menores costos de financiamiento y estabilidad de la deuda total, han traído una mejora en la posición financiera de las empresas del RV. El indicador de cobertura de intereses<sup>8/</sup>, que entrega una medida de la holgura con que la capacidad generadora de flujos de una empresa le permite cubrir sus obligaciones financieras, alcanzó a 7,1 veces durante el primer trimestre del año (gráfico III.6). La liquidez de estas empresas, medida por la razón ácida<sup>9/</sup>, también mostró una recuperación generalizada en este periodo (gráfico III.7). El porcentaje de sociedades inscritas en el RV que presentan pérdidas cayó desde 24% a 21% en el mismo trimestre (gráfico III.8), en tanto que la proporción de firmas que se ubican simultáneamente en los quintiles inferiores de rentabilidad y liquidez y en el quintil superior de endeudamiento, bajó desde 9% a 5% en igual periodo (gráfico III.9).

La evolución de estos indicadores financieros es coherente con la evolución del número de quiebras de empresas, que durante el primer semestre del presente año disminuyó 31,3% respecto de igual periodo del año anterior. Asimismo, las clasificaciones de riesgo asociadas a los instrumentos de

<sup>6/</sup> Medida por la razón utilidad del ejercicio sobre patrimonio.

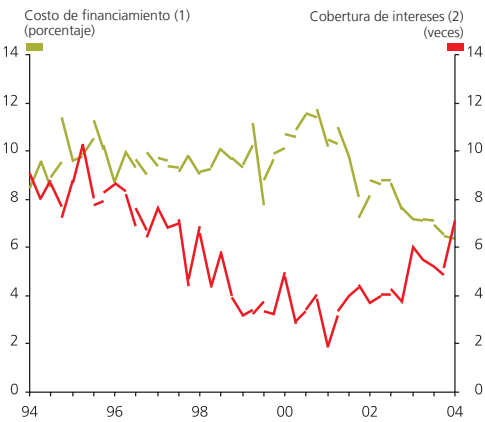
<sup>7/</sup> Definido como ingresos de explotación menos costos de explotación.

<sup>8/</sup> Definido como EBITDA sobre gastos financieros.

<sup>9/</sup> Definida como (activos circulantes menos existencias) sobre pasivos circulantes.

Gráfico III.6

Costo de financiamiento y cobertura de intereses



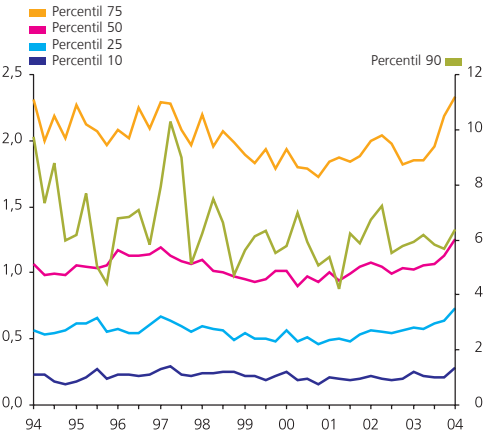
(1) Calculado como gastos financieros sobre deuda que paga intereses.  
(2) Definido como EBITDA sobre gastos financieros.

Fuente: Elaboración a partir de información de las FECU.

Gráfico III.7

Evolución de la razón ácida (\*)

(veces)



(\*) (activo circulante – existencias)/ pasivo circulante.

Fuente: Elaboración a partir de información de FECU.

deuda emitidos por las empresas se mantuvieron prácticamente estables durante este período (tabla III.1).

Tabla III.1

Evolución de las clasificaciones de riesgo (1)

	Nº empresas	% sobre nº empresas	% sobre deuda vigente (2)	Cambios promedio (3)
Baja clasificación	1	1,5	0,2	1
Mantiene clasificación	62	95,4	99,6	
Sube clasificación	2	3,1	0,2	1

(1) Estimación para el período dic.03 - may.04.

(2) Deuda del conjunto de empresas con clasificación de riesgo.

(3) Cambios medidos en notches.

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

III.1.3 Perspectivas y ejercicios de tensión

El mayor dinamismo de la demanda interna y el buen desempeño de las exportaciones hacen prever que las utilidades y los márgenes operacionales de las empresas continuarán mejorando durante los meses siguientes. Esta apreciación es coherente con las expectativas empresariales medidas por el IMCE<sup>10/</sup>. Si bien los mercados esperan que las tasas de interés internas y externas experimentarán un aumento en los próximos trimestres, esta trayectoria sería gradual y moderada, y en paralelo con las mejoras en los flujos operacionales de las empresas. En consistencia con estas expectativas, ejercicios de tensión para las empresas que publican sus estados financieros indican que un aumento de las tasas de interés según lo esperado por el mercado (sección II.2) llevaría a una caída marginal en el indicador de cobertura de intereses, desde 7,1 a 6,9 veces. Con todo, se estima que el riesgo de crédito asociado a las empresas debiera continuar disminuyendo en lo que resta de este año, lo que, en conjunto con el aumento previsto en la inversión privada, debiera llevar a un mayor ritmo de crecimiento de la deuda privada durante los próximos trimestres.

Aumento de la tasa de interés

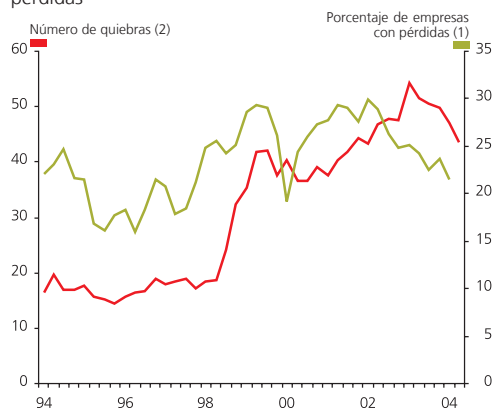
Este análisis cuantifica el impacto de un aumento de la tasa de interés sobre la capacidad de servicio de la deuda del SE. Para efectos del ejercicio, se aplicó un alza de 550pb (sección II.2). Adicionalmente, se incluyó una caída del resultado operacional de 20%, dado que un aumento significativo de las tasas de interés está generalmente asociado a una menor actividad económica. Esta caída se obtiene a partir de correlaciones históricas, como la máxima observada para el nivel de crecimiento del producto resultante del alza de tasa de interés. Finalmente, se cuantificó, en forma individual para las empresas de la muestra, el impacto que estas variaciones tendrían sobre el indicador de cobertura de intereses.

Para las empresas inscritas en el RV, el efecto neto sería de una disminución del indicador de cobertura desde el 7,1 observado al primer trimestre de 2004 a 5,2 veces, un trimestre después, cifra muy superior al mínimo de 1,9 veces registrado a principios de 2001 (gráfico III.10). Asimismo, el porcentaje de la deuda bancaria que se concentra en las empresas con una

<sup>10/</sup> Índice mensual de confianza empresarial.

**Gráfico III.8**

Evolución del número de quiebras y de empresas con pérdidas

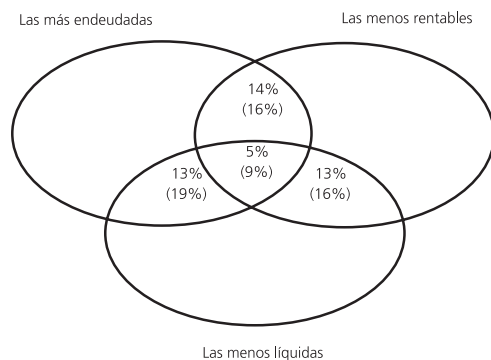


(1) Empresas inscritas en el RV de la SVS.  
(2) Universo de empresas. Promedio trimestral.

Fuentes: Elaboración a partir de información de las FECUS y de la Superintendencia de Quiebras.

**Gráfico III.9**

Intersección de indicadores financieros (1) (2) (3)  
2003-2004



(1) Porcentajes en relación a quintiles.  
(2) Porcentajes calculados a marzo 2004. Cifras entre paréntesis corresponden a marzo de 2003.  
(3) Endeudamiento, rentabilidad y liquidez son medidos a través de los siguientes indicadores financieros, respectivamente: pasivo exigible sobre activos, utilidad del ejercicio sobre activos, razón ácida.

Fuente: Elaboración a partir de información de las FECU.

posición financiera débil experimentaría un moderado aumento. Al primer trimestre de 2004, sólo el 4,0% de la deuda que mantenían las empresas inscritas en el RV con la banca local se encontraba en firmas cuyo indicador de cobertura de intereses estaba bajo 1. Este porcentaje se incrementaría a 6,2% por efecto del alza de la tasa de interés y la caída en el resultado operacional descritas (gráfico III.11). Estos créditos representan el 0,4% de los activos totales del sistema bancario. En el caso de los emisores de bonos, también se producen cambios mínimos en la proporción de deuda en manos de empresas con un indicador de cobertura de intereses inferior a 1, que pasa de 10,1%<sup>11</sup> a 11,4%. Para la deuda externa, en tanto, el porcentaje en manos de empresas con el indicador de cobertura bajo 1 sube desde 14,8%<sup>12</sup> a 20,7%. Este aumento está principalmente explicado por compañías del sector eléctrico que aún se encuentran con un perfil financiero ajustado, después de un proceso de reestructuración de pasivos concluido en forma exitosa. Por último, la rentabilidad de las empresas, medida como utilidad antes de impuestos sobre activos, cae en términos agregados de 6,3% a 5,9% anual.

Los resultados del ejercicio expuestos permiten inferir que es improbable que un aumento en las tasas de interés y una caída del resultado operacional —como los supuestos en el presente ejercicio— pudieran deteriorar en forma importante la capacidad de pago del SE como un todo. El efecto de dicho aumento quedaría acotado a un pequeño grupo de empresas que se encuentran en una posición financiera más débil y cuyo deterioro no representa un factor de riesgo sistémico para la banca y otros intermediarios financieros.

### Alza del tipo de cambio

Para cuantificar el impacto sobre el SE de un *shock* de tipo de cambio, se consideró tanto la información de activos y pasivos en moneda extranjera (M/E) que mantienen las empresas de la muestra, como la de flujos en M/E vinculados a su actividad económica. Los flujos netos en M/E fueron calculados en forma individual para cada empresa de la muestra, a partir de información de exportaciones, importaciones y gastos financieros asociados a la deuda en M/E mantenida por éstas. Cabe notar que esta es una aproximación del efecto sobre las empresas de un *shock* cambiario. Tal *shock* puede afectar a las empresas por la vía del impacto de las variaciones cambiarias sobre precios de bienes transables, por ejemplo, sin necesidad de que tengan operaciones en M/E.

El ejercicio se aplica sobre la muestra de empresas inscritas en el RV, excluyendo a aquellas que llevan su contabilidad en dólares<sup>13</sup>.

<sup>11</sup>/ De este porcentaje, 9,5 puntos porcentuales corresponden a bonos de empresas que se encuentran desarrollando importantes planes de inversión, y cuyos bonos cuentan con clasificación AAA.

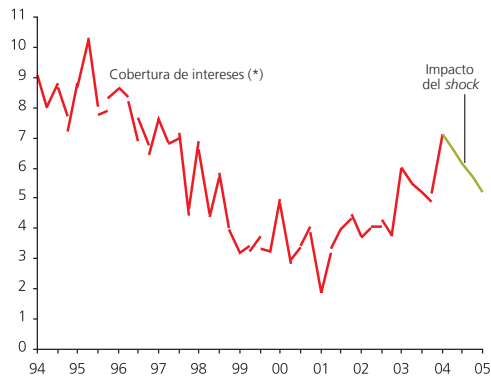
<sup>12</sup>/ De este porcentaje, 10,7 puntos porcentuales corresponden a deuda de empresas que se encuentran desarrollando importantes planes de inversión. En todos los casos, la clasificación de los bonos de estas empresas es AAA.

<sup>13</sup>/ Se excluyen las empresas con contabilidad en dólares, ya que se considera que éstas tienen una cobertura natural frente a variaciones cambiarias, con activos y pasivos cuyo valor depende del tipo de cambio.

**Gráfico III.10**

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

(porcentaje)



(\*) Definido como EBITDA sobre gastos financieros.

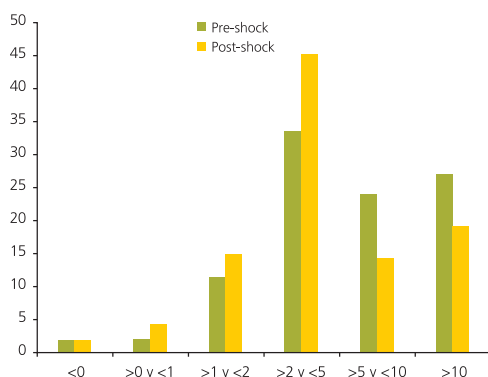
Fuente: Elaboración a partir de información de las FECU y de la SBIF.

El ejercicio mide los efectos de una devaluación sobre resultados y capacidad de pago de las empresas, los que se originan tanto por la posición activa o pasiva neta como por el signo de los flujos netos en M/E. Este segundo efecto se supone que dura sólo un trimestre, ya que se estima que al cabo de ese tiempo la empresa podrá haber hecho ajustes para adaptarse al nuevo nivel de tipo de cambio. De este modo, el ejercicio considera un alza permanente de 14% en el tipo de cambio, *shock* relevante en relación a las variaciones trimestrales de esta variable (sección II.2).

Los datos de balance para la muestra utilizada revelan que los pasivos en M/E superan a los activos en dicha moneda en una magnitud cercana a los US\$4.700 millones. En términos de flujo, en tanto, los egresos en M/E superan a los ingresos en dicha moneda. Si bien esto parece contradictorio con el hecho de que el SE como un todo tiene exportaciones que superan sus egresos en M/E, las exportaciones se encuentran concentradas en un número reducido de empresas, por lo que en la gran mayoría de las firmas con operaciones de comercio exterior los egresos superan los ingresos en M/E<sup>14/</sup>. Lo anterior implica que una depreciación del peso tendría un impacto mayoritariamente negativo sobre el sector. En particular, el efecto de un alza del tipo de cambio como la propuesta en el ejercicio tendría un impacto moderado en el indicador de cobertura, que caería desde un nivel de 5,5 veces observado para este subconjunto en marzo de 2004, a 5,1 un trimestre después.

**Gráfico III.11**

Ejercicio de tensión de tasa de interés: distribución de deuda bancaria local en torno al indicador de cobertura (porcentaje)



Fuente: Elaboración a partir de información de las FECU y de la SBIF.

Se observó también la redistribución de la deuda que el *shock* aplicado produce en términos del indicador de cobertura de intereses. En relación con la deuda bancaria, la proporción de la misma en manos de empresas con indicador de cobertura inferior a 1 experimenta un alza leve, pasando de 4,0% a 4,2% del total de la deuda que las empresas inscritas en el RV mantiene con la banca local. Para las firmas emisoras de bonos en el mercado nacional, en tanto, se observa también una ligera alza, ya que la proporción de instrumentos emitidos por firmas con un indicador inferior a 1 pasa de 10,1% a 11,4%<sup>15/</sup>. Por último, en el caso de la deuda externa, la proporción de la misma perteneciente a las empresas de la muestra con un indicador de cobertura menor a 1 subió de 14,7% a 16,0%<sup>16/</sup>.

En cuanto al efecto de un alza del tipo de cambio como la planteada sobre la rentabilidad de las empresas de la muestra, éste es de un descenso de la razón utilidad antes de impuesto sobre activos desde 6,3% a 5,9%. Dicha caída considera tanto el impacto en términos de flujos como el ajuste contable debido al deterioro que en términos de balance produce la depreciación del peso.

Finalmente, se evaluó el impacto simultáneo de los *shocks* de tasa de interés y tipo de cambio sobre la rentabilidad y capacidad de pago del SE. En términos agregados, se observó una caída de la razón utilidad antes de impuestos sobre activos de 6,3% a 5,6%, cifra por sobre el mínimo de

<sup>14/</sup> Estimación sobre la base de información de Aduanas sobre exportaciones e importaciones para el año 2003, por montos superiores a US\$10.000. Para este conjunto de empresas, el 72% de las mismas son exclusivamente importadoras.

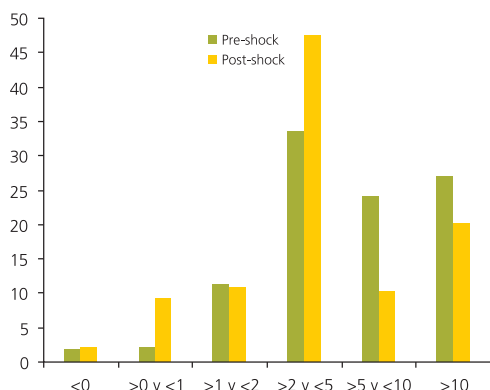
<sup>15/</sup> Ver nota 11.

<sup>16/</sup> Ver nota 12.

**Gráfico III.12**

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

(porcentaje)



Fuente: Elaboración a partir de información de las FECU y de la SBIF.

**Tabla III.2**

Variación porcentual real últimos 12 meses de la deuda de hogares, según componente

	2003					2004
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.		Mar.
Deuda hipotecaria	12,4	15,3	15,0	14,4		12,2
Bancario hipotecario	8,4	12,1	12,0	12,4		12,6
Hipotec. no bancario	48,8	43,2	40,9	29,8		9,5
Deuda de consumo	14,6	13,8	16,5	19,3		20,8
Bancario consumo	11,5	12,1	15,3	16,7		17,4
Casas comerciales	30,5	27,9	22,1	29,3		30,5
CCAF	11,4	11,6	16,1	22,0		24,3
Coop. ahorro y créd.	15,6	17,5	21,6	25,0		28,0
Otros no bancarios (*)	11,0	7,8	11,2	11,4		14,9
Total no bancarios	25,5	22,2	23,4	24,1		20,5
Total bancarios	9,3	12,1	13,0	13,8		14,1
Total	13,3	14,7	15,7	16,5		15,9

(\*) Incluye deuda universitaria, compañías de seguros de vida y créditos automotrices.

Fuentes:  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
Superintendencia de Valores y Seguros.  
Superintendencia de Seguridad Social.  
Asociación de Cooperativas de Ahorro y Crédito.

2,3% observado a mediados de 1999, y un descenso del indicador de cobertura desde 7,1 a 4,6. En términos de deuda, los *shocks* combinados producirían una redistribución significativa del indicador de cobertura, que implicaría que el porcentaje de deuda con bancos locales en manos de empresas con un indicador de cobertura menor a 1 pase de 4,0% a 11,2% (gráfico III.12). No obstante, cabe señalar que el 65% del alza observada se explica por una sola empresa.

## III.2 Sector hogares

La deuda total estimada de los hogares alcanzó a \$14.000 miles de millones en marzo de 2004, equivalente a cerca del 28% del PIB. De este total, alrededor del 70% correspondió a deuda bancaria, con más de 500.000 deudores. La exposición de los bancos a este sector es cercana al 30% de sus activos, con una tendencia creciente.

