

# **INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

## **Segundo Semestre 2013**



# **INFORME**

# **DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

## **Segundo Semestre 2013**



# **CONTENIDO\*/**

<b>PREFACIO</b>	<b>5</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>7</b>
<b>I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS</b>	<b>11</b>
<b>II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES</b>	<b>17</b>
<b>III. USUARIOS DE CRÉDITO</b>	<b>21</b>
<b>IV. SISTEMA BANCARIO</b>	<b>33</b>
<b>V. REGULACIÓN FINANCIERA</b>	<b>41</b>
<b>VI. SISTEMA DE PAGOS</b>	<b>53</b>
<b>RECUADROS</b>	
Evolución de la deuda sectorial de las empresas chilenas	29
Evolución del indicador de riesgo: Porcentaje de empresas con rentabilidad negativa	31
Depósitos institucionales en la banca chilena	39
Conglomerados financieros en Chile	49
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>57</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>61</b>
<b>ABREVIACIONES</b>	<b>67</b>

---

\*/ El cierre estadístico del IEF fue el 30 de octubre de 2013.



# PREFACIO

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

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

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

## **El Consejo**



# RESUMEN

**Los principales riesgos externos destacados en el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) anterior se mantienen vigentes.** El proceso de retiro del programa excepcional de estímulo monetario en EE.UU. (QE, por sus siglas en inglés) es una primera fuente de riesgo. Si bien ello llevará a la normalización de lo que han sido condiciones de financiamiento externo históricamente favorables para Chile, no pueden descartarse nuevos períodos de volatilidad en los mercados externos durante este proceso. De materializase, tendrían un impacto tanto en las condiciones de financiamiento externas para las instituciones chilenas como en la valoración de los activos de mayor riesgo en el mercado local, el tipo de cambio y, eventualmente, en las tasas de interés de largo plazo en Chile.

**Otro riesgo es una desaceleración económica abrupta de alguna economía emergente de mayor tamaño,** en particular de China. Ello, por su potencial impacto en el precio de las materias primas, incluyendo el cobre. Esta caída de los precios tendría un efecto directo sobre los ingresos y los planes de inversión del sector exportador chileno.

**La profundización de la crisis en la Eurozona continúa siendo una fuente de riesgo externo relevante.** A pesar de los avances en el ámbito de la supervisión financiera y que la región salió de la recesión en que se encontraba, persiste la probabilidad de que se produzca un nuevo episodio de tensiones en los mercados de deuda pública o privada. Los efectos de este evento en el financiamiento externo, la valoración de los activos riesgosos y el tipo de cambio podrían ser materiales.

**De los tres escenarios de riesgo planteados, el episodio de volatilidad asociado al retiro de los estímulos monetarios es el más probable.** Sin embargo, una profundización de la crisis en la Eurozona o una desaceleración severa de una economía emergente sistémica tendrían un mayor impacto en el sistema financiero chileno.

**La banca cuenta con niveles de capital que deberían permitirle mantenerse solvente ante un deterioro relevante del crecimiento económico y de sus condiciones de financiamiento.** Los ejercicios de tensión muestran que el nivel de capital del sistema bancario le permite absorber las pérdidas generadas por un escenario de riesgo macroeconómico que combina una contracción de la actividad —similar a la observada en la crisis *subprime*—, mayores costos de financiamiento de corto y largo plazo, y una depreciación significativa y abrupta del tipo de cambio. **Un ejercicio**



específico —motivado por los escenarios de riesgo identificados en el proceso de salida de QE— muestra que la banca en general mantiene una exposición acotada a un alza abrupta de las tasas de interés de los papeles de largo plazo.

**Existen, sin embargo, hechos en el mercado local que deben ser monitoreados con detención.** En el sector inmobiliario, el crecimiento del crédito hipotecario se ha mantenido estable, debido en parte a aplazamientos en la entrega de viviendas comprometidas en períodos anteriores. Los índices de precios residenciales mantienen la dinámica de períodos previos, y estas alzas se dan en un escenario de alta demanda y bajas existencias. Por su parte, la oferta esperada de oficinas continúa aumentando, llegando a niveles históricamente altos. **En este contexto, es importante que los actores involucrados consideren en sus decisiones de inversión y financiamiento que las tendencias en los precios y la demanda en este sector podrían no continuar,** especialmente dado los riesgos externos descritos, el aumento previsto de la oferta y la desaceleración esperada de la economía.