**Deuda total de los hogares continúa creciendo más que sus ingresos y préstamos de consumo muestra tasas récord de expansión**

A marzo de 2004, la deuda total de los hogares mostró un crecimiento real de 15,9% a/a, levemente inferior a la alta tasa de crecimiento registrada en diciembre de 2003 (tabla III.2). La deuda de consumo continuó acelerándose hasta alcanzar una tasa de 20,8% a/a, donde la deuda de la mayoría de los emisores de crédito no bancarios creció a tasas superiores que la de los bancos. Los créditos hipotecarios crecieron a 12,2% a/a, algo inferior a los crecimientos en doce meses observados en 2003.

Los bancos siguieron siendo la principal fuente de crédito para las familias, 72% del total, si bien su importancia relativa disminuyó ante el aumento de otras fuentes de financiamiento, como CSV, casas comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, cajas de compensación y comerciales automotrices (tabla III.3).

**Tabla III.3**

Composición del stock de deuda de hogares

(porcentaje sobre el total)

	Dic.00	Dic.01	Dic.02	Dic.03	Mar.04
Deuda hipotecaria					
Hipotecario bancario	55,2	53,9	51,4	49,6	48,7
No bancario	n.d.	4,7	5,8	6,5	7,2
Deuda de consumo					
Consumo bancario	25,6	23,8	23,5	23,4	23,9
Casas comerciales	2,5	3,5	5,1	7,6	8,0
Cooperativas de ahorro y crédito	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3
C.C.A.F	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0
Compañías de seguros	-	-	-	0,03	0,04
Deuda universitaria	6,0	6,0	5,8	5,2	5,3
Crédito automotriz no bancario	-	0,8	0,9	1,2	1,2
Total (miles de millones de pesos Dic. 2003)	9.373	10.276	11.617	13.633	13.914
(%) Ingreso disponible hogares	33,8	35,4	39,0	43	43,7
(%) no bancario	13,8	20,7	23,4	26,6	28,0

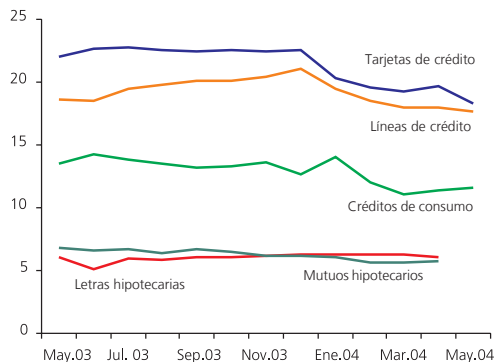
Fuentes:  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
Superintendencia de Valores y Seguros.  
Superintendencia de Seguridad Social.  
Asociación de Cooperativas de Ahorro y Crédito.  
Ministerio de Educación.



**Gráfico III.13**

Tasas de interés promedio (ponderado por monto), según tipo de operación (\*)

(porcentaje)



(\*) Las tarjetas y líneas de crédito y los créditos de consumo, corresponden al promedio ponderado por monto de las operaciones no reajustables en moneda nacional a más de 90 días, de montos entre 0 y 200 UF.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

A marzo de 2004, la deuda de los hogares alcanzó a 44% de su ingreso disponible. Esta magnitud es inferior al 118% observado para una muestra de países desarrollados para el año 2003<sup>17/</sup>. Por otra parte, la carga financiera, que se compone de pago de intereses y amortización del capital, se estimó en 13,2% del ingreso disponible anual de los hogares. Pese al sostenido incremento de la deuda durante los últimos cuatro años, la reducción de las tasas de interés ha permitido reducir el componente pago de intereses, el que a marzo último se estimó en 5,6% del ingreso anual. Sin embargo, la madurez promedio de la deuda se ha reducido como consecuencia del mayor crecimiento de los préstamos de consumo, aumentando el componente de amortización de capital a cerca de 7,2% del ingreso disponible anual.

### **Condiciones macroeconómicas favorecen condiciones de acceso al crédito de los hogares**

Las mejores condiciones macroeconómicas (crecimiento del producto y nivel de empleo) y las bajas tasas de interés han contribuido en forma importante a mejorar las condiciones de acceso al crédito de los hogares (gráfico III.13). Las tasas de interés de las líneas de sobregiro, tarjetas de crédito y créditos de consumo han caído durante los últimos meses y, en menor medida, también lo han hecho las tasas de interés de los créditos hipotecarios. Asimismo, los indicadores de riesgo de los créditos bancarios a hogares, tanto el gasto como el acervo de provisiones y los índices de morosidad, siguen una trayectoria decreciente por varios meses (gráfico III.14).

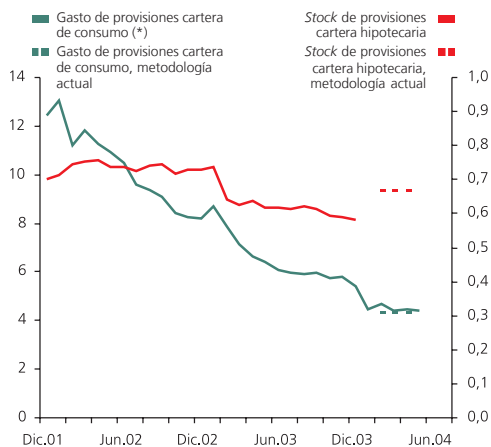
Un desarrollo interesante del último año ha sido el crecimiento de los créditos hipotecarios a tasa variable. La falta de información desagregada impide determinar la magnitud exacta del mismo. Sin embargo, la categoría contable en la que ellos se registran en el sistema bancario (junto con otros créditos hipotecarios distintos de letras y mutuos endosables) muestra un crecimiento acelerado de su participación en el total de créditos hipotecarios desde comienzos de 2003 (gráfico III.15). En el período enero-junio de 2004, esta categoría de créditos explicó el 90% del crecimiento de los créditos hipotecarios. Este desarrollo implica un cambio en los factores que determinan el riesgo de esta cartera de créditos. La tasa de interés afectará al riesgo de crédito a través de este canal.

La carga financiera de los hogares no se ve significativamente afectada por cambios importantes en la tasa de interés. El ejercicio de tensión, de un alza de 550pb en la tasa de interés sobre la carga financiera de la deuda por consumo (el componente más importante de la carga financiera total por su corta duración), muestra un incremento estimado de cerca de 21pb en la carga financiera anual de la deuda de consumo sobre el ingreso disponible. Es decir, la carga financiera pasaría de 13,2% a 13,4% del ingreso disponible de los hogares.

**Gráfico III.14**

Indicadores de riesgo de carteras de consumo y vivienda, sector bancario

(porcentaje)



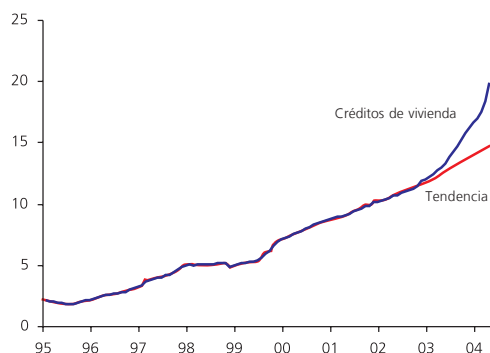
(\*) Este indicador se construyó a partir de una muestra reducida de bancos, representativa del mercado de créditos de consumo.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

<sup>17/</sup> La muestra incluye a EE.UU., Canadá, Japón, Australia, Reino Unido, Alemania, Francia, Holanda, Suecia, Noruega, Dinamarca, Nueva Zelandia y España.

**Gráfico III.15**

Créditos de vivienda distintos de letras hipotecarias o mutuos hipotecarios endosables sobre total de colocaciones hipotecarias (porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

### III.3 Gobierno consolidado

*El análisis del Sector Gobierno Consolidado, que incluye al Gobierno Central y al Banco Central, busca determinar los efectos que su desempeño financiero puede tener sobre la evolución y volatilidad del costo del financiamiento interno y externo de la economía chilena, y, por esta vía, sobre la estabilidad financiera.*

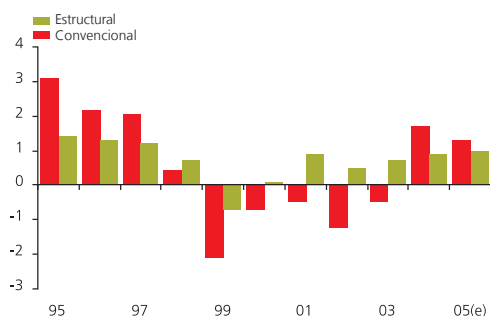
#### **Se proyecta una reducción de la deuda neta del Gobierno Consolidado durante el bienio 2004-2005**

Considerando el escenario macroeconómico (capítulo II) y la aplicación de la regla fiscal vigente de superávit estructural, se estima que la situación financiera del Gobierno Consolidado mejorará durante este y el próximo año. El elevado precio que ha alcanzado el cobre en lo que va corrido del año ha incrementado significativamente los ingresos del Gobierno Central por este concepto. Basado en las proyecciones del *Informe de Política Monetaria* de mayo de 2004, se estima que el flujo neto efectivo del Gobierno Central será superavitario, en torno a 1,6% del PIB durante 2004 y algo superior a 1% en 2005. Esta proyección supone el cumplimiento de la regla de superávit fiscal estructural, lo que significa el ahorro de todos aquellos ingresos fiscales transitorios, bien sea porque el producto efectivo supera el potencial o porque el precio del cobre está por encima del precio de referencia o de largo plazo.

El Banco Central, en tanto, presentaría un déficit del orden de 0,1% y 0,3% del PIB durante los próximos dos años, respectivamente, como consecuencia de la estructura de activos y pasivos que adquirió a partir de la crisis financiera de principios de los ochenta y de la política cambiaria de los noventa. En efecto, los activos, reservas internacionales y pagarés fiscales, tienen una rentabilidad inferior al costo de los pasivos, mayoritariamente deuda interna emitida en UF y en pesos.

**Gráfico III.16**

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



(e) Estimaciones propias.

Fuentes:  
Ministerio de Hacienda.  
Banco Central de Chile.

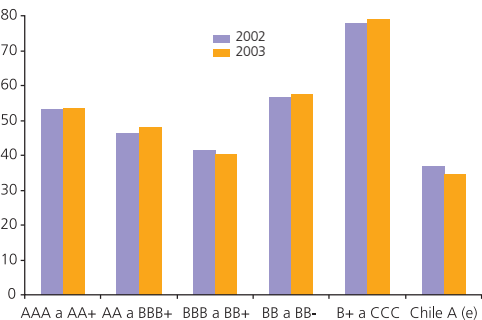
El déficit del Banco Central, descontados los recursos que se obtienen a través del aumento de la demanda por emisión (cerca de 0,3% del PIB), llevará a que su deuda neta como porcentaje del PIB se ubique en torno a 0,5% en ambos años. Este resultado en conjunto con los flujos netos positivos proyectados para el Gobierno Central, permiten proyectar una disminución de la deuda neta del Gobierno Consolidado durante el bienio 2004-2005. No obstante, esta proyección de menor deuda neta no implica que no se observen nuevas emisiones de deuda del Gobierno Central en el futuro. Estas pueden ocurrir para sustituir pasivos existentes, cubrir vencimientos y/o por manejo de liquidez (gráfico III.16).

Con todo, la deuda bruta del Gobierno Consolidado se ubicará en 2004 y 2005 en 32% y 29% del PIB, respectivamente, manteniendo la tendencia decreciente observada en los últimos 3 años y que resulta inferior a la de otros países con clasificación de riesgo soberano similar o superior (gráfico III.17). Lo mismo ocurre cuando se compara la deuda como proporción de los ingresos del Gobierno Consolidado. La deuda neta del Gobierno Consolidado se estima que mostrará, a su vez, una reducción del orden de 2% del PIB en 2004, para situarse cerca del 5,2% del producto (gráfico III.18).



Gráfico III.17

Deuda bruta como proporción del PIB  
(porcentaje)



(e) A base de estimaciones propias.

Los países considerados en cada grupo son:

AAA a AA+: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Luxemburgo, Nueva Zelanda, Noruega, Singapur, Suecia, Suiza, Reino Unido, EEUU.

AA a BBB+: Arabia Saudita, Bahamas, Bahrein, Barbados, Bermuda, Botswana, R. Checa, Chile, China, Chipre, Corea, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Grecia, Hungría, Italia, Islandia, Israel, Japón, Kuwait, Letonia, Lituania, Malasia, Malta, Polonia, Portugal, Qatar, Taiwán, Trinidad y Tobago.

BBB a BB+: Bulgaria, Croacia, Egipto, El Salvador, Kazajistán, México, Omán, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Túnez.

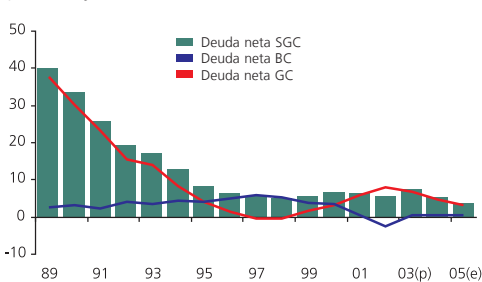
BB a BB-: Colombia, Costa Rica, Filipinas, Guatemala, India, Jordania, Marruecos, Panamá, Perú, Rumania, Vietnam.

B+ a CCC: Belice, Bolivia, Brasil, República Dominicana, Ecuador, Indonesia, Jamaica, Líbano, Paquistán, Papúa NG, Turquía, Ucrania, Uruguay, Venezuela.

Fuentes: Moody's y Standard & Poor's.

Gráfico III.18

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



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

Fuentes:  
Ministerio de Hacienda.  
Banco Central de Chile.

El bajo nivel de la deuda, junto con el cumplimiento de la regla fiscal y la mejora en los ingresos fiscales, han llevado a una favorable percepción de los mercados financieros internacionales sobre la situación de las finanzas públicas en Chile. En enero del 2004, *Standard & Poor's* mejoró la clasificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera de Chile desde A- a A, en reconocimiento de la “prudente administración económica que está modernizando las instituciones públicas y fortaleciendo su estructura financiera”<sup>18</sup>/. Por su parte, *Fitch* y *Moody's* también han destacado la solidez fiscal del país, aunque han mantenido estable la clasificación de riesgo (tabla III.4). Acorde con estas favorables percepciones respecto de Chile, el premio soberano se ha mantenido relativamente estable, en los niveles históricamente bajos (80 a 90pb) alcanzados desde fines del año pasado.

Tabla III.4

Clasificación de bonos soberanos

	2003				2004			
	Interna		Externa		Interna		Externa	
	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo
S&P	A-1+	AA	A-1	A-	A-1+	AA	A-1	A
Moody's				Baa1				Baa1
Fitch		A+	F1+	A-		A+	F1+	A-

En enero del presente año, el Gobierno aprovechó las favorables condiciones de los mercados financieros internacionales para colocar un bono soberano a 4 años, por un monto de US\$600 millones, con un premio de 43pb. Por otra parte, desde fines del año pasado, el Gobierno Central ha comenzado a colocar parte de su deuda en el mercado interno a través de emisiones de bonos en UF a 20 años. Durante el cuarto trimestre de 2003 se emitieron US\$360 millones, y en lo que va corrido de 2004 se han emitido algo menos de US\$200 millones en bonos domésticos (BTU20).

**La posición financiera del Gobierno Consolidado es robusta ante cambios adversos en el escenario macroeconómico**

La variabilidad del precio del cobre es la principal fuente de fluctuaciones para las proyecciones del Gobierno Central<sup>19</sup>/. Dados los actuales volúmenes de exportación, por cada centavo de dólar de mayor precio del cobre, los ingresos fiscales aumentan en aproximadamente US\$40 millones (0,04% del PIB). Otro factor importante es el tipo de cambio. El Gobierno Consolidado es superavitario en dólares, tanto en términos de flujos como de la composición de sus activos netos. Con relación a los flujos, tanto el Gobierno Central como el Banco Central tienen flujos netos de moneda extranjera positivos. En *stocks*, el Gobierno Consolidado es acreedor neto en dólares, ya que la posición acreedora del Instituto Emisor

<sup>18</sup>/ “Chile: Highly Rated but Lonely”, *Standard & Poor's Research*, julio de 2004.

<sup>19</sup>/ El precio del cobre genera efectos en las finanzas públicas a través de los ingresos transferidos por Codelco al Gobierno Central por concepto de excedentes e impuesto a la renta. Adicionalmente, el Gobierno Central también percibe ingresos provenientes del cobre a través de la Ley Reservada del Cobre (que pasan directamente a las FEAA), y a través de la tributación de las compañías mineras.

más que compensa la posición deudora del Gobierno Central. Considerando ambos factores, una apreciación de 10% del tipo de cambio incrementa la deuda neta del Gobierno Consolidado en cerca de 0,8% del PIB, que se descompone en una reducción de 1% del PIB de la deuda neta del Gobierno Central y un aumento de 1,8% del PIB de la deuda neta del Banco Central.

Para evaluar el impacto sobre la situación financiera del Gobierno Consolidado de un escenario en extremo adverso, se aplica el escenario descrito (sección II.2.2) que, simultáneamente, presenta aumentos de tasa de interés interna (550pb) y del tipo de cambio (30% de depreciación del peso), y una reducción del precio del cobre (a 66 cts. de dólar la libra) y del crecimiento del producto (a 1%)<sup>20</sup> / durante un año. Este escenario genera efectos muy distintos en el Gobierno Central y en el Banco Central. Así, el Gobierno Central se ve especialmente perjudicado por los cambios en los supuestos de precio del cobre y de crecimiento del producto, por lo cual empeora su flujo neto en más de 3% del PIB. Por el contrario, la situación del Banco Central mejora debido a la depreciación, que tiene un impacto positivo de más de 5% del PIB, tanto en su flujo neto como en su deuda neta. En su conjunto, los supuestos del escenario de tensión implican un aumento de la deuda neta del Gobierno Consolidado de 1,7% del PIB en relación con el escenario central. No obstante, dado que en el escenario central para el 2004 el nivel de deuda neta cae 2,1% del PIB respecto del año anterior, el escenario de tensión implicaría una deuda neta de 0,4% del PIB inferior a lo observado a fines del 2003.

Considerando la magnitud del deterioro supuesto en el escenario macroeconómico adverso, los efectos sobre las cuentas fiscales son relativamente modestos. Esto lleva a concluir que, en la medida que se mantenga la regla fiscal, es improbable que un deterioro de los ingresos fiscales pueda contagiar las condiciones de financiamiento de otros agentes o intermediarios financieros en la economía chilena.

---

<sup>20</sup>/ Dada la participación de los ingresos del Gobierno Central en el PIB, si el crecimiento económico fuera un punto porcentual menor, el superávit se reduciría en aproximadamente 0,2% del PIB. Por lo tanto, el PIB tiene un efecto procíclico en el flujo neto del Sector Gobierno Consolidado.

## IV. Sector financiero no bancario

*Este sector comprende a los fondos de pensiones (FP), compañías de seguros de vida (CSV) y fondos mutuos (FM). Estas instituciones financieras no bancarias (IFNB) administran recursos equivalentes al 90% del PIB aproximadamente, magnitud similar al total de los activos del sistema bancario. Dichos recursos son una fuente importante de financiamiento para el Estado, hogares, empresas y bancos, al demandar las IFNB gran parte de los instrumentos de oferta pública del mercado nacional (tabla IV.1). El análisis de este sector se centra en las decisiones de portafolio de las IFNB, ya que éstas inciden en las condiciones de acceso al financiamiento de los sectores mencionados y por ende, en la estabilidad financiera.*

**Tabla IV.1**

Agentes e instrumentos del sector financiero no bancario  
(marzo 2004, miles de millones de pesos, porcentaje)

Inversiones	FM	CSV	FP	SFNB
Total inversiones	6.016	9.995	30.747	46.757
Inversiones (porcentaje del PIB)	12%	20%	60%	92%
Participación de mercado	FM	CSV	FP	Stock
Depósitos bancarios	19%	0%	29%	18.385
Letras hipotecarias	7%	30%	42%	6.099
Bonos y pagarés de empresas	8%	42%	33%	6.909
Banco Central	7%	3%	38%	13.284
Tesorería (*)	0%	21%	37%	292
INP (Bonos de reconocimiento)	0%	11%	13%	12.339

(\*) No incluye bonos soberanos.

Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Superintendencia de Valores y Seguros.  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.  
Instituto de Normalización Previsional.

### ***Los recursos administrados por las IFNB aumentaron 5,6% durante el primer trimestre de 2004***

Durante el primer trimestre del año, los activos administrados por las IFNB aumentaron cerca de \$2.500 mil millones (tabla IV.2). Este aumento se explicó tanto por la captación de nuevos fondos por parte de los inversionistas institucionales, como por la revalorización de su cartera de inversiones. Los FM captaron la mayor parte de los nuevos recursos, 65%, en tanto que los nuevos recursos recaudados por los FP y las CSV se mantuvieron en niveles similares a los observados durante el año anterior. Dentro del total, los fondos provenientes del ahorro previsional voluntario

(APV) aportaron \$63 mil millones durante los primeros tres meses del año, totalizando un monto de \$607 mil millones.

La revalorización de la cartera durante el primer trimestre de 2004 también fue alta en comparación con las registradas en los trimestres anteriores. La rentabilidad de las inversiones en el exterior de los FP alcanzó al equivalente de 7,7% anualizada<sup>1/</sup>, factor que contribuyó en 57% a la revalorización total del fondo durante dicho periodo.

Tabla IV.2

Stock y flujos de las IFNB  
(miles de millones de pesos del periodo)

Stock inversiones	2003				2004
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.
FM	3.622	4.239	4.676	5.001	6.016
CSV	9.021	9.355	9.593	9.772	9.995
FP	26.267	27.736	28.791	29.506	30.747
Total	38.909	41.330	43.060	44.279	46.757

Flujos IFNB					
Cambios en cartera	322	2.421	1.730	1.219	2.478
Revalorizaciones	546	1.357	984	488	1.042
Flujo neto IFNB	-224	1.064	747	731	1.437

Fuente: Elaboración a partir de información SVS y SAFF.

Las IFNB aumentaron sus inversiones en el exterior y en depósitos a plazo, mientras que redujeron las tenencias de bonos estatales

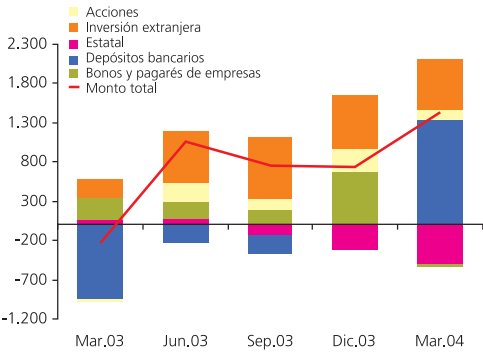
La evolución de los portafolios de inversión de las instituciones del sector reflejó la búsqueda de retornos y mayor diversificación en un ambiente de bajas tasas de interés. Los cambios más pronunciados de los portafolios tuvieron lugar en el primer trimestre, mientras que las cifras disponibles hasta junio, que no incluyen a las CSV, mostraron variaciones menores. Los principales cambios en la asignación de inversiones fueron la disminución de tenencias de papeles del Estado, el aumento de los depósitos en bancos y el aumento de la inversión en el extranjero (gráfico IV.1).

La caída de las inversiones en instrumentos estatales se viene registrando desde mediados de 2003, siendo explicada por los FP. Los FM, en tanto, han aprovechado esta mayor oferta de papeles del Estado, aumentando sus tenencias de éstos y alargando la duración de esta clase de activos en su portafolio. A marzo de 2004, las tenencias de estos instrumentos, incluidas las revalorizaciones, por parte de las IFNB acumularon una caída de 8% con respecto a junio de 2003.

La inversión en el extranjero de las IFNB continuó incrementándose durante el primer trimestre de 2004, a raíz de la ampliación del límite de inversión en el extranjero de los FP de marzo pasado. Cabe destacar que del 5% de aumento de la inversión en el extranjero en este periodo como porcentaje del fondo, 2,3 puntos porcentuales correspondieron a revalorización de las inversiones. Sin embargo, el efecto de estos ajustes

Gráfico IV.1

Compras netas trimestrales de las IFNB  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración a partir de información SVS y SAFF.

<sup>1/</sup> Considerando el efecto de las coberturas cambiarias.

sobre el mercado cambiario es neutral, considerando que en el margen, los FP han mantenido sin variaciones sus posiciones netas en moneda extranjera, mediante el uso de instrumentos de cobertura.

A diferencia de lo ocurrido durante 2003, los depósitos bancarios en poder de las IFNB mostraron un fuerte crecimiento durante el primer trimestre de 2004. Los bancos captaron recursos netos de este sector por poco más de \$1.300 mil millones, superando levemente las caídas que se habían acumulado durante el año anterior. Las inversiones en bonos de empresas, en cambio, crecieron levemente, como consecuencia de menores emisiones en el período en cuestión.

## IV.1 Fondos de pensiones

### *Retornos menores en 2004 y más homogéneos entre tipos de fondos*

Durante el primer semestre de 2004, los FP crecieron a una tasa real de 5,6%. La rentabilidad anualizada de los fondos alcanzó a 7,0% en este período, inferior al 10,8% del año 2003. Más aún, ésta fue altamente variable, con retornos anualizados sobre 20% en los primeros dos meses del año, y negativos en abril y mayo.

**Tabla IV.3**

Rentabilidad real por fondo  
(porcentaje anualizado)

Fondo	2003 Ene.-Dic.	2004 Ene.-Jun.
A	26,9	7,1
B	16,0	6,3
C	10,6	7,2
D	8,9	7,0
E	3,3	7,8
Sistema	10,8	7,0

Fuente: Elaboración a partir de información SAFP.

Los fondos tipos A y B continuaron aumentando su participación en el total (de 24% en diciembre 2003 a 27% en junio 2004), lo que implicó un aumento, en el margen, de las posibilidades de inversión del sistema en instrumentos de mayor riesgo. Las diferencias en las rentabilidades de los distintos fondos han tendido a aminorarse este año con respecto al anterior, cuando los fondos A y B capturaron el alza bursátil (tabla IV.3). Este año, las máximas diferencias en los retornos anualizados no superan 1,5 puntos porcentuales, en circunstancias que en 2003 éstas alcanzaron 18 y 29 puntos porcentuales en el primer y segundo semestres, respectivamente.

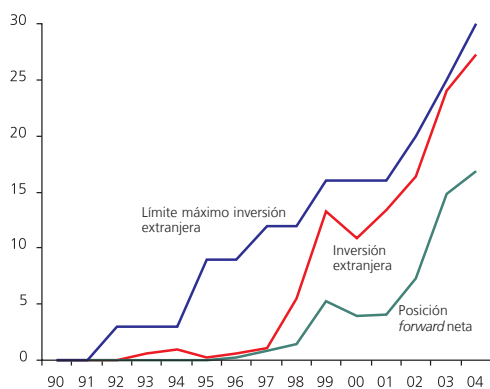
### *Cartera de inversión se orienta hacia el exterior en desmedro de papeles de renta fija de bajo riesgo*

El aumento del límite de inversión en el extranjero de marzo pasado, que se sumó al de mayo de 2003, generó cambios de importancia en el portafolio de los FP. En el primer semestre de 2004, éstos siguieron, en lo grueso, la tendencia marcada en 2003 de copar los nuevos límites de inversión en el extranjero y de disminuir la inversión en papeles estatales. La participación de la inversión en el extranjero en el portafolio aumentó 3,2% su durante el primer trimestre, mientras que la de los instrumentos del Estado cayó 2,6% (tabla IV.4). A diferencia de lo observado durante 2003, los depósitos a plazo mostraron un aumento de su participación en el portafolio de 3,5% en este período, pero no lograron recuperar la que tenían a comienzos de 2003.

No obstante el aumento en la inversión en el exterior, la exposición al riesgo de moneda de esta categoría de inversión se mantuvo estable, entre el 8% y 11% del fondo, gracias a las compras de instrumentos de cobertura cambiaria (gráfico IV.2). La exposición respecto de las tasas de interés, medida a través de la duración de la cartera, tampoco varió

**Gráfico IV.2**

Límite y cobertura de inversión extranjera  
(porcentaje del fondo a fin del período)



Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

significativamente, compensándose la disminución de la duración de las inversiones en el exterior con el aumento de la correspondiente a la cartera de bonos de empresas. Por su parte, el riesgo de crédito, medido a través de la clasificación de riesgo de los instrumentos que componen la cartera de inversiones, mejoró marginalmente en el primer trimestre de 2004, implicando un menor riesgo de crédito para la parte clasificada de la cartera de largo plazo.

**Tabla IV.4**

Cartera de los FP por instrumento

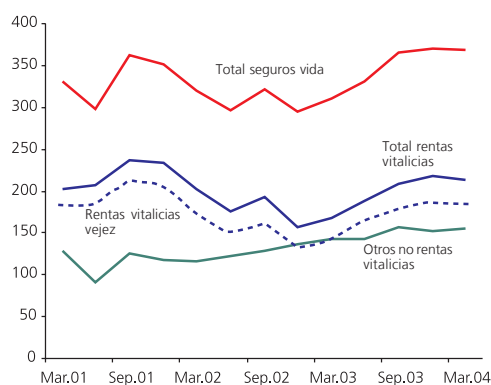
(porcentajes, monto total en miles de millones de pesos corrientes)

Instrumento	2002	2003	2004		Cambio Dic.03-Jun.04
	Dic.	Dic.	Mar.	Jun.	
Estatál	30,0	24,7	22,1	21,2	-3,5
Depósitos instituciones financieras	21,2	15,0	17,1	18,2	3,2
Bonos bancarios	1,8	1,3	1,3	1,0	-0,4
Letras hipotecarias	11,1	8,9	8,3	8,3	-0,6
Bonos empresas	7,1	7,7	7,3	6,2	-1,5
Efectos de comercio	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Acciones	9,9	14,5	14,2	14,3	-0,2
Inversión extranjera	16,1	23,8	27,0	27,5	3,7
Otros	2,6	4,1	2,6	3,3	-0,8
Monto total (MMM\$)	25.522	29.506	30.747	30.784	

Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

**Gráfico IV.3**

Prima directa trimestral de las CSV  
(miles de millones de pesos, marzo 2004)



Fuente: Asociación de Aseguradores de Chile.

## IV.2 Compañías de seguros de vida

### Mayor competencia en el mercado de Rentas Vitalicias

En el primer trimestre de 2004, las ventas de rentas vitalicias mostraron un nivel similar al del trimestre anterior, tendiendo a una desaceleración en el ritmo de recuperación exhibido en 2003 (gráfico IV.3). Las rentas vitalicias constituyen el principal producto de las CSV y representan cerca del 60% de sus ingresos por primas y el 90% de sus reservas técnicas. Algunos cambios regulatorios, como el nuevo sistema de remate electrónico, la incorporación de los bancos como intermediarios de rentas vitalicias y el establecimiento de una comisión máxima de 2,5% sobre el FP<sup>2</sup> tendrán a incrementar la competencia en el mercado. Las comisiones se ajustaron a niveles cercanos al máximo establecido por la ley con anterioridad a su entrada en vigencia. La reforma también elevará los requisitos para jubilar anticipadamente, lo que podría reducir las ventas de rentas vitalicias; no obstante, la gradualidad de su aplicación atenuará sus efectos negativos.

### Cartera de inversiones en la búsqueda de mayores retornos

Las carteras de inversiones de las CSV han tendido a concentrarse en instrumentos con mayor riesgo relativo desde principios de 2003 (tabla IV.5). Este cambio se manifestó principalmente en las tenencias de instrumentos de renta fija, con un aumento de la participación de bonos y pagarés de empresas, los que alcanzaron a aproximadamente 30% de la

<sup>2/</sup> No obstante, se permite el cobro de mayores comisiones con cargo al propio asegurado.

cartera en marzo de este año, acumulando una mayor inversión de \$660 mil millones en doce meses. Durante el primer trimestre de 2004, la inversión en instrumentos estatales se mantuvo estable en términos de participación, deteniendo la tendencia a la baja mostrada en los últimos años.

**Tabla IV.5**

Cartera de las CSV por instrumento  
(miles de millones de pesos, porcentaje)

Instrumento	Dic.02	%	Sep.03	%	Dic.03	%	Mar.04	%	Var. % Dic.03-Mar.04
Estatal	1.650	19,3	1.768	18,4	1.727	17,7	1.811	18,1	0,4
Depósitos inst. financieras	165	1,9	119	1,2	113	1,2	88	0,9	-0,3
Bonos bancarios	677	7,9	781	8,1	736	7,5	744	7,4	-0,1
Letras hipotecarias	1.757	20,6	1.932	20,1	1.826	18,7	1.807	18,1	-0,6
Mutuos hipotecarios	879	10,3	993	10,3	995	10,2	1.008	10,1	-0,1
Bonos y pagarés empresas	2.099	24,6	2.512	26,2	2.874	29,4	2.923	29,2	-0,2
Acciones	239	2,8	282	2,9	290	3,0	281	2,8	-0,2
Inversiones inmobiliarias	594	7,0	694	7,2	704	7,2	723	7,2	0,0
Inversión extranjera	208	2,4	197	2,1	188	1,9	222	2,2	0,3
Otros	273	3,2	316	3,3	317	3,2	389	3,9	0,6
Total inversiones	8.541	100	9.593	100	9.772	100	9.995	100	

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

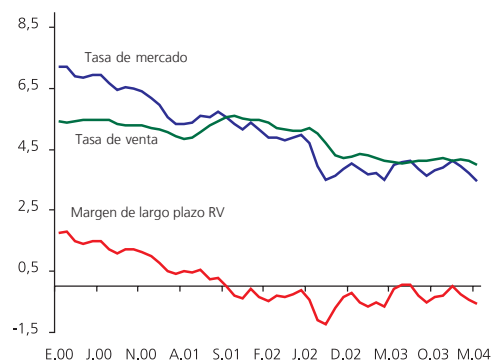
La clasificación de riesgo de las CSV no ha tenido cambios en el 2004, reflejando una percepción estable sobre la situación financiera de la industria. El último cambio importante se produjo en abril de 2003, cuando las clasificadoras realizaron una revisión generalizada a la baja, de un nivel, de las clasificaciones de riesgo de las compañías. Los argumentos se basaron en los menores volúmenes de primas vendidas, la adopción de estrategias más riesgosas de inversión para compensar las bajas tasas ofrecidas en el mercado y la incertidumbre que implicaba el inicio de nuevos negocios.

Las bajas tasas de mercado han generado un ambiente de fuerte competencia, llevando a las compañías a disminuir sus márgenes de largo plazo<sup>3/</sup> (gráfico IV.4). Asimismo, las tasas de costo utilizadas para constituir reservas, cayeron en promedio 24pb en el primer trimestre de 2004 con respecto al promedio de 2003. La baja marginal de este indicador implica que las obligaciones de las compañías se descuentan a una menor tasa y por lo tanto, sube el costo derivado de la comercialización de rentas vitalicias. Por otra parte, se espera un aumento de las reservas técnicas requeridas por ajustes de las tablas de mortalidad, lo que pondrá mayores exigencias sobre el capital.

Los principales indicadores de solvencia, rentabilidad y eficiencia muestran un mejoramiento de la situación general de las CSV durante el año pasado (tabla IV.6). La rentabilidad de las inversiones ha evolucionado positivamente, alcanzando un 8,1% en el 2003. No obstante, la tendencia hacia menores tasas de interés y un mercado bursátil con menor rentabilidad redujeron el rendimiento de las inversiones en el primer trimestre de 2004.

**Gráfico IV.4**

Margen de ganancia de largo plazo por venta de rentas vitalicias  
(porcentaje)



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

<sup>3/</sup> Un indicador de este margen es la diferencia entre la rentabilidad promedio de mercado de los papeles del Banco Central superiores a 8 años (tasa de mercado o TM) y la tasa de venta ofrecida en rentas vitalicias (TV).

Tabla IV.6

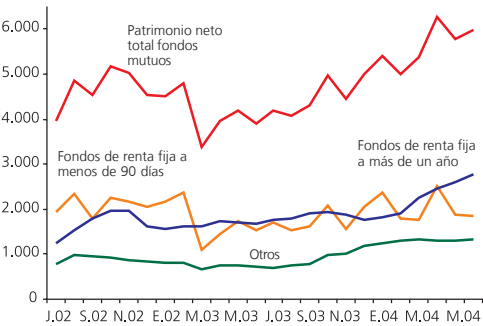
Indicadores de gestión de las CSV  
(porcentaje, número)

Indicadores	Dic.02	Sep.03	Dic.03	Mar.04
Solvencia y rentabilidad				
Rentabilidad inversiones	6,5%	8,2%	8,1%	6,9%
Deuda / Patrimonio	8,7	7,8	7,6	7,5
Capital / Activos	7,7%	8,4%	7,9%	7,8%
Capital / Reservas técnicas	8,8%	9,8%	9,3%	9,1%
Activos ilíquidos / Activos	10,5%	10,9%	11,5%	10,9%
Operación				
Gastos adm. / Prima directa	13,9%	14,3%	14,6%	13,7%
Costo intermed. / Prima directa	3,2%	3,2%	3,2%	3,7%
Prima directa / Empleados	32.299	36.015	35.655	35.743

Fuente: Asociación de Aseguradores de Chile.