Los indicadores de endeudamiento agregado de los hogares muestran una baja marginal, aunque con cambios en su composición. **En efecto, la evidencia disponible sugiere que se mantiene un mayor dinamismo de la deuda bancaria, particularmente en los hogares de ingresos medios y altos.** En la medida que los bancos evalúen y consideren apropiadamente los riesgos de crédito inherentes a este segmento, ello no debiera constituir una fuente de vulnerabilidad. Sin embargo, existen factores que podrían contribuir a una subestimación de tales riesgos. Primero, los créditos rotativos han mostrado un importante dinamismo en los últimos años. Segundo, la ausencia de un registro consolidado de deuda dificulta la evaluación del riesgo de crédito de los hogares por parte de los supervisores y oferentes. Por último, los bancos que más expandieron sus colocaciones de consumo en el último tiempo tienen un deterioro relativamente mayor de sus indicadores de no-pago, coherente con una mayor toma de riesgo en este segmento. Hasta ahora este mayor deterioro se ha acompañado de mayores provisiones.

La deuda total de las empresas se mantiene estable en relación con el PIB. Los indicadores financieros de aquellas que reportan a la SVS también se mantienen estables. **No obstante, un conjunto de empresas de mayor tamaño ha enfrentado un deterioro relevante de su rentabilidad.**

**Si bien en los últimos años la banca ha tendido a reducir su dependencia del financiamiento mayorista de corto plazo, algunos bancos pequeños y medianos mantienen una alta dependencia de dicha fuente.** Aun cuando el fondeo mayorista juega un rol relevante en la disciplina de mercado, es particularmente sensible a cambios en las percepciones sobre el riesgo de los emisores y sobre la liquidez de sus instrumentos en el mercado secundario. Además, eventos ocurridos en los últimos años muestran que las noticias negativas en los conglomerados financieros nacionales y extranjeros pueden repercutir adversamente en el costo de fondos en el mercado mayorista de los bancos pertenecientes a estos grupos. Dado lo anterior, es importante que la banca mantenga una base de financiamiento diversificada en contrapartes y plazos. También, que los

bancos consideren dentro de su gestión de liquidez el desarrollo de ejercicios de tensión y planes de contingencia que reflejen apropiadamente sus riesgos, estrategias de negocios, condición financiera y capacidad de financiamiento bajo distintas condiciones de mercado. Además, es importante que la banca internalice correctamente los riesgos patrimoniales y reputacionales de las exposiciones con entidades relacionadas, siendo para ello crucial un adecuado marco de gobierno corporativo.

**En este contexto, es importante destacar tres antecedentes regulatorios.** Primero, la SBIF perfeccionó su marco regulatorio sobre gobiernos corporativos en la banca. Segundo, referido a los eventuales efectos de contagio entre conglomerados financieros, la SBIF fortaleció la normativa que limita las operaciones con deudores relacionados, aumentando sus herramientas de supervisión en este ámbito. Tercero, en relación con las estructuras de financiamiento, el Banco Central está revisando la normativa de liquidez para las empresas bancarias con el fin de fortalecer las políticas de gestión de liquidez, incluir límites normativos vinculantes en base consolidada, estandarizar los supuestos de los modelos internos, expandir la información al mercado sobre la posición de liquidez de cada banco y avanzar hacia los nuevos estándares de liquidez de Basilea.

**Por último, y tal como se anticipaba, la economía chilena ha comenzado a desacelerarse, situación que afectará el crecimiento de los ingresos de hogares y empresas.** En los últimos meses, la actividad y la demanda interna se han desacelerado, esperándose que la economía crezca entre 3,75 y 4,75% en el 2014. La combinación de un crecimiento algo menor de la actividad con posibles episodios de volatilidad en los mercados financieros requiere que los agentes ajusten apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y de otorgamiento de crédito.