Gráfico IV.5

Evolución del patrimonio neto por tipo de fondo  
(miles de millones de pesos corrientes)



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

IV.3 Fondos Mutuos

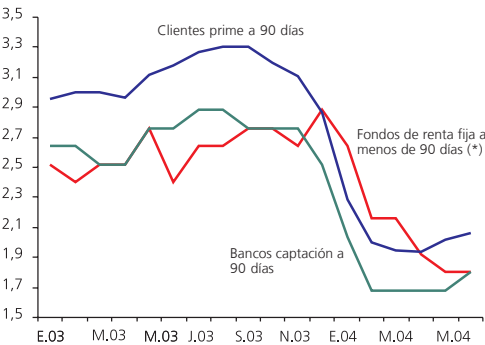
Fondos mutuos continúan con fuerte crecimiento en 2004

La industria de FM ha continuado mostrando un crecimiento vigoroso durante los primeros seis meses de 2004. Los recursos administrados crecieron en 30% en este período, llegando a un volumen superior a \$6.500 mil millones en junio. Los fondos de renta fija a menos de 90 días y a más de un año concentraron la mayor parte del patrimonio neto total (78% a junio), en tanto, aquellos fondos que experimentaron las mayores tasas de crecimiento de sus patrimonios durante el primer semestre fueron los de renta fija a más de un año y los estructurados, 58% y 117%, respectivamente (gráfico IV.5). Esta positiva evolución también se reflejó en el crecimiento del número de fondos y del número de partícipes. De acuerdo a estadísticas de la industria, a junio de 2004, el número de fondos llegaba a 473 y los partícipes a 507.137. De esta forma, la industria superó de manera exitosa las consecuencias del caso Inverlink, a principios de 2003, cuando el patrimonio neto sufrió una caída del orden de 30% entre febrero y marzo de dicho año.

Las bajas tasas de interés ofrecidas por los bancos han llevado a los depositantes a buscar una alternativa atractiva para sus inversiones líquidas. Los FM a menos de 90 días rentaron una tasa anualizada promedio de 2,1% durante el primer semestre de 2004 (gráfico IV.6). El mayor rendimiento obtenido a partir de diciembre de 2003 refleja la mayor participación de instrumentos con mayor retorno y riesgo levemente superior en la cartera de los fondos (v.g. efectos de comercio).

Gráfico IV.6

Tasa de rentabilidad mensual comparada  
(tasas anualizadas)



(\*) Rentabilidad de fondos mutuos que contabilizan en pesos.

Fuentes:  
Superintendencia de Valores y Seguros.  
Banco Central de Chile.

Cartera de inversiones se orientan hacia instrumentos con mayor retorno y riesgo

Durante este año, la cartera de inversiones de los fondos ha mostrado un aumento en las tenencias de todos los instrumentos, siendo compradores netos de ellos en virtud del gran flujo de recursos que han logrado captar. No obstante, en términos relativos se observa una disminución de la participación de los depósitos a plazo en favor de instrumentos emitidos por empresas y de letras hipotecarias (tabla IV.7). Esta evolución es el resultado tanto de la aparición de nuevos FM de mayor riesgo, como de la reorientación marginal de los fondos tradicionales hacia instrumentos más riesgosos.



**Tabla IV.7**

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

Instrumento	Sep.03	%	Dic.03	%	Mar.04	%	Jun.04	%	Var. % Dic.03-Jun.04
Estatat	608	13,0	755	15,1	917	15,3	1.026	15,8	0,7
Depósitos inst. financieras	2.846	60,9	2.884	57,7	3.507	58,3	3.632	55,8	-1,9
Bonos bancarios	33	0,7	32	0,6	46	0,8	52	0,8	0,2
Letras hipotecarias	373	8,0	339	6,8	429	7,1	612	9,4	2,6
Bonos empresas	319	6,8	345	6,9	394	6,5	442	6,8	-0,1
Efectos de comercio	88	1,9	163	3,3	168	2,8	212	3,3	0,0
Acciones	155	3,3	241	4,8	268	4,5	268	4,1	-0,7
Inversión extranjera	228	4,9	214	4,3	253	4,2	230	3,5	-0,7
Otros	25	0,5	28	0,6	31	0,5	37	0,6	0,0
Total	4.676	100	5.001	100	6.016	100	6.511	100	

Fuente: Elaboración a partir de información SVS.

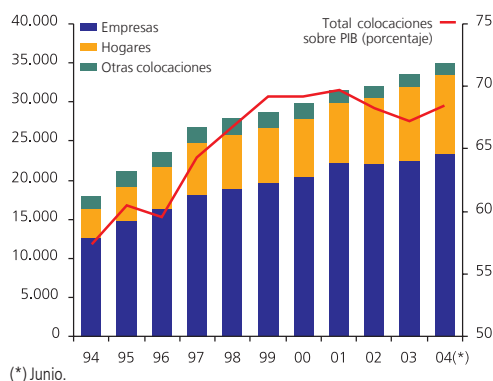
La duración, medida en forma agregada y por tipo de fondo, disminuyó en los últimos trimestres. Al término de septiembre de 2003, la cartera de renta fija mostró una duración superior a 500 días, bajando en el 2004 a niveles cercanos a 450. La caída más importante se registró en los fondos de renta fija de largo plazo, cuya duración bajó en más de 100 días y, por lo tanto, también lo hizo su exposición a los cambios de tasas de interés. Con respecto a la clasificación de riesgo de los instrumentos que mantienen los FM en su cartera, ésta no ha mostrado cambios significativos durante el último semestre.

Entre los factores de riesgo que enfrentan los FM se encuentra la alta sensibilidad de sus partícipes respecto de la rentabilidad de sus inversiones. Así como en los últimos meses los FM han visto crecer el volumen de fondos que manejan, un alza pronunciada en las tasas de interés de mercado o un incremento en la percepción de riesgo, podría reorientar los recursos hacia las instituciones bancarias. Si bien esto no constituye un riesgo mayor para los FM, ya que la liquidez de su cartera de inversiones les permitiría enfrentar una situación de esta naturaleza, ésta podría significar cambios en la distribución de los recursos al interior del sistema bancario. Este tema se aborda en el siguiente capítulo.

## V. Sector bancario

**Gráfico V.1**

Colocaciones por tipo de deudor del sistema bancario  
(miles de millones de pesos de diciembre 2003)

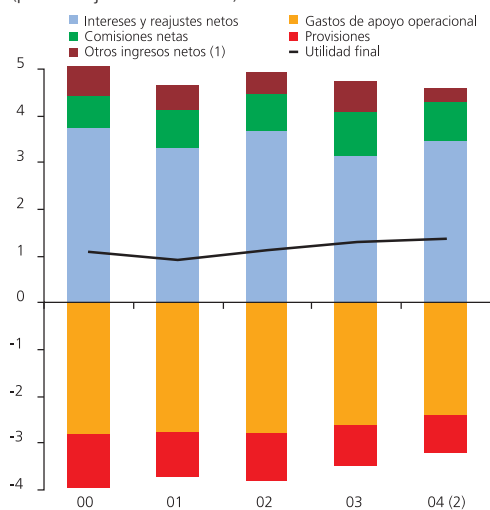


(\*) Junio.

Fuentes:  
Banco Central de Chile.  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico V.2**

Composición de los resultados del sistema bancario  
(porcentaje de los activos)



(1) Incluye resultados de cambio, por diferencias de precio, otros resultados operacionales y reajustes por operaciones en pesos reajustables según tipo de cambio.  
(2) Junio.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

En este capítulo se analizan aspectos relativos a la estabilidad financiera y a la exposición a riesgos del sistema bancario local. La industria bancaria intermedia recursos provenientes de inversionistas institucionales, empresas y hogares, a través de préstamos e inversiones financieras equivalentes a cerca del 100% del PIB.

### V.1 Desarrollos recientes

La evolución reciente del entorno macro-financiero ha generado condiciones apropiadas para la estabilidad del sistema bancario. Los antecedentes acumulados al mes de junio indican que la banca local mantiene una posición financiera robusta, reflejada en niveles de capitalización y rentabilidad superiores a sus promedios históricos y en la evolución favorable de los indicadores de riesgo de crédito.

#### Aumento en el crecimiento de las colocaciones bancarias

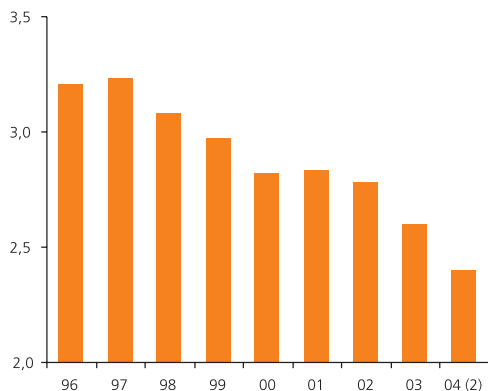
La disminución de las tasas de interés domésticas, sumada al mejoramiento de las expectativas de crecimiento económico, han fortalecido la expansión del crédito bancario durante el último semestre. En el periodo enero-junio, las colocaciones totales crecieron, en promedio, 5,9% en doce meses y 4,5% en los últimos seis meses, lo que refleja el mayor crecimiento reciente. A junio último, el total de préstamos bancarios supera los \$35.000 miles de millones, cifra equivalente al 70% del PIB aproximadamente (gráfico V.1).

La expansión de las colocaciones se ha concentrado especialmente en los préstamos destinados al segmento de los hogares (consumo y vivienda), los que durante los últimos tres años han alcanzado un crecimiento promedio de 8% a/a. Las mejores expectativas económicas y la menor carga financiera derivada de la caída en las tasas de interés prevalecientes en el mercado, se tradujeron en una mayor demanda por crédito de este sector (sección III.2). La industria bancaria, por su parte, también mostró una mayor disposición al otorgamiento de crédito a este segmento, favoreciendo la bancarización de los hogares. Lo anterior ha dado origen a una intensa competencia al interior de la industria y elevado paulatinamente la exposición de los bancos a este sector, hasta representar en la actualidad un porcentaje cercano al 30% de las colocaciones totales.

Los préstamos destinados al sector empresas, que incluyen colocaciones comerciales, comercio exterior, *leasing* y factoraje, han comenzado a mostrar signos de recuperación, luego de que en el 2003 cayeron, en

**Gráfico V.3**

Eficiencia del sistema bancario (1)  
(porcentaje)

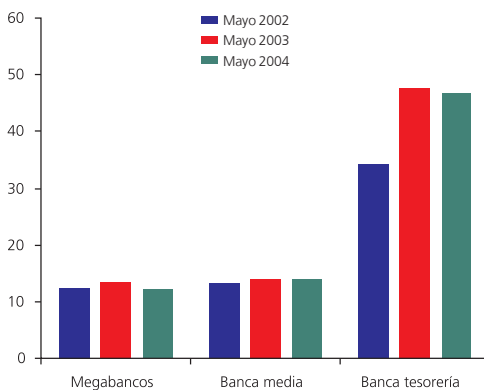


(1) Gastos de apoyo operacional sobre activos totales.  
(2) Junio.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico V.4**

Capitalización del sistema bancario (\*)  
(porcentaje)

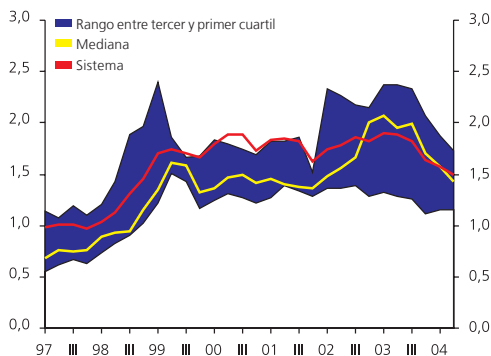


(\*) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico V.5**

Distribución del índice de cartera vencida (\*)  
(porcentaje)



(\*) Cartera vencida sobre colocaciones totales.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

promedio, 0,1% a/a. Durante el primer semestre de este año, las colocaciones bancarias a este sector registraron una tasa de crecimiento promedio de 3,8% a/a, la mayor expansión de los últimos dos años, siguiendo al mejoramiento en las expectativas de crecimiento futuro, al buen desempeño exhibido recientemente por el sector corporativo y a la fuerte expansión del comercio exterior. Sin considerar la variación que experimentó el tipo de cambio durante el último año, más de la mitad del crecimiento registrado por las colocaciones al sector empresas se explica por el aumento del crédito destinado al comercio exterior.

### ***Reducción del riesgo de crédito y diversificación de las fuentes de ingresos contribuyen a aumentar rentabilidad del sector***

El buen desempeño exhibido por el sistema bancario se refleja en el nivel de utilidades registrado en el presente año, superiores a US\$550 millones en el primer semestre. De esta forma, la rentabilidad anualizada sobre el capital (ROE) del sistema se ubica sobre el 18%, la que se compara favorablemente con la registrada en años previos. Asimismo, la rentabilidad medida sobre activos (ROA) ha aumentado significativamente, alcanzando niveles de 1,4% aproximadamente (gráfico V.2).

La principal fuente de ingresos de la banca proviene del margen de intermediación generado por la diferencia entre las tasas de colocación y de captación de fondos. Hacia fines del año pasado, dicho margen se redujo en cerca de 60pb a/a, mientras que durante el primer semestre de este año aumentó en 40pb, alcanzando a junio a 3,5% de los activos totales. Este aumento reciente se explica, en parte, por el impacto de las últimas rebajas de la tasa de política, las que se traspasan con mayor velocidad a las tasas de captación. La alta competencia observada en el último tiempo en la oferta de crédito a hogares y en ciertos segmentos del sector empresas debería, en todo caso, mantener la presión a la baja de los márgenes aplicados.

La favorable evolución del riesgo de crédito de la cartera de colocaciones y la mayor eficiencia operacional también han contribuido a los resultados obtenidos por la industria bancaria en el último año. Ello se ha traducido en una disminución de los gastos de provisiones por activos riesgosos y de los de apoyo operacional, los que han alcanzado niveles históricamente bajos de 0,8% y 2,4% de los activos, respectivamente. El aumento de la eficiencia operacional es un fenómeno relativamente generalizado en la industria, y responde a la incorporación de nuevas tecnologías y a la consolidación de los procesos de fusión ocurridos en los últimos años (gráfico V.3).

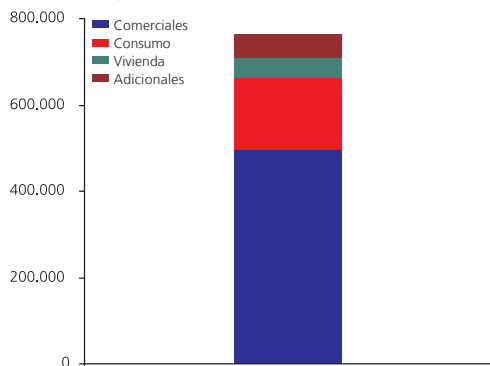
Adicionalmente, las comisiones han ganado importancia como fuente de ingreso operacional, llegando a representar, a junio último, 14,3% de éstos, superior al 12,5% de igual mes del año pasado. Por otra parte, la caída de las tasas de interés de largo plazo ha impactado positivamente sobre el valor de la cartera de inversiones financieras. Los resultados por este concepto, sin embargo, son esencialmente coyunturales y una eventual reversión de las tasas largas en el futuro podría generar el efecto contrario.

### ***Solvencia patrimonial se mantiene alta y estable***

El mercado mantiene una positiva evaluación sobre las instituciones bancarias. Así lo refleja la estabilidad de las clasificaciones de riesgo de

**Gráfico V.6**

Composición de las provisiones por riesgo de crédito del sistema bancario (\*)  
(millones de pesos)

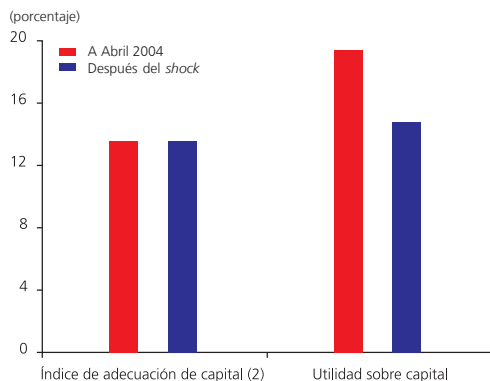
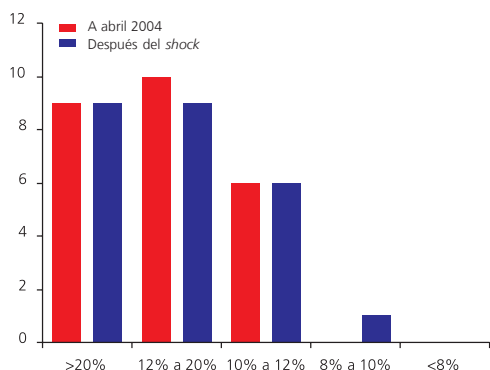


(\*) A mayo de 2004.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico V.7a / V.7b**

Ejercicio de tensión de riesgo de crédito (1)  
(número de bancos según índice de adecuación de capital)



(1) Impacto de un aumento de una vez el mayor gasto histórico de provisiones por institución.

(2) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

los títulos de deuda y el aumento del valor bursátil de los bancos que cotizan en bolsa.

A mayo del presente año, la capitalización de la banca chilena, medida a través del índice de adecuación de capital (patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo), alcanzó a 13,7%, nivel que excede significativamente el mínimo exigido y que se sitúa por sobre el promedio observado en algunos países más desarrollados.

Cabe destacar que en la actualidad todas las instituciones financieras que operan en el mercado local exhiben un nivel de capitalización superior al 10%. El grupo de instituciones de mayor tamaño del mercado (megabancos) registran un índice de adecuación de capital estable y cercano a 12%, mientras que el grupo de bancos de tamaño intermedio presentan un indicador promedio de 14% (gráfico V.4).

## V.2 Riesgo de crédito

### Indicadores de riesgo de crédito evolucionan positivamente

Los préstamos a empresas y personas representan cerca del 70% de los activos totales de la banca. Por ello, las potenciales pérdidas asociadas al riesgo de crédito de esos deudores constituye una de las principales fuentes de riesgo para el sistema bancario.

A partir del segundo semestre de 2003, los indicadores de riesgo de crédito del sistema han mejorado sostenidamente. A junio último, el índice de cartera vencida (ICV) se ubicó en 1,5%, el nivel más bajo exhibido en los últimos cinco años. De igual forma, la exposición relativa del sistema sobre aquellas instituciones financieras que exhiben un ICV superior al 2%, ha descendido en forma continua en el último año, a menos del 25% de las colocaciones totales (gráfico V.5).