# I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

*Los principales elementos de riesgo externo son una eventual sobre-reacción de los mercados frente al retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos, el surgimiento de nuevas tensiones en la Eurozona y un deterioro de las condiciones macro-financieras en economías emergentes de mayor tamaño.*

## EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

**Los anuncios de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) en torno a la normalización del estímulo monetario generaron importantes alzas de las tasas de interés de largo plazo.**

En un primer momento, y coincidiendo con el cierre del último IEF, los anuncios sugerían un adelantamiento del proceso de retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. Esto provocó un aumento de la tasa del bono del Tesoro a 10 años superior a 100 puntos base (pb) (gráfico I.1). Posteriormente, anuncios, y en particular el realizado en septiembre, sugerían una mantención de dichos estímulos, lo que llevó a una reversión parcial de estas alzas.

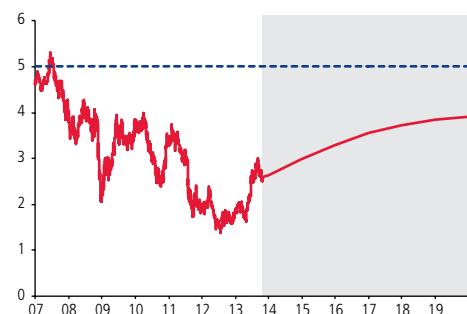
En la medida que se concrete el retiro de los estímulos monetarios las tasas de interés de largo plazo debieran seguir aumentando. De hecho, los *forwards* y los promedios históricos de las tasas de interés de largo plazo apuntan a alzas adicionales de entre 100 y 200pb. Este proceso podría involucrar nuevos períodos de volatilidad, con alzas más rápidas que lo anticipado de las tasas largas y posteriores correcciones. De hecho, la reacción de las tasas de interés de largo plazo entre mayo y septiembre puede tomarse como un ejercicio de tensión de lo que podría ocurrir durante el resto del proceso. En este período se observaron fluctuaciones de las tasas de interés de largo plazo mayores que las observadas en 1994 —período en el cual la FED aumentó sorpresivamente su tasa de política monetaria— (gráfico I.2).

**Las discusiones en materia fiscal en EE.UU. también incidieron en la volatilidad de los mercados financieros.**

Hacia fines de septiembre y principios de octubre, las dificultades que tuvo el Gobierno de EE.UU. para lograr acuerdos en materia fiscal también generaron volatilidad en los mercados financieros. Si bien finalmente se logró un acuerdo con el Congreso, su carácter temporal no permite descartar nuevas tensiones relacionadas con negociaciones en la materia.

**GRÁFICO I.1**

Bono del tesoro de EE.UU. a 10 años plazo (\*)  
(porcentaje)

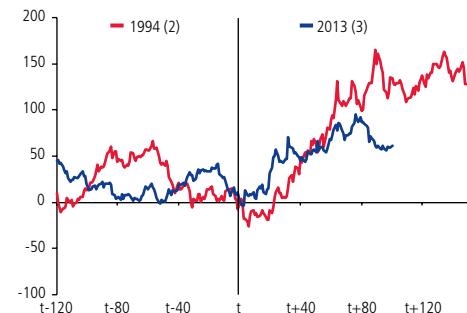


(\*) Área sombreada indica proyecciones usando *forwards* de tasas de interés; línea punteada corresponde al promedio 1990-2003.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.2**

Bono del tesoro estadounidense a 10 años:  
Evolución en torno a eventos de volatilidad  
(puntos base) (1)



(1) Cada intervalo de tiempo representa un día.

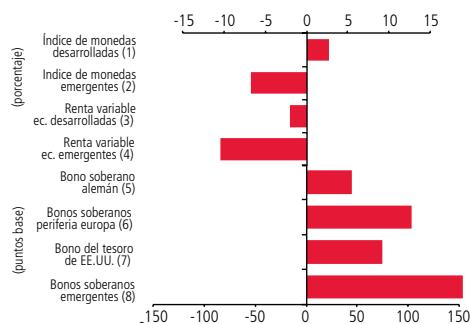
(2) t corresponde al 4 de febrero, día en que la FED comenzó un proceso de alzas de tasas.