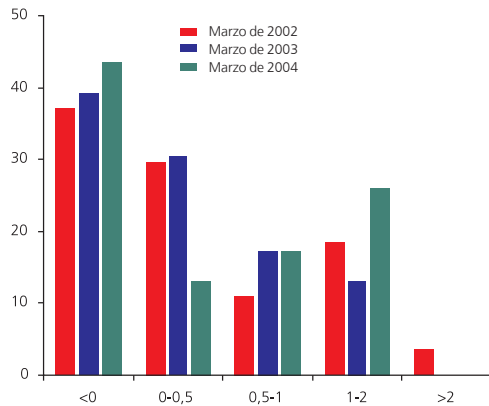
Por otra parte, durante el presente año, el gasto en provisiones por colocaciones ha disminuido, en promedio, 7% a/a. Lo anterior es consistente con la recuperación de la actividad económica interna y la caída de las tasas de interés reales, las que, históricamente, han estado fuertemente correlacionadas con un menor gasto en provisiones por colocaciones.

En mayo de 2004, el total de provisiones constituidas por la banca alcanzó al 2,2% de las colocaciones. De estas, el 65% equivalen a provisiones por riesgo de crédito originadas en préstamos a empresas (comerciales, *leasing* y factoraje), el 22% en créditos de consumo y el 7% en las de vivienda (gráfico V.6). El mayor riesgo de crédito relativo, sin embargo, está presente en los préstamos de consumo, para lo cual el sistema constituye provisiones por el 4,4% de los mismos. En el caso de los créditos a empresas y vivienda, esta relación alcanza a 2,0% y 0,7%, respectivamente.

Para evaluar el impacto de un potencial deterioro de la cartera de colocaciones, se realizó un ejercicio de tensión consistente en aumentar el gasto en provisiones en una magnitud significativa. En particular, el *shock* considerado fue equivalente al máximo aumento anual del gasto en

**Gráfico V.8**

Distribución del índice de liquidez a menos 90 días (\*)  
(porcentaje del número de bancos respecto al total)

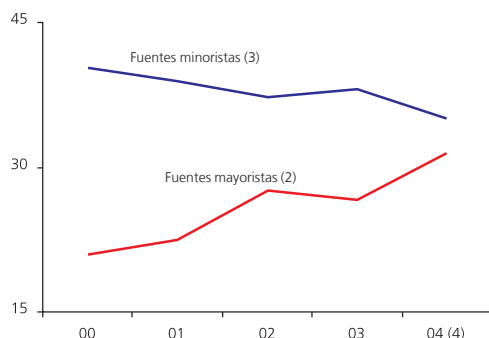


(\*) Pasivos a menos de 90 días menos activos a menos de 90 días medidos respecto al capital.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Gráfico V.9**

Importancia relativa de las fuentes de financiamiento  
del sistema bancario (1)



- (1) Porcentaje sobre el total de fuentes de financiamiento del sistema.  
(2) Incluye depósitos de FP, FM y otros bancos y obligaciones del exterior.  
(3) Incluye depósitos de personas y empresas no financieras.  
(4) Marzo de 2004.

Fuentes:  
Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
Superintendencia de Valores y Seguros.  
Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

provisiones sobre colocaciones observado durante los últimos cinco años<sup>1/</sup>. En este ejercicio, el aumento del riesgo de crédito afecta la rentabilidad y la fortaleza patrimonial de la banca a través de tres canales: la disminución de las utilidades producto del mayor gasto en provisiones, el efecto en los resultados de los menores ingresos percibidos por intereses y la reducción de los activos ponderados por riesgo netos de provisiones exigidas. El ejercicio consideró la situación inicial a abril último y sus resultados indican que la rentabilidad promedio anual del sistema disminuiría de 19% a 15%, mientras que el índice de adecuación de capital se mantendría en niveles de 14% promedio (gráfico V.7b). Bajo este escenario, sólo una entidad bancaria —de tamaño menor— registraría una reducción de su índice de adecuación de capital por debajo del 10%, pero todos mantendrían niveles de capitalización sobre el mínimo requerido (gráfico V.7a). Lo anterior refleja el alto grado de cobertura de las provisiones respecto a las colocaciones vencidas (cercana a 1,4 veces), así como el nivel de utilidades de la industria bancaria, que actúa como amortiguador frente a pérdidas inesperadas.

### V.3 Liquidez y riesgos financieros

#### *Cambios en la composición de las fuentes de financiamiento bancario han elevado la exposición al riesgo de liquidez*

En los últimos años, el sistema bancario chileno ha debido adaptarse a una serie de cambios en el entorno financiero de relevancia para el desarrollo de sus operaciones: la disminución de las tasas de interés, la mayor volatilidad del tipo de cambio y los bajos niveles de inflación.

La disminución de las tasas de interés, tanto internas como externas, ha contribuido al cambio observado en la estructura de vencimientos de los pasivos de la banca, aumentando la participación relativa de las fuentes de financiamiento de corto plazo. Lo anterior, se ha traducido, en el margen, en un aumento de la potencial exposición al riesgo de liquidez del sector. No obstante, los descargos entre activos y pasivos de corto plazo del sistema bancario se han mantenido dentro de rangos acotados (gráfico V.8). Al respecto, cabe señalar que la nueva normativa promulgada por el Banco Central a fines del año pasado, incorpora un conjunto de elementos orientados a promover la gestión prudencial y la adopción de mejores prácticas en materia de administración de los riesgos de liquidez, en línea con los estándares y recomendaciones internacionales en la materia.

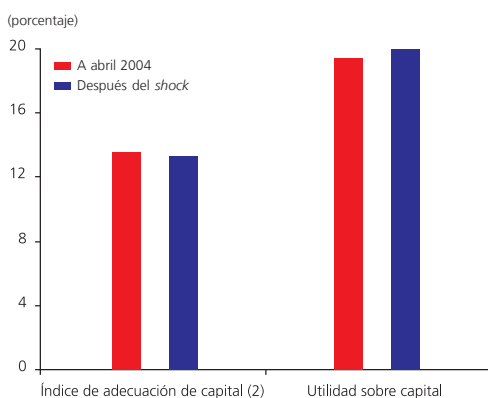
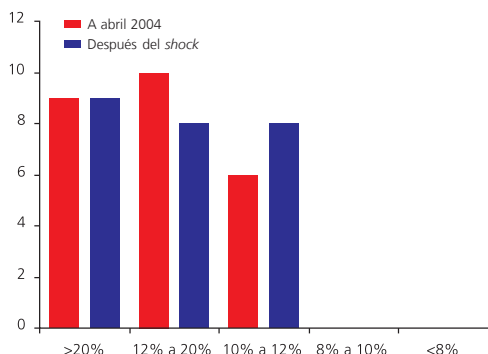
El riesgo de liquidez está asociado también a la disponibilidad de alternativas para hacer frente a reducciones inesperadas de las fuentes de financiamiento habituales de un banco. Lo anterior, es especialmente relevante cuando una entidad depende significativamente de una o varias fuentes mayoristas (en general más sensibles a cambios en las condiciones de mercado); en tales casos, el riesgo potencial de liquidez tiende a aumentar.

<sup>1/</sup> En el caso de aquellas instituciones de reciente formación se les aplicó el máximo crecimiento del gasto en provisiones promedio del sistema bancario.

**Gráfico V.10a / V.10b**

Ejercicio de tensión de riesgo de moneda (1)

(número de bancos según índice de adecuación de capital)



(1) Impacto de una depreciación de 14% del peso.

(2) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Un ejemplo de lo anterior lo constituyen los cambios en la participación relativa de las fuentes mayoristas registrados en ciertas entidades bancarias durante algunos meses del año pasado, donde los depósitos a plazo mantenidos por los FM en el sistema se redujeron en cerca de 30% y los de FP lo hicieron aproximadamente en 18% (capítulo IV). En alguno de estos episodios los recursos volvieron parcialmente al sistema a través de depósitos minoristas, con lo que algunas instituciones pueden incluso haberse visto favorecidas. En aquellos casos en que esto no ocurrió, las instituciones bancarias administraron la reducción de depósitos a través del uso de fuentes alternativas de financiamiento o liquidaron inversiones financieras.

Durante los primeros meses de este año la participación de las fuentes mayoristas en el fondeo del sector bancario muestra un leve incremento, posiblemente como resultado de cambios en las estrategias de inversión de algunas entidades del sector financiero no bancario (Capítulo IV). Así, la mayor demanda por depósitos de los FP y los FM han aumentado a 25% la participación de las fuentes mayoristas en el total de fuentes de financiamiento bancarias. Con todo, el financiamiento originado en fuentes minoristas, consideradas relativamente más estables, continúa siendo relevante en la estructura de financiamiento de la banca, al representar en torno al 35% del total (gráfico V.9).

### **Exposición al riesgo cambiario se sitúa en torno al 2% del capital básico**

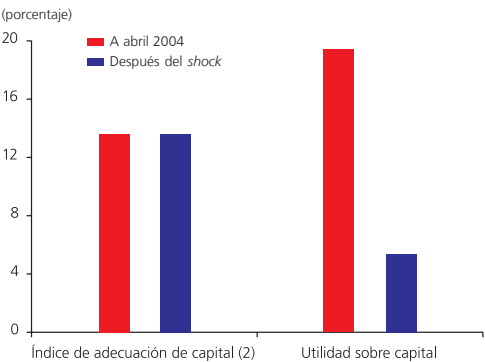
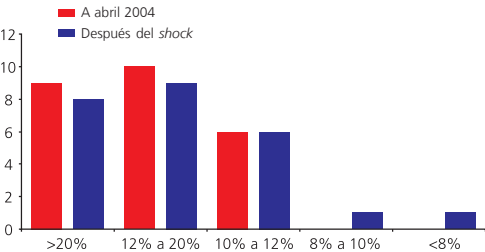
La mayoría de las instituciones bancarias presenta una posición activa en moneda extranjera y mantiene una exposición a las fluctuaciones en el valor de las monedas extranjeras acotada y estable. A mayo último, el descalce entre activos y pasivos en moneda extranjera del sistema en su conjunto se situó en niveles cercanos al 2% del capital básico. Los bancos con mayor grado de exposición (con descalces superiores al 10%) correspondían a entidades de menor tamaño relativo y orientadas, principalmente, a negocios de tesorería.

A objeto de evaluar el impacto de un *shock* en el tipo de cambio sobre la fortaleza patrimonial del sector bancario, se efectuó un ejercicio que considera un escenario de depreciación del peso chileno equivalente al 1% superior de la distribución de depreciaciones trimestrales del período 2000-04 (sección II.2). Aunque un trimestre puede ser considerado un período demasiado largo para suponer que una institución no ajustará su exposición al riesgo cambiario, el impacto sistémico que genera un *shock* de esta naturaleza limita la posibilidad de ajustar posiciones y, por lo tanto, se considera un período razonable.

El ejercicio de tensión realizado considera el impacto parcial de un movimiento del tipo de cambio sobre el índice de adecuación de capital, a través de las pérdidas y ganancias generadas a partir de la revalorización de la posición neta en moneda extranjera, y por medio de la revalorización de los activos ponderados por riesgo medidos en moneda nacional. Los resultados de este ejercicio indican que tanto la rentabilidad como en el nivel de capitalización del sistema bancario se mantendrían relativamente estables (gráfico V.10a y gráfico V.10b).

Gráfico V.11a / V.11b

Ejercicio de tensión de riesgo de tasas (1)  
(número de bancos según índice de adecuación de capital)



(1) Impacto del desplazamiento de la curva de retorno generada por un aumento de 550 puntos base de la tasa de interés de corto plazo.  
(2) Patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

**Aumento significativo de las tasas de interés tendría efectos acotados para el sistema**

En relación con el riesgo de tasas de interés, la estructura de balance del sistema bancario se caracteriza por una duración promedio mayor de sus activos que la de sus pasivos. Por lo anterior, un desplazamiento hacia arriba de la estructura temporal de tasas genera una pérdida de valor y, por consiguiente, afecta el patrimonio del sistema en términos económicos.

Para evaluar el riesgo de tasas de interés, se midió el impacto sobre la adecuación de capital y la rentabilidad bancaria de un desplazamiento hacia arriba de la curva de retornos, que en el tramo a menos de un año se incrementa en 550pb. En este ejercicio, este cambio se transmite a través de tres canales: el efecto sobre el margen de intermediación (*repricing GAPS*); el efecto directo sobre resultados, producto del cambio en el precio de la cartera de inversiones (*trading book*); y el efecto directo sobre capital, como consecuencia del cambio del precio de la cartera permanente (*banking book*). Los resultados obtenidos indican que solo una entidad —de menor tamaño relativo— registraría pérdidas que disminuirían su nivel de capitalización por debajo del mínimo regulatorio. En todo caso, un *shock* de esta magnitud, pese a reducir la rentabilidad estimada para el sistema desde 19% a 5%, no alcanzaría a afectar la solvencia patrimonial del sistema en su conjunto (gráfico V.11a).

Finalmente, se evaluó el impacto de un escenario macro-financiero adverso, consistente en la ocurrencia simultánea de los *shocks* de tasas de interés, depreciación de la moneda y riesgo de crédito, presentados en los ejercicios de tensión anteriores. Este escenario, a pesar de traducirse en una caída significativa de la rentabilidad del sistema, no afecta mayormente su índice de adecuación de capital. Más importante aún, dado que la exposición individual a estos *shocks* puede llevar a compensaciones en ciertos casos, el resultado de este escenario no es equivalente a la agregación de los resultados de los *shocks* individuales. En este caso, el índice de adecuación de capital *post shocks* se ubica sobre 10% para todas las instituciones bancarias.

**V.4 Perspectivas**

A medida que la actividad económica agregada continúe expandiéndose, se espera que la favorable evolución exhibida por las colocaciones bancarias al sector empresas se consolide. Lo anterior permitirá un aumento de las colocaciones totales por encima del crecimiento del PIB. Adicionalmente, este escenario contribuiría a que el riesgo de crédito continúe reduciéndose, a pesar de la mayor exposición exhibida por la banca hacia el sector hogares. Los préstamos de consumo y vivienda deberían mantener su ritmo de expansión a niveles similares a los registrados en el último tiempo. En ese contexto, la solvencia patrimonial y la rentabilidad de la banca local deberían continuar fortaleciéndose.



## Recuadro V.1: **Modernización de los sistemas de pagos en Chile**

### **I. Sistemas de pagos**

Un sistema de pagos comprende el conjunto de instrumentos, normas y procedimientos por medio de los cuales se efectúan las transferencias de fondos entre agentes económicos. Los sistemas de pagos son componentes esenciales de la infraestructura del sector financiero, y su operación bajo condiciones de eficiencia y seguridad es un aspecto vital para el buen funcionamiento de la economía, para la estabilidad y desarrollo del sistema financiero, y para la efectividad de la política monetaria.

Un sistema de pagos se define como de importancia sistémica cuando es el único disponible en la economía o, bien, cuando procesa y liquida pagos críticos o de “alto valor”. Es el caso de aquellos pagos asociados a operaciones interbancarias y a transacciones en los mercados de valores y de divisas en los que cada intermediario financiero requiere de la oportuna recepción de los fondos para poder cumplir, a su vez, con sus propias obligaciones.

Un inadecuado funcionamiento del sistema de pagos puede entrañar riesgos para sus participantes, y sus efectos tienen el potencial de propagarse hacia otros agentes o sectores del sistema financiero o de la economía. Esta posibilidad de transmisión de riesgos “sistémicos” constituye una de las principales razones de la creciente preocupación por el buen funcionamiento de estos sistemas a nivel internacional.

#### ***Riesgos y recomendaciones internacionales en los sistemas de pagos***

Los agentes que participan en un sistema de pagos están expuestos a riesgos de distinta naturaleza: de tipo legal, de liquidez, de crédito y de tipo operacional.

El creciente interés por la eficiencia y seguridad de los sistemas de pagos motivó al Banco de Pagos Internacionales (BIS) a organizar, en 1998, un grupo de trabajo orientado a establecer un conjunto básico de principios y recomendaciones para el diseño y operación de sistemas de pagos de importancia sistémica. Como resultado de lo anterior, en el año 2001, el Comité sobre Sistemas de Pagos y Liquidación del BIS publicó el documento “Principios Básicos para Sistemas de Pagos de Importancia Sistémica”<sup>2/</sup>.

<sup>2/</sup> “Principios básicos para los sistemas de pagos de importancia sistémica”, Comité de sistemas de pagos y liquidación, Banco de pagos internacionales, enero 2001. ([www.bis.org/publ/cpss43/htm](http://www.bis.org/publ/cpss43/htm)).

Los *Principios Básicos* constituyen el conjunto de recomendaciones o estándares internacionales para el diseño y funcionamiento de sistemas de pagos relevantes desde una perspectiva sistémica. En materia de *riesgo legal*, estas recomendaciones ponen énfasis en la necesidad de disponer de un marco legal robusto en la jurisdicción pertinente. Asimismo, se plantea la conveniencia de que los participantes y el operador del sistema entiendan claramente los riesgos financieros a los cuales están expuestos, así como la necesidad de que el sistema disponga de normas y procedimientos claramente establecidos.

Para una adecuada administración y control de los riesgos de crédito y de liquidez, los *Principios Básicos* enfatizan la importancia de que los procedimientos establecidos especifiquen las responsabilidades y obligaciones tanto del operador como de los participantes. Recomendán también que los sistemas de pagos de importancia sistémica estén en condiciones de efectuar la liquidación de las operaciones durante el día o, como mínimo, al final del día, y que los activos que se usen para efectos de liquidación sean preferentemente obligaciones del respectivo banco central<sup>3</sup>/. Establecen, asimismo, que el sistema debe asegurar la finalización puntual de las liquidaciones diarias, aun en el caso de incumplimiento del participante con la mayor obligación, cuando éste utiliza esquemas de neteo multilateral.

En materia de riesgo operacional, los *Principios Básicos* recomiendan disponer de sistemas con un alto grado de seguridad y confiabilidad operativa, así como de planes de contingencia, a objeto de completar puntualmente el procesamiento diario. Asimismo, estos sistemas deben ofrecer un medio práctico para efectuar pagos a sus usuarios y eficiente para la economía en su conjunto.

Por último, recomienda establecer criterios objetivos y públicos de participación, que permitan un acceso equitativo y abierto a todos los participantes, así como reglas de operación efectivas, responsables y transparentes.

En relación con los bancos centrales, se les reconoce una función de vigilancia y de implementación de los *Principios Básicos*, tanto para los sistemas de pagos que operan directamente como para aquéllos operados por terceros, por su contribución a la estabilidad financiera y a la efectividad de la política monetaria.

## II. Proyecto de modernización de los sistemas de pagos de alto valor

---

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile dispone que el Instituto Emisor debe “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. En el marco de dicho mandato, en el año 2000 su Consejo resolvió adoptar un programa de

---

<sup>3</sup>/ En caso de utilizar otros activos para la liquidación, éstos no deberían estar afectos a riesgos significativos de crédito o de liquidez.

modernización orientado a hacer converger los sistemas de pagos del país a los estándares internacionales vigentes en esta materia, teniendo como principal objetivo aumentar la eficiencia y la seguridad de los sistemas de pagos de alto valor que operan en el país.

### ***Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)***

Uno de los hitos más relevantes del programa de modernización de los sistemas de pagos del Banco Central ha sido la puesta en marcha del Sistema LBTR a partir del pasado 2 de abril.

El Sistema LBTR, operado por el propio Banco Central, y en el que participan todas las entidades bancarias establecidas en el país, es un sistema electrónico de pagos interbancarios bajo modalidad de liquidación bruta y en tiempo real, que opera por medio de transferencias de fondos entre las cuentas que las entidades bancarias mantienen en él. Con anterioridad a la puesta en marcha del Sistema LBTR, las obligaciones asociadas a transacciones de alto valor se pagaban mediante transferencias de fondos a la vista en el sistema bancario, también a través de cheques y vales vista emitidos por entidades bancarias, y la liquidación efectiva y final de los pagos se efectuaba diariamente por medio de compensación o neteo multilateral al final de la jornada.

El concepto de liquidación bruta en tiempo real se refiere a que las Instrucciones de Tránsito de Fondos (ITF) que envían las instituciones financieras participantes a través de mensajería de alta seguridad, se procesan una a una en cuanto son recibidas, y en tanto exista disponibilidad de fondos en la respectiva cuenta de liquidación. Una vez efectuada, la liquidación es definitiva e irrevocable.

En el Sistema LBTR se liquidan los importes en moneda nacional correspondientes a las ITF que envían las entidades bancarias tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes, así como también los resultados netos provenientes de las cámaras de compensación de pagos a las que concurren los bancos, y las operaciones entre el Banco Central y los participantes para cuya liquidación se requiere efectuar cargos o abonos en las cuentas que mantienen en el Instituto Emisor<sup>4/</sup>.

En caso que la liquidación de una ITF no pueda llevarse a cabo por insuficiencia de fondos en la cuenta del participante que la envía, ésta queda pendiente en una fila de espera hasta que la mencionada cuenta disponga de fondos suficientes o hasta que la instrucción sea revocada por el participante que la emitió. Los participantes pueden establecer prioridades y eliminar las instrucciones mientras estén en fila de espera. De igual forma, el Sistema LBTR dispone de mecanismos automáticos de inspección de los pagos en fila de espera a objeto de resolver eventuales atascamientos o *gridlocks*, respetando el orden de llegada y las prioridades establecidas por los participantes.

<sup>4/</sup> Operaciones de mercado abierto, licitaciones periódicas, recompras y vencimientos de instrumentos financieros emitidos por el Banco Central.

Para proveer de fondos líquidos y facilitar la operación del Sistema, las entidades bancarias participantes pueden acudir a una “Facilidad de Liquidez Intradía” (FLI) que ofrece el Banco Central, y que opera diariamente mediante compras de instrumentos financieros con pacto de retroventa en el mismo día.

El Sistema LBTR cumple con los estándares recomendados internacionalmente para sistemas de pagos de importancia sistémica y opera en condiciones de alta seguridad y confiabilidad, incluyendo los sistemas de mensajería que comunican a los participantes con el Sistema<sup>5/</sup>. De igual forma, dispone de un sitio de procesamiento alternativo o de respaldo y de los procedimientos necesarios para solucionar las posibles contingencias operativas que puedan presentarse en el Sistema y que puedan afectar su normal operación.

### ***Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor (CCAV)***

Sin perjuicio de la puesta en funcionamiento del Sistema LBTR, el Banco Central reconoce la utilidad que los esquemas de neteo o compensación pueden prestar en la provisión de servicios de liquidación de pagos. Éstos deben ajustarse a las recomendaciones internacionales mencionadas.

La normativa que regulaba el funcionamiento de las cámaras de compensación de pagos interbancarios adolecía de ciertas deficiencias, relacionadas con la falta de mecanismos adecuados para mitigar el riesgo de liquidación que enfrentaba un banco por el eventual no pago oportuno de una obligación por parte de otro. Por lo anterior, en el mes de marzo último, el Consejo aprobó la normativa relativa a la operación de *Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor (CCAV)*, la que establece las condiciones para la operación eficiente y de adecuada seguridad de mecanismos de liquidación de pagos por neteo, de modo que estos sistemas también contribuyan a la estabilidad y desarrollo del sistema financiero nacional.

En materia de control del riesgo de liquidación de una CCAV, la normativa exige el establecimiento de procedimientos que permitan asegurar la liquidación final de los resultados netos de cada ciclo de compensación en el Sistema LBTR en forma puntual, incluso en el caso que el participante que exhiba el mayor saldo deudor no cuente con recursos suficientes para su liquidación<sup>6/</sup>. Para efectos de lo anterior, estas Cámaras, o sus operadores, deberán estar en condiciones de realizar más de un ciclo de compensación durante la jornada; requerir a cada participante el establecimiento de límites máximos bilaterales y multilaterales para cubrir posiciones netas deudoras que pueda acumular éstos en un determinado ciclo de compensación; y establecer los mecanismos que aseguren la disponibilidad de recursos para efectuar la liquidación en caso de insuficiencia de fondos por parte de uno o más de sus participantes.

<sup>5/</sup> Sistema S.W.I.F.T. Fin-Copy en modalidad “Y” y red de comunicaciones TCP/IP del Banco Central.

<sup>6/</sup> Esta condición, conocida como “Principio de Lamfalussy”, ha sido incluida por el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación de Basilea en sus recomendaciones para sistemas de pagos de alto valor por neteo (Principio Básico V).

En la normativa se distinguen dos procesos de liquidación: uno “normal”, que ocurre cuando todos los participantes con saldo neto deudor disponen de fondos suficientes en el Sistema LBTR y se procede a efectuar los respectivos cargos y abonos en las cuentas de los participantes, dándose así por finalizada la liquidación; y un proceso de liquidación “excepcional”, que ocurre cuando uno o más participantes que presentan saldo neto deudor no disponen de fondos suficientes para cubrir su obligación. En este último caso, el operador debe activar los procedimientos<sup>7/</sup> establecidos en el Reglamento Operativo de la Cámara.

Cabe destacar que en materia de condiciones de acceso, económicas como operativas, la normativa establece que éstas deben ser generales y no discriminatorias, no pudiendo establecerse diferencias en el tratamiento de los participantes según sean o no accionistas de la entidad que opera la Cámara.

Finalmente, es importante mencionar que el cumplimiento de los Principios Básicos es un requisito esencial a considerar por el Banco Central para autorizar el funcionamiento de una CCAV.

### ***Proceso de migración de los pagos a los nuevos sistemas (SPAV)***

Conjuntamente con la puesta en marcha del Sistema LBTR y la promulgación de la normativa para el funcionamiento de las CCAV, se dio inicio a un programa gradual de transición de los pagos de alto valor a los nuevos sistemas. Este programa está orientado a familiarizar a las entidades bancarias y al mercado financiero en general con las facilidades y oportunidades que esos sistemas ofrecen, permitiendo a los participantes introducir los ajustes necesarios a sus modelos internos de negocios y de operación de pagos.

Con anterioridad a la puesta en marcha del Sistema LBTR, el sistema de pagos se organizaba a través de cuatro cámaras de compensación: la de operaciones interfinancieras, la de cheques y otros documentos en moneda nacional, la de operaciones efectuadas a través de cajeros automáticos y la de operaciones (cheques y otros documentos) en moneda extranjera. Dado que la cámara de operaciones interfinancieras y la de cheques compensaban pagos de alto valor, el Banco Central inició el programa gradual de transición de pagos, para que estas cámaras compensen, en el corto plazo, solo pagos de bajo valor. Dicho programa de transición también tiene por objeto lograr, en un período razonable, la migración de los pagos de “alto valor”, definidos como aquellos de valor igual o superior a \$50 millones, a los nuevos sistemas de liquidación (Sistema LBTR y CCAV).

---

<sup>7/</sup> Procedimientos de administración y control de los riesgos asociados a los procesos de compensación y liquidación (límites bilaterales, multilaterales, garantías).

**Gráfico V.12**

Pagos diarios liquidados en el sistema LBTR (\*)  
(abril y mayo 2004)

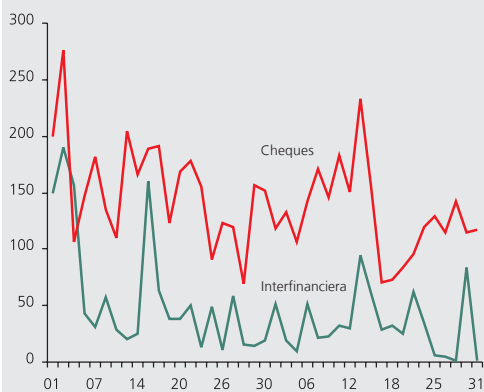


(\*) Pagos interbancarios y del Banco Central de Chile (incluye facilidad de liquidez intradía).

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico V.13**

Cámaras de compensación, evolución diaria de saldos netos deudores, abril y mayo del 2004  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Banco Central de Chile.

El proceso de transición abarca los siguientes aspectos:

- El cierre de la Cámara de Compensación de Operaciones Interfinancieras, después de un período de funcionamiento en paralelo con el Sistema LBTR.
- La introducción de adecuaciones a las reglas de funcionamiento de la actual Cámara de Compensación de Cheques, con el objeto de que los pagos que se cursan por esa vía y que corresponden a operaciones críticas del mercado financiero, migren gradualmente a los nuevos SPAV.
- La eliminación gradual de las facilidades de crédito (créditos intradía y a un día) no colateralizadas a la que pueden acceder las entidades bancarias en el Banco Central.

Habiendo completado los primeros dos meses de operación del Sistema LBTR, la evolución observada en lo relativo al proceso de migración es altamente positiva. El gráfico V.12 presenta la evolución de los pagos liquidados en el Sistema LBTR desde su puesta en marcha el pasado 2 de abril. Durante el mes de mayo se liquidaron un total de 13.220 operaciones, que sumaron un monto total de \$52.524 mil millones, lo que representó un promedio diario de 661 pagos de \$3.973 millones cada uno.

La rápida adaptación de los bancos participantes en el Sistema LBTR se ha reflejado también en la significativa reducción en los saldos netos deudores registrados en las cámaras de compensación de pagos interbancarios. El gráfico V.13 presenta la evolución de los saldos netos deudores de la Cámara de Cheques y de la Cámara de Operaciones Interfinancieras. En el caso de esta última, se ha observado una reducción significativa de los saldos netos, los que hasta antes de la puesta en marcha del Sistema LBTR alcanzaban, en promedio, a \$170 mil millones diarios. En el mes de abril se observó una notoria disminución, la que se explicó por la migración de estos pagos (vales cámara) al nuevo Sistema.

## VI. Sector externo

*Este capítulo analiza la posición financiera internacional de la economía chilena y los factores que inciden en el normal funcionamiento de los pagos con el exterior. Para ello, se revisan las condiciones de acceso y los flujos de endeudamiento de los principales sectores económicos con el resto del mundo. Asimismo, se analiza la evolución de los indicadores de solvencia y liquidez externas, y los riesgos que se estiman más relevantes para el escenario central de este Informe. El análisis es coherente con el marco vigente de políticas monetaria y cambiaria del Banco Central, definido por metas de inflación, tipo de cambio flotante, apertura de la cuenta de capitales y mantención de un nivel apropiado de reservas internacionales.*

Durante el primer semestre de 2004, la economía chilena accedió a los mercados de crédito externo en condiciones particularmente ventajosas. Éstas se manifestaron en descuentos de riesgo históricamente bajos y en las favorables condiciones de las colocaciones de bonos. Este escenario ha estado principalmente determinado por la favorable evolución de los mercados financieros internacionales y las bajas necesidades de financiamiento externo de la economía chilena, así como por sus sólidos fundamentos. Esto último se vió reflejado en la mejora en la clasificación de riesgo de la República de Chile por parte de una agencia clasificadora.

No obstante las condiciones favorables en los mercados de deuda externa, tanto el Gobierno como otros sectores redujeron el ritmo y alargaron la madurez de su endeudamiento externo. Si bien hubo un notorio aumento de los créditos comerciales de corto plazo tomados por las empresas, vinculados al aumento de las importaciones, a nivel agregado éste fue más que compensado por el menor flujo de endeudamiento externo en la forma de bonos, préstamos y créditos de los bancos, de las empresas y del sector público. Adicionalmente, la duración promedio de la deuda de los diferentes sectores aumentó.

En términos de las relaciones financieras globales con el resto del mundo, la economía chilena ha respondido al favorable escenario económico aumentando su ahorro durante este año, disminuyendo así su posición pasiva neta con el exterior. El mayor ahorro ha tomado la forma de una acumulación de activos externos superior a la acumulación de pasivos externos, y ha continuado el sostenido proceso de integración financiera internacional que ha venido mostrando la economía chilena desde la década pasada.

En su conjunto, el menor ritmo y mayor madurez del endeudamiento externo, la acumulación de activos en el exterior y la posición superavitaria



en la cuenta corriente con el exterior, han contribuido, en el margen, a mejorar los indicadores de solvencia y liquidez externa. No se esperan cambios sustanciales en la situación general del financiamiento externo en los próximos trimestres. En el caso de darse escenarios de riesgo, la economía dispone de una gran capacidad para adaptarse a cambios adversos en el escenario internacional, sin que se perturbe el normal funcionamiento de los pagos externos. Ésta se fundamenta en el marco de política, su bajo nivel de riesgo país e indicadores adecuados de liquidez y solvencia externas. Todo esto permite concluir que la economía chilena muestra un alto grado de estabilidad de los pagos externos.

## VI.1 Desarrollos recientes y perspectivas

### I.1.1 Evolución de la deuda externa

***Aun cuando las condiciones de acceso al financiamiento externo han sido extraordinariamente favorables para distintos sectores, la economía ha disminuido su ritmo de endeudamiento externo***

Durante los primeros meses del año, el endeudamiento de los diferentes sectores se ha efectuado en condiciones de elevada liquidez internacional. Durante el primer semestre del año, la tasa *Libo* de tres meses alcanzó un promedio de 1,2% (sección II.1), muy por debajo del promedio histórico. A esto se sumó la reciente mejora de la clasificación internacional de riesgo de crédito soberano de largo plazo, desde A- a A (sección III.3).

El *premio* de los bonos soberanos fue, en promedio, de 90pb durante el primer semestre de 2004, registrando un mínimo de 79pb en abril. Por su parte, los premios de bonos de empresas chilenas, si bien han estado aumentando gradualmente desde abril, permanecieron durante todo el período muy por debajo de los niveles históricos e internacionales. Así, mientras que durante 2003 el promedio mensual de los premios de bonos de empresas chilenas fue 270pb, durante el primer semestre de 2004 fue de solo 200pb, situándose en 192pb hacia fines de julio.

No obstante las favorables condiciones financieras, la economía redujo levemente su flujo de endeudamiento externo neto durante los primeros meses del año, comparado con igual período del año anterior. Así, entre enero y junio de este año, los flujos de endeudamiento neto fueron aproximadamente US\$170 millones, en comparación con los aproximadamente US\$550 millones registrados en igual período de 2003 (tabla VI.1). El menor flujo de endeudamiento externo neto refleja la disminución del flujo neto de endeudamiento externo en bonos, préstamos y créditos no vinculados al comercio exterior de todos los sectores de la economía, solo parcialmente compensada por el gran aumento de los flujos de créditos comerciales vinculados a las importaciones por parte de las empresas.

En relación con la composición temporal de los flujos, durante los primeros meses de este año se observó una caída de los flujos de corto plazo, de cerca de 500 millones de dólares, respecto de igual período de 2003. Por su parte, el endeudamiento de largo plazo aumentó en US\$150 millones respecto de igual período del año pasado. Así, se observa que la duración del nivel agregado de deuda ha aumentado levemente en comparación con igual período del año anterior. A diciembre de 2003 la deuda contratada

**Tabla VI.1**

Endeudamiento externo de la economía chilena, enero - junio de 2004

	Ene.-Jun. 2003	Ene.-Jun. 2004	Variación
Endeudamiento externo total por sector	542	167	-375
Bancos	312	-46	-358
Empresas y personas	-963	-170	792
Sector público	1.193	384	-809
Endeudamiento externo total por plazo	542	167	-375
Corto plazo	841	332	-509
Créditos comerciales	73	498	425
Largo plazo	-299	-165	134
Endeudamiento externo de corto plazo	841	332	-509
Bancos	81	-179	-260
Empresas y personas	311	728	417
Sector público	449	-217	-667
Endeudamiento externo de largo plazo	-299	-165	134
Bancos	231	133	-98
Empresas y personas	-1.274	-899	375
Sector público	743	601	-142

Fuente: Banco Central de Chile.

a menos de un año equivalió al 17% de la deuda total, mientras que en junio de este año representó un 19%.

De este modo, la deuda externa total de la economía llegó a US\$43.573 millones en junio de 2004. De esta, 11% había sido contratada por el gobierno central, 11% por empresas públicas, 12% por bancos y 66% por empresas privadas y personas. Por su parte la deuda de corto plazo residual alcanzó a 30% de la deuda externa total en diciembre de 2003, mientras que en junio de 2004 ésta llegó a 32% (tabla VI.2).

Por otra parte, la evolución de las otras fuentes de financiamiento externo de la economía entre enero y junio muestra un flujo de inversión extranjera directa de US\$2.200 millones aproximadamente, cerca de US\$500 millones más que en igual período del año pasado, mientras que el flujo de inversión extranjera de cartera ha sido muy bajo, alcanzando a US\$21 millones en el período, aproximadamente 190 millones menos que entre enero y junio de 2003.

**Tabla VI.2**

Deuda externa de la economía chilena

	Junio 2003	Diciembre 2003	Junio 2004
Deuda externa bruta	41.229	43.396	43.573
Deuda externa de corto plazo residual por plazo	11.297	12.967	13.842
Plazo original (ex. créditos comerciales)	2.745	3.810	4.004
Vencimiento deuda LP (ex. créditos comerciales)	4.664	5.162	5.371
Créditos comerciales	3.888	3.995	4.467
Deuda externa de corto plazo residual	11.297	12.967	13.842
Sector público	179	185	77
Bancos	3.187	4.638	4.383
Empresas y personas	7.931	8.144	9.382
Deuda externa de largo plazo residual	29.932	30.429	29.731
Sector público	4.355	4.376	4.651
Bancos	949	803	983
Empresas y personas	24.628	25.270	24.097

Fuente: Banco Central de Chile.

***Bancos y sector público muestran un menor flujo y un mayor plazo de endeudamiento, mientras que las empresas aumentan su ritmo de endeudamiento***

Durante el primer semestre del año, el sector bancario se endeudó en US\$50 millones, en contraste con el flujo de endeudamiento de US\$300 millones en igual período de 2003. Los bancos han estado cambiando la composición de su deuda externa, privilegiando la deuda de mediano plazo por sobre la de corto plazo, con lo que la duración promedio de su deuda ha aumentado.