(3) t corresponde al 22 de mayo, día en que el presidente de la FED anunció un posible fin al estímulo monetario extraordinario.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.3**

Variación de los precios de los activos financieros entre el 22 de mayo y el 1 de septiembre de 2013  
(puntos base y porcentaje)

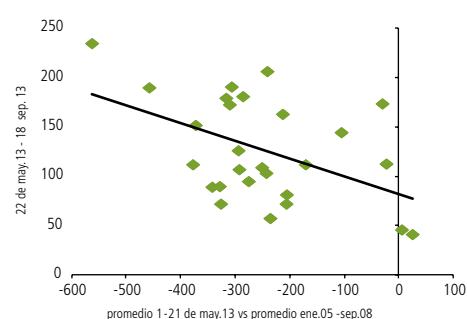


- (1) Inverso del tipo de cambio promedio entre el dólar y las principales monedas mundiales.
- (2) JPMorgan Emerging Markets Currency Index.
- (3) MSCI Developed Economies Index.
- (4) MSCI Emerging Markets Index.
- (5) Duración 5 años.
- (6) Promedio simple bonos soberanos de 5 años de España, Italia, Irlanda y Portugal.
- (7) Bono soberano de EE.UU. a 10 años.
- (8) Índice EMBI Global composite.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.4**

Compresión de primas por riesgo soberano en economías emergentes (\*)  
(puntos base)



- (\*) Corresponde a las diferencias entre las tasas de endeudamiento externo en los períodos señalados. Los países incluidos en la muestra son: Chile, China, Polonia, Malasia, Rusia, Sudáfrica, Brasil, México, Panamá, Perú, Colombia, Indonesia, Kazajastán, Filipinas, Turquía, Uruguay, Rep. Dominicana, Libano, Serbia, Vietnam, Belice, Jamaica, Hungría, El Salvador, Pakistán, Sri Lanka y Georgia. La línea negra corresponde al ajuste de una regresión lineal.

Fuente: JP Morgan.

### El aumento en las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. tuvo un fuerte impacto sobre los mercados financieros globales.

Estos eventos tuvieron un fuerte impacto en la valorización de los activos financieros de las economías emergentes, incluyendo caídas del valor de las acciones y depreciaciones cambiarias (gráfico I.3). Las señales de perspectivas de crecimiento más acotadas para China pueden haber contribuido a esta caída. Los flujos de portafolio salieron desde las economías emergentes hacia las desarrolladas en los momentos de mayor incertidumbre y las emisiones de bonos soberanos de las primeras se redujeron drásticamente hacia mediados de año. Los mercados accionarios subieron y las monedas se apreciaron en las economías desarrolladas.

El IEF anterior había dado cuenta de la importante baja de las primas por riesgo de la deuda soberana de las economías emergentes que se había observado durante la implementación de los estímulos monetarios en EE.UU. Parte del deterioro de las condiciones de financiamiento de las economías emergentes observada en los últimos meses corresponde a una reversión de esta situación. De esta forma, se observaron mayores alzas de los premios por riesgo en aquellos países que habían visto una mayor caída en el período previo. Estos países, además, tienden a tener menor rating crediticio (gráfico I.4).

Hacia adelante, cabe esperar aumentos de las tasas de interés en dólares de la deuda soberana de las economías emergentes, no solo por el incremento que tendrán las tasas de interés base en las desarrolladas, sino también por la descompresión pendiente de las primas por riesgo.

### En la Eurozona persiste un escenario complejo, donde interactúan la fragilidad macroeconómica, el sistema bancario y la sustentabilidad fiscal.

Las proyecciones de crecimiento para la región siguen sin mostrar mejoras sustantivas. No obstante, los últimos datos dan cuenta que salieron de la recesión en que se encontraban. Para el 2014, el IPoM de diciembre contempla una expansión de su economía de 1%, igual a lo esperado en junio, mientras que para el 2015 se espera una de 1,4%. Por su parte, las medidas de productividad, a partir del costo laboral unitario, se han mantenido estables.

En materia fiscal, si bien se han registrado mejoras y varios países han cumplido con las metas de reducción de déficit planteadas, las necesidades de financiamiento del sector público de las economías de la periferia siguen elevadas, haciéndolas vulnerables a cambios en las condiciones de endeudamiento. Ello es especialmente válido para Italia, donde las necesidades de financiamiento del 2014 alcanzan a 28% del PIB (gráfico I.5). Por otra parte, el surgimiento de tensiones políticas, en particular en Italia y Portugal, pueden dificultar el cumplimiento de las metas fiscales.

Los bancos de la Eurozona mantienen niveles de capital relativamente elevados. Si bien el análisis detallado de sus carteras de activos en el contexto

de las pruebas de tensión que desarrollará el Banco Central Europeo el 2014 es un avance importante hacia estándares de información homogéneos y un proceso de supervisión común, puede ser una fuente de volatilidad en algunas economías. Por último, pese a que en los últimos meses se han producido avances tendientes a desacoplar el riesgo bancario del riesgo soberano mediante la creación de un supervisor bancario único y garantía común a los depósitos, los progresos han sido lentos.

### **Las tasas de crecimiento de las economías emergentes se han reducido....**

Las economías emergentes se han desacelerado, incluyendo varias economías de mayor tamaño. Las perspectivas de crecimiento del consenso para el 2014 han tenido repetidas correcciones a la baja durante el último año, y apuntan a cifras inferiores a las tasas de años previos (gráfico I.6). En particular, el crecimiento esperado de China, si bien relativamente alto (algo menor a 7,5% en los próximos años), es significativamente inferior a las expansiones de dos dígitos observadas anteriormente.

### **...y no se pueden descartar mayores desaceleraciones derivadas, por ejemplo, de un deterioro del sistema financiero en China.**

El importante crecimiento del crédito en los últimos años constituye una eventual fuente de vulnerabilidad en China, especialmente por el creciente rol de los intermediarios no-bancarios. Ello, pues la falta de regulación y supervisión apropiada de estos oferentes no permite tener una valoración exacta del stock, ni de los riesgos de crédito y liquidez involucrados (FMI, 2013a). Por su parte, la salud de los bancos también podría verse afectada por su creciente exposición a la deuda con los gobiernos locales, los cuales se endeudan contra colaterales inmobiliarios.

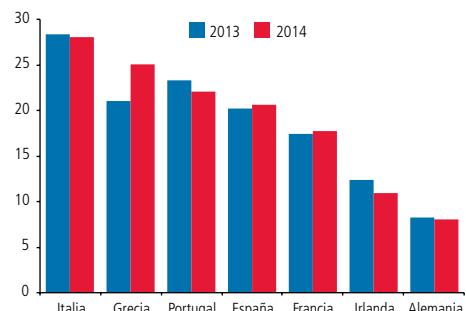
En este contexto, una profundización de las medidas de política que las autoridades chinas han tomado para mitigar dichos riesgos podría tener un efecto mayor al esperado sobre el crecimiento de dicho país. Ello podría tener un impacto relevante en el resto del mundo emergente, tanto por sus lazos comerciales con esta economía asiática como por su incidencia en la determinación de los precios de las materias primas.

### **El proceso de retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. podría tener un impacto significativo en algunas economías emergentes.**

Como se mencionó anteriormente, el proceso de retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. probablemente vendrá aparejado con episodios de volatilidad en los mercados financieros. En este sentido, y tal como lo demostraron los episodios recientes, existen algunas economías que podrían sufrir efectos negativos más marcados debido a vulnerabilidades que acumularon anteriormente. De hecho, en varios países emergentes se han observado tasas de crecimiento del crédito elevadas, en otros, deterioros de las posiciones fiscales y/o incrementos de la inflación, entre otros factores (gráfico I.7). Especial atención merecen economías como Brasil, Turquía, India,

**GRÁFICO I.5**

Necesidades de financiamiento soberano (\*)  
(porcentaje del PIB)

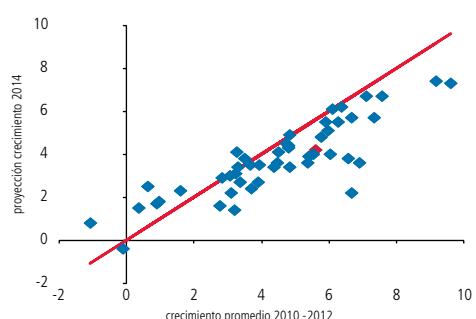


(\*) Considera déficit fiscal y vencimientos de deuda soberana.

Fuente: FMI.

**GRÁFICO I.6**

Proyección de crecimiento para el 2014 (\*)  
(porcentaje)

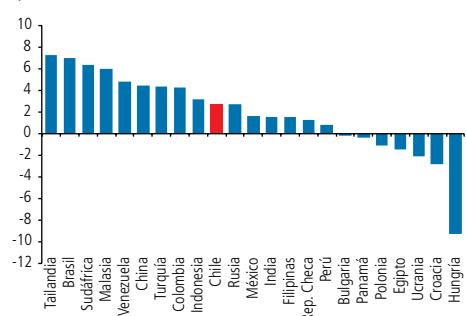


(\*) La línea roja indica recta de 45°.