De modo semejante al sector bancario, durante el semestre las empresas se endeudaron en US\$170 millones, en contraste con el flujo de endeudamiento por US\$960 millones en el primer semestre de 2003. Sin embargo, cabe destacar que la reducción de la deuda externa de las empresas se concentró en deuda de largo plazo, principalmente préstamos, sólo parcialmente compensada por un mayor endeudamiento en la forma de bonos y créditos comerciales de corto plazo vinculados a las importaciones. De este modo, en lo que va corrido del año, las empresas

han continuado con la tendencia a disminuir su deuda externa de largo plazo que han mantenido en los últimos dos años.

Las perspectivas para las empresas en este año indican un aumento gradual de la demanda por financiamiento externo. Por una parte, la significativa expansión en el comercio exterior mantendrá un aumento en el uso de los créditos comerciales vinculados a las importaciones. Por otra, la recuperación gradual de la tasa de inversión de las empresas implicará un aumento también gradual de la demanda por financiamiento de mediano plazo.

El sector público redujo su flujo de endeudamiento externo a la tercera parte de lo registrado durante igual período del año anterior. El menor endeudamiento se materializó tanto a través de una menor emisión de bonos soberanos, como de una reducción del nivel de préstamos y de créditos comerciales de corto plazo, lo que llevó a un aumento de la duración promedio de la deuda externa del Sector público.

Las proyecciones para el año indican un significativo aumento del ahorro del sector público, principalmente debido a los ingresos extraordinarios provenientes del mayor precio del cobre en los mercados internacionales. Este mayor ahorro, junto con las menores necesidades de reestructuración de la deuda externa del sector público, hacen prever una menor demanda de financiamiento externo durante el año.

***Las perspectivas señalan una leve reducción del ritmo de aumento de la deuda externa hacia fines de año***

En función del endeudamiento observado y de las proyecciones para los distintos sectores, se espera que la economía muestre para el total del año un menor ritmo de endeudamiento externo que el observado en 2003.

Las proyecciones para el resto del año son favorables. A pesar del reciente aumento de las tasas de interés, aún prevalecen condiciones de alta liquidez en los mercados financieros internacionales. Asimismo, el aumento de los términos de intercambio de la economía chilena lleva a proyectar una situación de superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos para este y el próximo año, lo que configura un ambiente propicio para la estabilidad financiera externa de la economía.

**VI.1.2 Indicadores de solvencia y liquidez externas de la economía**

***Los indicadores de solvencia y liquidez externas de la economía son adecuados, dados su grado y modo de integración financiera al resto del mundo***

A diciembre del año pasado, la deuda externa representaba un 60% del PIB, cifra inferior al año anterior, lo que marcó un cambio en su aumento gradual observado desde 1996. Este nivel está levemente por sobre el promedio de las economías emergentes con grado de inversión, aunque muy por debajo de los niveles observados en economías más desarrolladas.

Dos aspectos importantes de destacar al momento de evaluar la solvencia externa de la economía chilena son, por un lado, la alta proporción de la

deuda que ha sido contratada por extranjeros, y por otro que el nivel de deuda externa como proporción del PIB es el resultado natural del alto grado de integración financiera de la economía chilena. Así, cerca del 56% de la deuda externa privada de fines de 2003 se encontraba contratada por empresas extranjeras, de la cual aproximadamente la cuarta parte lo estaba directamente con empresas relacionadas (sección VI.2).

Por otro lado, el aumento del nivel de la deuda externa en los últimos años ha ocurrido en medio de un vigoroso y sostenido proceso de integración financiera internacional, caracterizado por el aumento de los activos de chilenos en el exterior. Así, a fines de 2003, la suma de activos y pasivos internacionales fue aproximadamente 230% del PIB, muy por sobre el promedio de economías emergentes con grado de inversión. Últimamente, este proceso de integración financiera internacional ha continuado estando caracterizado por el aumento de los activos de chilenos en el exterior. En efecto, entre enero y junio el flujo de pasivos externos alcanzó US\$2.400 millones, mientras que el de activos externos alcanzó US\$5.400 millones, por lo que a pesar del aumento de la deuda externa, la posición pasiva neta de la economía disminuyó y la integración financiera aumentó en el periodo. Esto es consistente con la proyección de superávit en cuenta corriente de aproximadamente 1,1% del PIB para el año, reflejo del mayor ahorro de la economía.

En cuanto a la evolución de la razón deuda a PIB, considerando las proyecciones de crecimiento de la actividad económica para el 2004 —de entre 4,5% y 5,5%—, de tipo de cambio, así como de un bajo aumento esperado de la deuda externa, ésta llegaría a 55% del PIB hacia fines de 2004. Este nivel sería levemente superior al promedio de otras economías emergentes con grado de inversión.

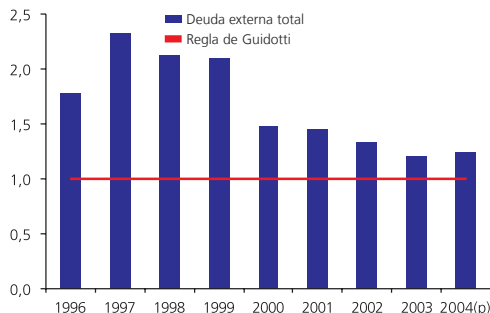
Respecto de la liquidez en moneda extranjera de la economía (gráfico VI.1), el nivel de reservas ha aumentado gradualmente durante el año, alcanzando, en junio, a US\$15.900 millones aproximadamente. Este nivel de reservas cubría 1,15 veces el total de la deuda externa de corto plazo residual (las obligaciones con el exterior con vencimientos inferiores a un año). La liquidez de la economía en moneda extranjera para administrar sus obligaciones de corto plazo es aún mayor si se considera que un tercio de la deuda externa de corto plazo residual corresponde a créditos comerciales vinculados a las importaciones. Estos créditos son de muy corto plazo, están respaldados por el valor de las importaciones y, en general su otorgamiento y renovación obedecen a consideraciones muy diferentes de las de los otros componentes de la deuda externa de corto plazo residual, como los bonos, pagarés y préstamos.

Una comparación internacional con otras economías emergentes con grado de inversión y tipo de cambio flotante muestra que a fines de 2003 la economía también tenía un alto grado de liquidez en moneda extranjera (gráfico VI.2). Igualmente, la suma de reservas más activos internacionales líquidos del sector público y privado alcanzaba a US\$21.000 millones aproximadamente, que equivalían a 1,6 veces las necesidades de financiamiento de la economía.

En diciembre de 2003, el Banco Central otorgó a sus acreedores la opción de sustituir y reemplazar US\$3.650 millones de deuda denominada en dólares y pagadera en pesos, por deuda denominada y pagadera en dólares. Esto implica que, potencialmente, el programa podría haber llevado a

**Gráfico VI.1**

Reservas internacionales / deuda externa de corto plazo residual

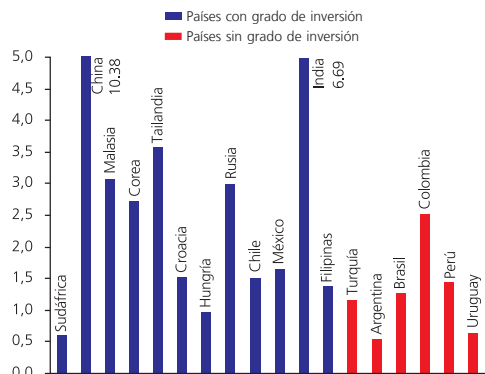
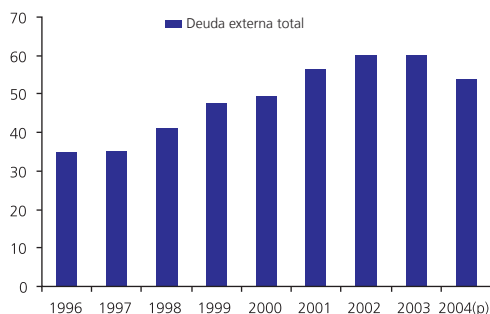


(p) Provisional a junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.2**

Reservas internacionales / deuda externa de corto plazo residual

Fuentes:  
BIS-OECD-WB-IMF.  
Moody's.**Gráfico VI.3**Deuda externa total de Chile  
(porcentaje del PIB)

(p) Provisional a mayo.

Fuente: Banco Central de Chile.

una reducción de 20% del nivel de reservas internacionales hacia fines de 2004. Al 1° de agosto, se habían canjeado US\$1.368 millones, mientras que el espacio para canjes que quedaba alcanzaba a US\$1.140 millones. El Banco Central evalúa que el régimen de tipo de cambio flotante, junto con la apertura a la movilidad internacional de capitales, aseguran que el nivel de reservas hacia fines de 2004 garantiza una buena posición de liquidez externa de la economía (recuadro 2).

Para lo que resta del año se proyecta una reducción del nivel de reservas, como resultado de la continuación del programa de canje de pagarés expresados en dólares anunciado por el Banco Central a fines de 2003, que será solo levemente compensada por un aumento en reservas como resultado de mayores depósitos de activos externos del Gobierno en el Banco Central dado el mayor precio del cobre. La deuda externa de corto plazo residual también experimentará un leve aumento en 2004, principalmente debido al mayor uso por parte de las empresas de los créditos comerciales vinculados a las mayores importaciones, parcialmente compensado por el menor uso de endeudamiento de corto plazo de los bancos. De este modo, se estima que el indicador de liquidez en moneda extranjera, medida como la razón entre reservas internacionales y deuda externa total de corto plazo, podría disminuir durante 2004.

## VI.2 Deuda externa de la economía chilena

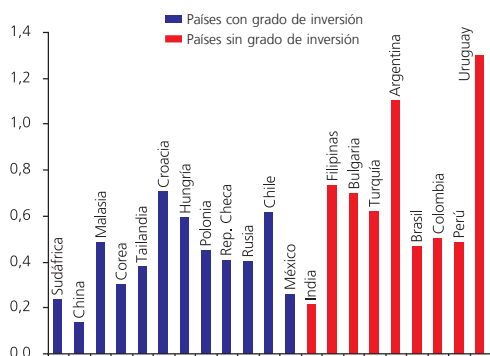
La economía ha aumentado gradualmente su endeudamiento externo en los últimos años, lo que ha aumentado la razón deuda externa/PIB (gráfico VI.3). El aumento del indicador de deuda en los dos años anteriores a 2003 se debió tanto a aumentos en el monto de la deuda externa, como a la depreciación del peso que redujo el valor en dólares del PIB. Sin embargo, la razón deuda/PIB se redujo durante el año desde 62% a fines de 2002 a 60% a fines de 2003, debido a una combinación de mayor crecimiento del PIB y apreciación del peso, parcialmente compensados por un aumento moderado del endeudamiento de la economía.

La comparación internacional de la razón deuda/PIB con otras economías con similar clasificación de riesgo, muestra que ésta es levemente superior al promedio de economías emergentes con grado de inversión (gráfico VI.4). Sin embargo, ésta es muy inferior a la de economías más desarrolladas.

Un aspecto destacable en la evaluación del indicador de solvencia de la economía es la alta participación de las obligaciones contraídas por empresas de propiedad extranjera en la deuda externa chilena (gráfico VI.5), puesto que en periodos de crisis este tipo de entidades puede contar con el respaldo financiero de sus matrices para manejar su endeudamiento. En los últimos años, la deuda externa privada de agentes nacionales creció levemente, desde aproximadamente US\$13.000 millones en 1996 a US\$15.000 millones en diciembre de 2003, representando el 34% de la deuda externa total. En contraste, la deuda externa privada contratada por empresas de propiedad de extranjeros creció significativamente, desde aproximadamente US\$8.000 millones en 1996 hasta US\$19.000 millones en 2003, representando el 44% de la deuda externa total. En la misma dirección, también es destacable que a fines de

**Gráfico VI.4**

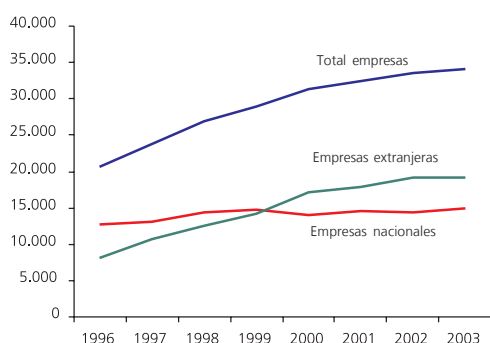
Deuda externa  
(porcentaje del PIB)



Fuentes:  
Institute of International Finance.  
Moody's.

**Gráfico VI.5**

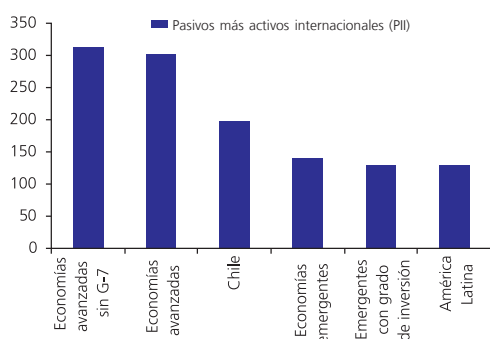
Deuda externa sector privado por país del acreedor  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

**Gráfico VI.6**

Indicador de integración financiera (2001)  
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

2003 el 23% de la deuda externa contraída por empresas de propiedad extranjera estaba contratada directamente con empresas relacionadas.

También es destacable que a diciembre de 2003 de los aproximadamente US\$5.500 millones de deuda externa del sistema bancario, que representaban un 13% de la deuda externa total, el 38% correspondía a préstamos contratados por bancos extranjeros que operan en el mercado doméstico. De éstos, aproximadamente un tercio correspondía a préstamos contratados con empresas relacionadas y casas matrices en el extranjero, factor que también puede contribuir a una mayor estabilidad financiera externa de la economía nacional.

Por último, otros aspectos destacables en la evaluación del indicador de solvencia son el alto nivel de activos internacionales de la economía chilena y la diversificación de estos activos internacionales por tipo de instrumento. La razón de activos internacionales como proporción del PIB de la economía chilena está por sobre el promedio de las economías emergentes, y en un nivel intermedio entre éstas y las economías más desarrolladas. Igual conclusión se obtiene al comparar la razón de pasivos internacionales como proporción del PIB, y el índice de integración financiera (razón de activos más pasivos internacionales como proporción del PIB) (gráfico VI.6). La disponibilidad de elevados y crecientes niveles de activos internacionales implica que existe un creciente flujo de utilidades, dividendos e intereses asociados a estas inversiones en el exterior, los que aumentan la solvencia de la economía. Por otro lado, el alto grado de diversificación de los activos internacionales por tipo de instrumento también contribuye a una mejor posición de solvencia de la economía ante eventuales escenarios de restricciones o inestabilidad financiera. Esta diversificación se manifiesta en que de los US\$64.300 millones en activos internacionales de la economía, 21% correspondían a inversión directa en el extranjero, 31% a inversión de cartera, 23% a créditos y préstamos, y un 25% a las reservas internacionales del Banco Central.

### VI.3 Escenarios de riesgo

***Un aumento más marcado de las tasas de interés podría generar un ajuste moderado de las cuentas externas***

El escenario de riesgo de este informe (sección II.2) considera un aumento mayor al esperado en las tasas de interés internacionales, lo que implicaría un encarecimiento del financiamiento externo. En términos generales, el riesgo de un aumento de tasas de interés internacionales (ver sección II.2) implicaría un encarecimiento del acceso al financiamiento externo. También podría ocurrir una mayor salida de capitales inducida por mayor pago de intereses, y el mayor retorno de activos en el exterior, especialmente en la economía norteamericana. El resultado final sería una combinación de una depreciación del peso, junto a una menor entrada neta de capitales a la economía chilena. Este escenario de riesgo reduciría los grados de libertad para la mantención de la política monetaria expansiva por parte del Banco Central, y podría implicar un aumento de las tasas de interés domésticas, con el objeto de asegurar el financiamiento externo de la economía.

Este escenario de riesgo implicaría un alza de tasas internas mayores que las esperadas, lo que podría reducir el crecimiento de la inversión y el consumo internos y del producto. La mayor apreciación del dólar inducida por la mayor demanda por activos en las economías más desarrolladas puede constituir un impulso a las exportaciones, pero el efecto final dependerá fundamentalmente del efecto de mayores tasas de interés sobre la demanda agregada en EE.UU., y sobre la demanda por las exportaciones chilenas. Las importaciones también caerían, pero el efecto final de este escenario de riesgo sería un deterioro de la cuenta corriente.

***Sin embargo, el actual marco de política económica y la alta liquidez externa dan a la economía una gran capacidad de absorber eventos externos adversos***

La economía chilena se encuentra en una posición de elevada liquidez externa para mantener la estabilidad de los pagos externos ante cambios adversos en el escenario base. Por una parte, las necesidades de financiamiento de la economía para los próximos dos años son bajas, en términos históricos y sobre la base de una comparación internacional. Esta evaluación se fundamenta en el superávit de cuenta corriente que se espera para este año. Por otra parte, el marco de política definido por un sistema de tipo de cambio flexible con una disponibilidad suficiente de reservas, permite adaptarse adecuadamente ante cambios en el escenario externo. El efecto directo de un alza en las tasas de interés sería de un aumento del servicio de la deuda externa de US\$230 millones, aproximadamente, por cada 100pb de aumento de la tasa de interés, con lo que el efecto directo de un aumento de 550pb, según el escenario de riesgo, sobre la cuenta corriente sería de US\$1.300 millones. La liquidez externa de la economía es suficiente para absorber adecuadamente el efecto directo de este *shock* (sección VI.2).

Análisis similares efectuados también muestran que si la economía chilena estuviera sujeta a un escenario de riesgo extremadamente adverso e improbable en el escenario actual, como sería la conjunción de una fuerte alza de tasas de interés, una caída abrupta del precio del cobre y un aumento sustancial del precio del petróleo, la liquidez externa de la economía le permitiría adaptarse adecuadamente a este escenario.



## Recuadro VI.1: **Acerca del nivel apropiado de las reservas internacionales**

La profundización del proceso de integración financiera internacional ocurrida en los últimos años, así como la importante acumulación de reservas internacionales en algunos de los países que fueron afectados por las crisis de fines de los 90, han reabierto el debate respecto del nivel óptimo de reservas que un país debiese mantener. Este recuadro contiene algunas de las ideas que han estado presentes en este debate y se examinan algunos aspectos relevantes para la discusión sobre el nivel óptimo de reservas en Chile.