Fuente: Consensus Forecasts.

**GRÁFICO I.7**

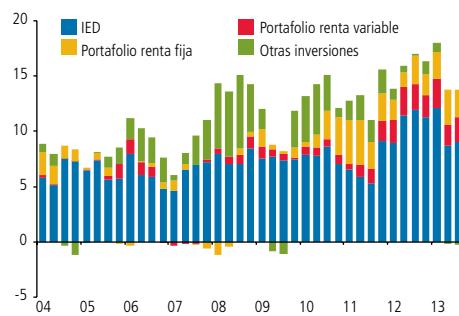
Variación del crédito al sector privado  
(puntos del PIB, 2011-2012)



Fuente: Banco Mundial.

**GRÁFICO I.8**

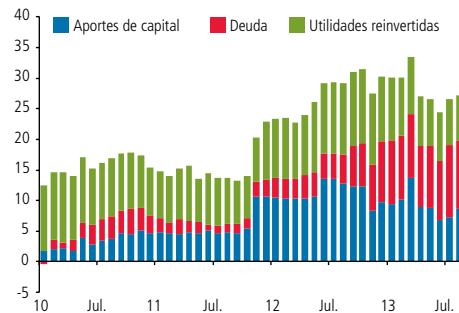
Entradas brutas de capitales a Chile  
(porcentaje del PIB, trimestre móvil)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO I.9**

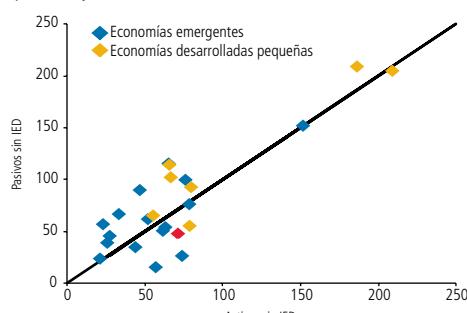
Composición de la inversión extranjera directa  
(miles de millones de dólares, acumulado doce meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO I.10**

Stock de activos y pasivos externos líquidos (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) La muestra de economías emergentes incluye a Brasil, Bulgaria, Chile (en rojo), China, Colombia, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, México, Panamá, Perú, Polonia, Rep. Checa, Turquía y Venezuela. Las economías desarrolladas, pequeñas y abiertas, son Australia, Canadá, Dinamarca, Israel, Nueva Zelanda, Rep. Corea y Suecia. Datos al primer trimestre del 2013; para aquellos en que no están disponibles a esa fecha, se consideran cifras al cuarto trimestre del 2012. Línea negra indica recta de 45°.

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

Indonesia y Sudáfrica, que tienen algunas de estas características y que en estos últimos meses han visto mayores presiones cambiarias.

**En este contexto, la posición de solvencia y liquidez de Chile se ha mantenido favorable.**

En contraste con la salida de capitales bastante generalizada que se observó en las economías emergentes desde el último IEF, en Chile la entrada bruta de capitales se ha mantenido en niveles relativamente elevados, algo por debajo de 15% del PIB (gráfico I.8). Ello es especialmente notorio en los flujos de portafolio, que siguen en torno a 5% del PIB, a diferencia de otros mercados emergentes que sufrieron salidas abruptas entre mayo y septiembre de este año. Así, el período de mayor volatilidad externa se reflejó en menores emisiones de bonos de privados en el exterior en comparación con los primeros meses del año, aunque estas tuvieron un repunte importante en octubre.

Al igual que en períodos previos, las entradas de capital siguen dominadas por la inversión extranjera directa (IED, 67% de los pasivos externos en el tercer trimestre). El componente de deuda relacionada matriz-filial continúa exhibiendo un importante dinamismo y se focaliza principalmente en los sectores mineros y de servicios financieros (gráfico I.9). En el caso de minería, este componente se asocia directamente al ciclo de la inversión minera destacado en IEF previos. En todo caso, la maduración del ciclo de inversiones en este sector, comentada en detalle en el IPoM, sugiere que los montos de IED, incluyendo préstamos relacionados, irán reduciéndose en el tiempo.

Como se destacó en el IEF anterior, la alta fracción de la IED en el stock de pasivos externos le otorga mayor resiliencia a la economía chilena ante eventos de volatilidad en los mercados de financiamiento externo. Por otra parte, los indicadores de solvencia y liquidez agregados de la economía chilena se mantienen estables y en niveles favorables desde una perspectiva histórica. La posición deudora de la posición de inversión internacional neta (PIIN) se redujo de 18,2 a 15,7% del PIB<sup>1</sup> entre el primer y tercer trimestre del 2013. Por su parte, la composición de plazos también es favorable, creciendo el componente de largo plazo de la deuda externa desde 81,4% al primer trimestre del 2013 a 84,4% al tercer trimestre del 2013. La deuda externa de corto plazo residual cayó en igual período, desde 112 a 108% de las reservas internacionales de libre disponibilidad. Finalmente, la tenencia de activos líquidos externos sigue siendo superior a la de pasivos líquidos externos, comparándose favorablemente con otros países emergentes y economías desarrolladas pequeñas y con la historia reciente (gráfico I.10 y tabla I.A1 anexo).

<sup>1</sup> PIB a tipo de cambio real constante (índice base sep. 13=100).

---

## PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

Los principales factores de riesgo externo para el sistema financiero chileno son una eventual sobre-reacción de los mercados frente al retiro de los estímulos monetarios en EE.UU., el surgimiento de nuevas tensiones en la Eurozona y un deterioro de las condiciones macro-financieras en economías emergentes sistémicas.

Una sobre-reacción a cambios en las políticas de la FED redundará en condiciones de financiamiento externo menos favorables para las economías emergentes, incluyendo la chilena. Este escenario también tendrá implicancias sobre la valoración y volatilidad de activos riesgosos, las tasas de interés de largo plazo locales y el tipo de cambio.

La materialización de los riesgos asociados a la Eurozona tendría efectos cualitativamente similares a este escenario, con la excepción de los efectos al alza de las tasas de interés locales de largo plazo.

Finalmente, una desaceleración económica mayor a la esperada en China u otras economías emergentes de mayor tamaño preocupa en especial por su incidencia en la evolución del precio de las materias primas, incluyendo el cobre. Esta caída de los precios tendría repercusiones directas en las exportaciones chilenas e impactaría negativamente el proceso de inversión en la minería, con los consiguientes efectos en aquellos sectores más vinculados a dicha inversión (comercio, construcción, manufacturas y otros servicios).

La probabilidad de ocurrencia y posible impacto en Chile varía entre estos tres escenarios de riesgo. La probabilidad de observar eventos de marcada volatilidad frente a un potencial retiro de los estímulos monetarios es más alta que la probabilidad de enfrentar una agudización de la situación en la Eurozona y/o de observar desaceleraciones más severas que las esperadas en algunas economías emergentes. No obstante, se estima que el impacto de los eventos de riesgo asociados al proceso de retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. es menor que los otros factores de riesgo. En parte, esto responde a que los cambios en la política monetaria estadounidense debiesen darse en un contexto en que dicha economía se encuentre en una fase de recuperación, por lo que el retiro de los estímulos debiese verse compensado por una mayor demanda externa y aumentos de los términos de intercambio.



## II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

*La dinámica del mercado monetario sigue influenciada por efectos de portafolio y el mercado de renta fija continúa con bajos niveles de sensibilidad a factores externos.*

### MERCADO MONETARIO

**La dinámica del mercado monetario ha estado influenciada por el comportamiento de actores institucionales locales.**

Desde el último IEF, el *spread* promedio entre la tasa de captación *prime* en pesos de los bancos y la tasa *swap* promedio cámara presentaron fluctuaciones acotadas, y niveles en torno a sus promedios históricos (gráfico II.1). Esto, en un contexto donde los principales determinantes del nivel del *spread*, como las primas por riesgo local y externo, permanecieron relativamente estables. Las fluctuaciones de este *spread* fueron influidas por las variaciones en la tenencia de depósitos a plazo por parte de agentes institucionales.