### **I. Razones para mantener reservas internacionales en un esquema de flotación cambiaria**

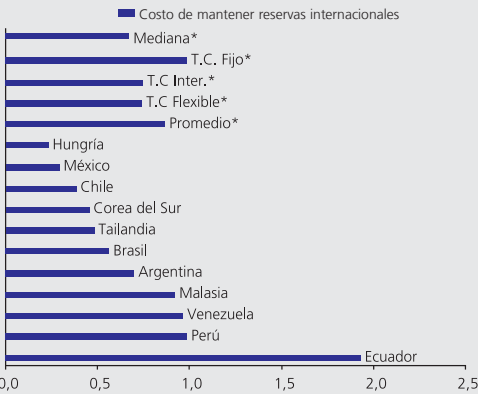
Bajo un esquema de flexibilidad cambiaria, las reservas internacionales tienen dos roles principales. En primer lugar, y bajo circunstancias particulares, el Banco Central puede decidir intervenir el mercado cambiario para atenuar la incertidumbre y la volatilidad del precio de la divisa. Para ello es necesario mantener una posición en moneda extranjera que permita al instituto emisor actuar de manera creíble en el este mercado. En segundo lugar, las reservas internacionales ayudan a preservar la estabilidad de pagos externos, ya que aumentan la confianza de los inversionistas extranjeros respecto de la estabilidad de la moneda y a la capacidad de pago del país en escenarios de turbulencia financiera. Lo anterior es especialmente importante en un contexto de alta integración financiera internacional, en el que los países enfrentan una mayor exposición a reversiones abruptas en los flujos financieros causados por *shocks* de liquidez. Finalmente, un volumen adecuado de reservas induce una mayor confianza de los inversionistas, lo que, a su vez, permite que los agentes domésticos accedan a un financiamiento externo más barato y más estable en el tiempo.

### **II. Costos y beneficios de mantener reservas**

Mantener reservas internacionales es costoso para un país, ya que el rendimiento de los instrumentos en los cuales éstas se encuentran invertidas es menor que su costo alternativo. Una medida aproximada de este costo es el *premio* soberano, que corresponde a la diferencia entre la tasa de interés pagada por los bonos del Gobierno de un país y la pagada por los bonos del Tesoro norteamericano. En el caso de Chile, y utilizando esta aproximación, el costo de las reservas a fines del primer trimestre de 2004 era de aproximadamente 0,2% del PIB. Este nivel es bajo comparado con el que deben asumir otras economías emergentes (gráfico VI.7). Esto se explica básicamente por el bajo nivel del *premio* soberano que ha mostrado Chile con respecto a otros países durante los últimos años.

Gráfico VI.7

Costo de mantener reservas internacionales (porcentaje del PIB)



(\*) Calculado sobre una muestra de 27 países, considerando como costo de las reservas el *spread* soberano de cada país. Se compara el costo promedio para el período 1999-2001. En el caso de Chile éste alcanza a cerca de 0,4% del PIB anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Una forma, si bien indirecta, de medir parte de los beneficios de las reservas, es a través de los efectos de estas sobre la incidencia de crisis financieras externas, o a través de su efecto sobre las condiciones de financiamiento de un país. Trabajos empíricos han mostrado que si un país mantiene niveles bajos de reservas la probabilidad de que éste enfrente una crisis financiera externa aumenta. Esto se ve reflejado, a su vez, en un mayor *premio* soberano, lo cual hace que el acceso de los agentes domésticos al financiamiento externo sea más caro.

Estos efectos son altamente no lineales y dependen de la posición inicial de las variables fundamentales que determinan la vulnerabilidad de un país. Así por ejemplo, si un país posee una buena posición inicial en las variables fundamentales, y su probabilidad inicial de enfrentar una crisis externa es baja, entonces la contribución marginal de las reservas en mejorar su nivel de riesgo es pequeña.

En el caso de Chile, la mayor parte de los estudios internacionales muestran que el país posee fundamentales sólidos y presenta bajos niveles de riesgo, lo cual se refleja en un bajo *premio* soberano. Por lo tanto, cambios marginales en los niveles de reservas en una u otra dirección no tendrían un mayor efecto sobre el riesgo internacional de nuestro país. Por ejemplo, de acuerdo con Soto *et al* (2004)<sup>1/</sup>, si suponemos todo lo demás constante, una disminución del volumen de reservas de US\$1.000 millones podría aumentar entre 4pb y 100pb la probabilidad de que Chile enfrentara una crisis; es decir, la probabilidad de enfrentar una crisis externa aumentaría a lo más en 1%. Algo similar ocurre con el efecto de las reservas sobre el *premio* soberano, en que una caída de las reservas de US\$1.000 millones aumentaría dicho premio a lo más en 1,5pb.

### III. El nivel adecuado de reservas internacionales

Obtener una medida del nivel óptimo de reservas a partir de un análisis de sus costos y beneficios presenta una serie de dificultades tanto analíticas como conceptuales. Por lo mismo, la discusión práctica respecto de los niveles óptimos de reservas se ha centrado en analizar indicadores sencillos de adecuación de reservas.

Los indicadores de adecuación considerados por los analistas, los bancos centrales y los organismos internacionales han variado en el tiempo. En el pasado, se consideraba que un nivel adecuado de reservas era aquél que permitía financiar el equivalente a 3 ó 4 meses de importaciones anuales. En la actualidad, dado que la principal fuente de vulnerabilidad externa se origina en las fluctuaciones de la cuenta financiera, es más relevante evaluar el nivel de reservas con relación a las obligaciones de corto plazo de un país.

En particular, una recomendación práctica que ha adquirido vigencia en el debate internacional señala que las reservas debiesen cubrir las obligaciones externas con vencimiento en 12 meses —la llamada deuda de corto plazo residual—. Hacia marzo del 2004, las reservas internacionales de Chile representaban aproximadamente 1,2 veces la deuda de corto plazo residual del país, con lo que la relación está por encima de la mencionada recomendación. Por otra parte, si comparamos las reservas internacionales de Chile con las mantenidas por otros países bajo este criterio, se observa que la posición del país es muy parecida a la mantenida por otras

economías de similares características (gráfico VI.2). En efecto, a fines de 2003, las reservas chilenas equivalían a 1,5 veces la deuda externa de corto plazo medida a plazo residual <sup>2/</sup>, mientras que la relación promedio de las principales economías emergentes (sin considerar China) era de 1,8. Sin embargo, se debe considerar que este indicador muestra una gran dispersión entre países. Por ejemplo, Sudáfrica mantiene reservas equivalentes a solo el 60% del valor de su deuda de corto plazo, mientras que las economías de Asia emergente mantienen, por lo general, cerca de 3 veces el valor de sus obligaciones de corto plazo con el exterior.

La ausencia, tanto en la literatura académica como en la práctica internacional, de una guía clara y exenta de controversia para determinar el nivel óptimo de reservas hace que el Banco Central evalúe y revise periódicamente el nivel de las mismas considerando para ello una amplia gama de indicadores.

Como consecuencia de la última evaluación realizada, el 5 de noviembre de 2003 el Consejo del Banco Central anunció un programa de canje de instrumentos que involucra una reducción de reservas respecto del nivel que habría prevalecido en ausencia de este programa. En particular, el programa consiste en el ofrecimiento a los tenedores de títulos de deuda denominados en dólares (PRD, BCD y CERO) la posibilidad de canjearlos por títulos de deuda pagaderos en dólares (PCX, BCX y XERO). Además, el Banco Central no continuará renovando los vencimientos de los papeles denominados en dólares que venzan entre el 1° de diciembre de 2003 y el 1° de diciembre de 2004. El programa significa un uso potencial de reservas de hasta US\$3.650 millones durante dicho período. Al 1° de agosto de 2004, se han canjeado US\$1.368 millones. De los US\$ 2.202 millones de vencimientos ocurridos hasta esa fecha, US\$1.142 millones no fue canjeado. El espacio que queda para canjes asciende a US\$1.140 millones.

Por último, es necesario precisar que, aun cuando las decisiones de la autoridad respecto del nivel de reservas que es necesario mantener y las intervenciones del mercado cambiario provocan ajustes en el nivel de las reservas internacionales, no siempre los movimientos de las mismas pueden ser atribuidos directamente a acciones del Banco Central. En efecto, las reservas internacionales de Chile incluyen una serie de partidas, tales como depósitos del Gobierno asociados al Fondo de Estabilización del Cobre, depósitos de Codelco o del sistema financiero por concepto de cuentas corrientes, depósitos a un día y encaje monetario, que fluctúan dependiendo de las decisiones de los agentes respectivos y no del Banco Central. Del mismo modo, los resultados obtenidos por la gestión interna de las reservas generan movimientos en el *stock* de las mismas, que son independientes de la política del Banco Central.

<sup>1/</sup> Soto, C., A. Naudon, E. López y A. Aguirre (2004), "Acerca del Nivel Adecuado de las Reservas Internacionales", Documento de Trabajo N° 267, julio, Banco Central de Chile.

<sup>2/</sup> Cifras del BIS, que difieren levemente de las del BCCh.

## Recuadro VI.2: Evaluación de la estabilidad del sistema financiero chileno realizada por el FMI y el Banco Mundial

*En el marco del Financial Stability Assessment Program (FSAP) del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y accediendo a una invitación de las autoridades chilenas, una misión conjunta de esas instituciones financieras internacionales llevó a cabo una Evaluación de Estabilidad del Sistema Financiero (EESF) entre diciembre de 2003 y julio de 2004. El programa FSAP está diseñado para asistir a los gobiernos, bancos centrales y autoridades supervisoras de los países, en la evaluación de las fortalezas y debilidades del sector financiero y las vulnerabilidades a shocks macroeconómicos; el análisis de temas institucionales y estructurales que inciden en el desarrollo del sector financiero; y la evaluación del cumplimiento de los estándares y códigos internacionales relevantes para el sector.*

*A continuación se reproduce el resumen del reporte preparado por el FMI, en una traducción del Banco Central de Chile de la versión en inglés.*

El sistema bancario chileno se encontró sólido, resistente a *shocks* y bien supervisado. Los bancos están bien capitalizados, son rentables, están internacionalmente integrados y tienen, relativamente, bajos niveles de cartera vencida. Las pruebas de tensión indican que los bancos podrían absorber *shocks* macroeconómicos importantes y que éstos solo impactarían su solvencia en forma moderada. Aun cuando la competencia bancaria se mantiene limitada, ésta se ha incrementado significativamente en los últimos años.

Los fondos de pensiones privados (FP) son los inversionistas institucionales dominantes en el país por un amplio margen. Existe espacio para mejorar su impacto sobre el sistema financiero doméstico mediante una relajación juiciosa de su excesivamente restrictivo régimen de inversión, sin menoscabar su función fiduciaria. Adicionalmente, los recientes esfuerzos para incrementar la competencia en esta industria deberían ser intensificados. El sector de seguros presenta cierta insuficiencia de provisiones por riesgo, enfrenta una mayor competencia y presenta debilidades en su marco regulatorio de resolución de problemas. Tanto el aumento necesario de provisiones como las reformas al marco de supervisión deben ser cuidadosamente planificadas y puestas en práctica.

Algunas carencias importantes en la infraestructura de mercado, que limitan la liquidez y la inversión, necesitan ser superadas. Para ello se requeriría incorporar firmemente en la ley conceptos claves relacionados con la liquidación y compensación de valores, la organización de un

mercado de préstamos de valores, la introducción de mecanismos de neteo multilaterales, y con la formalización de un sistema de *market makers*. Los métodos de valorización y la estandarización de contratos en los mercados de valores, así como la transparencia del mercado OTC, necesitan ser mejorados. Se deberían incorporar los estándares internacionales de reportes de estados financieros para las firmas listadas en bolsa y efectuar una revisión de las normas tributarias del sector financiero.

El actual sistema segmentado de supervisión financiera ha funcionado adecuadamente hasta ahora, pero debería adaptarse a las necesidades de un sistema financiero crecientemente integrado y complejo. Las reformas deberían enfocarse, en el corto plazo, a mejorar la cooperación entre los reguladores y a llenar las brechas relacionadas con el monitoreo sistémico del mercado. En el mediano plazo, cambios legales serían necesarios para apoyar un sistema de supervisión de conglomerados financieros completamente consolidado. Este cambio debería ir acompañado de progresos adicionales desde un sistema de supervisión basado en reglas hacia uno basado en riesgos, unido a un fortalecimiento de la autonomía financiera y legal de las agencias supervisoras y de mejoras en los mecanismos por los que éstas responden por sus actos.

El marco para el LD-CFT (lavado de dinero y combate contra el financiamiento del terrorismo) necesita fortalecerse mediante: (i) la revisión de los limitados poderes sancionadores de la Unidad de Análisis Financiero y de su inadecuado acceso a las fuentes de información; y (ii) la extensión de rango de aplicación del LD-CFT a los operadores de cambios externos, corredores de valores y compañías de seguros.

Nota: Los EESF están diseñados para evaluar la estabilidad y el desempeño del sistema financiero como un todo y no los de instituciones individuales. Los EESF no consideran los riesgos que son específicos a las instituciones individuales, tales como la calidad de los activos, los riesgos legales y operacionales, o los fraudes.

## Índice de Tablas y Gráficos

### Tablas

I.1: Crecimiento de economías más desarrolladas y proyecciones	7
II.1: Crecimiento de las economías más desarrolladas y proyecciones	16
II.2: Expectativas sobre variables macroeconómicas	19
III.1: Evolución de las clasificaciones de riesgo	26
III.2: Variación porcentual real últimos 12 meses de la deuda de hogares, según componente	29
III.3: Composición del <i>stock</i> de deuda de hogares	29
III.4: Clasificación de bonos soberanos	32
IV.1: Agentes e instrumentos del sector financiero no bancario	35
IV.2: <i>Stock</i> y flujos de las IFNB	36
IV.3: Rentabilidad real por fondo	37
IV.4: Cartera de los FP por instrumento	38
IV.5: Cartera de las CSV por instrumento	39
IV.6: Indicadores de gestión de las CSV	40
IV.7: Cartera de las FM por instrumento	41
VI.1: Endeudamiento externo de la economía chilena, enero - junio de 2004	56
VI.2: Deuda externa de la economía chilena	57

### Gráficos

I.1: Tasa de política monetaria y Libor 3 meses	7
I.2: Tasas de interés de corto plazo	8
I.3: Costo de financiamiento y cobertura de intereses	9
I.4: Deuda y carga financiera de los hogares, como porcentaje del ingreso disponible	9
I.5: Premios de bonos soberanos de economías emergentes	10

I.6: Balance convencional y estructural del Gobierno Central	10
I.7: Límite y cobertura de inversión extranjera de los FP	11
I.8: Rentabilidad del capital por tipos de bancos	11
I.9: Deuda externa total de Chile	13
I.10: Deuda externa del sector privado por país del acreedor	13
II.1: Cambio en curva de rendimiento de bonos cero cupón	15
II.2: Curva de contratos futuros de tasa de fondos federales a 30 días	15
II.3: Índices bursátiles de economías más desarrolladas	16
II.4: Bonos corporativos de Estados Unidos: brecha entre clasificaciones de riesgo	16
II.5: Índice del tipo de cambio nominal de economías más desarrolladas	17
II.6: Volatilidad implícita de tipos de cambio nominales en economías más desarrolladas	17
II.7: Premios de bonos soberanos de economías emergentes	17
II.8: Índices bursátiles de economías emergentes	18
II.9: Posicionamiento de fondos de inversión en economías emergentes	18
II.10: Indicadores macroeconómicos	19
II.11: Tasas de interés de corto plazo	19
II.12: TPM, expectativas y curva <i>forward</i>	20
II.13: Tasas de interés de largo plazo	20
II.14: Spread de bonos corporativos	20
II.15: Emisión de instrumentos de renta fija de largo plazo	21
II.16: IPSA y relación precio/utilidad	21
II.17: Nivel y volatilidad del tipo de cambio nominal	21
II.18: Mercado local y externo de cobertura cambiaria: interés abierto	22
III.1: Evolución de las fuentes de financiamiento. Cambio en <i>stocks</i>	23
III.2: Evolución de las fuentes de financiamiento	24
III.3: Razón deuda sobre patrimonio	24
III.4: Razón deuda sobre patrimonio, comparación internacional	25
III.5: Rentabilidad y márgenes del SE	25
III.6: Costo de financiamiento y cobertura de intereses	26
III.7: Evolución de la razón ácida	26
III.8: Evolución del número de quiebras y de empresas con pérdidas	27
III.9: Intersección de indicadores financieros 2003-2004	27
III.10: Ejercicio de tensión de tasa de interés: efecto en cobertura de intereses	28
III.11: Ejercicio de tensión de tasa de interés: distribución de deuda bancaria local en torno al indicador de cobertura	28
III.12: Ejercicio de tensión de tipo de cambio: distribución de deuda bancaria local en torno al indicador de cobertura	29



III.13: Tasas de interés promedio (ponderado por monto), según tipo de operación	30
III.14: Indicadores de riesgo de carteras de consumo y vivienda, sector bancario	30
III.15: Créditos de vivienda distintos de letras hipotecarias o mutuos hipotecarios endosables sobre total de colocaciones hipotecarias	31
III.16: Balance convencional y estructural del Gobierno Central	31
III.17: Deuda bruta como proporción del PIB	32
III.18: Deuda neta GC, BC y SGC	32
IV.1: Compras netas trimestrales de las IFNB	36
IV.2: Límite y cobertura de inversión extranjera	38
IV.3: Prima directa trimestral de las CSV	38
IV.4: Margen de ganancia de largo plazo por venta de rentas vitalicias	39
IV.5: Evolución del patrimonio neto por tipo de fondo	40
IV.6: Tasa de rentabilidad mensual comparada	40
V.1: Colocaciones por tipo de deudor del sistema bancario	43
V.2: Composición de los resultados del sistema bancario	43
V.3: Eficiencia del sistema bancario	44
V.4: Capitalización del sistema bancario	44
V.5: Distribución del índice de cartera vencida	44
V.6: Composición de las provisiones por riesgo de crédito del sistema bancario	45
V.7a: Ejercicio de tensión de riesgo de crédito	45
V.7b: Ejercicio de tensión de riesgo de crédito	45
V.8: Distribución del índice de liquidez a menos 90 días	46
V.9: Importancia relativa de las fuentes de financiamiento del sistema bancario	46
V.10a: Ejercicio de tensión de riesgo de moneda	47
V.10b: Ejercicio de tensión de riesgo de moneda	47
V.11a: Ejercicio de tensión de riesgo de tasas	48
V.11b: Ejercicio de tensión de riesgo de tasas	48
V.12: Pagos diarios liquidados en el sistema LBTR	54
V.13: Cámaras de compensación, evolución diaria de saldos netos deudores, abril y mayo del 2004	54
VI.1: Reservas internacionales / deuda externa de corto plazo residual	60
VI.2: Reservas internacionales / deuda externa de corto plazo residual	60
VI.3: Deuda externa total de Chile	60
VI.4: Deuda externa	61
VI.5: Deuda externa sector privado por país del acreedor	61
VI.6: Indicador de integración financiera (2001)	61
VI.7: Costo de mantener reservas internacionales	64

**Juan Esteban Laval Z.**

Representante Legal

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Agosto 2004

Edición de 1.000 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)

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

---

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