En este período, sin embargo, un banco enfrentó en el mercado mayorista tasas de interés desalineadas respecto de sus patrones históricos (gráfico II.2). Esto, producto de efectos de contagio desde su controlador, gatillados por la situación financiera de una de las empresas pertenecientes a dicho grupo. Ello ha tendido a normalizarse durante el cuarto trimestre a partir de acciones del banco, del grupo controlador y una decantación de la información disponible, incluyendo la magnitud acotada de las exposiciones a empresas relacionadas (Capítulo IV).

Por su parte, los fondos de pensiones continuaron enfrentando cambios masivos de fondos por parte de sus afiliados tras los anuncios de asesores financieros. Estos anuncios han sido más frecuentes durante el segundo semestre del 2013 (tabla II.1). Estos movimientos han estado acompañados de variaciones en la tenencia de depósitos a plazo de entre 2 y 12% del stock de depósitos administrado por los fondos de pensiones. Según fuentes de mercado, el menor efecto de los cambios de afiliados en la tenencia de depósitos en algunos episodios se debe a una estrategia de obtención de ganancias de capital en un escenario de expectativas a la baja para la TPM.

**GRÁFICO II.1**

Mercado monetario en pesos (\*)  
(puntos base)

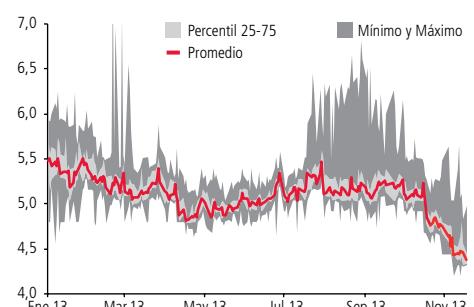


(\*) Considerando el *spread prime-swap* promedio cámara. Las líneas horizontales indican para cada serie el promedio del período 2005-2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

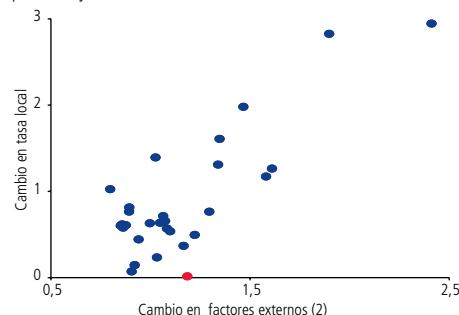
**GRÁFICO II.2**

Tasas bolsa DPF a 30 días (\*)  
(porcentaje)



(\*) Datos actualizados al 19 de noviembre de 2013.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

**GRÁFICO II.3**Tasas soberanas de largo plazo (1)  
(porcentaje)

Como se señaló en el IEF anterior, en Chile no es inusual encontrar períodos de baja covarianza entre las tasas de interés locales y externas. Un modelo de paridad simple aplicado a un conjunto amplio de economías sugiere que la tasa soberana local de largo plazo presenta, en términos comparativos, una baja sensibilidad a las tasas externas (bajo *beta*), pero un elevado nivel de retorno nominal ajustado por riesgo (alto *alfa*) (gráfico II.4)<sup>3/</sup>. Estimaciones internas muestran que el nivel de estos parámetros así como el ordenamiento entre países se han mantenido relativamente estables en el tiempo.

### Diversos antecedentes sugieren que lo anterior podría asociarse a factores idiosincráticos del mercado de renta fija local.

La baja sensibilidad del bono soberano local contrasta con la alta covarianza del bono soberano en pesos en el exterior (bono *offshore*) con las tasas de EE.UU. Este bono aumentó 53 pb entre abril y septiembre del 2013 (gráfico II.5). La estrecha relación entre el bono *offshore* y las condiciones internacionales sugiere una segmentación entre el mercado *offshore* —con alta participación de inversionistas no residentes— y el mercado local —con baja presencia de este tipo de inversionistas.

De hecho, la tenencia de deuda pública emitida en Chile por parte de inversionistas no residentes es baja en comparación con una muestra de países emergentes (gráfico II.6). Esto podría explicarse, entre otros factores, por fricciones en el mercado de deuda local, tales como el impuesto a las ganancias de capital, los costos por la custodia de valores y otros costos administrativos, además del tamaño relativamente pequeño del mercado de renta fija soberana, en especial en relación con los inversionistas institucionales<sup>4/</sup>.

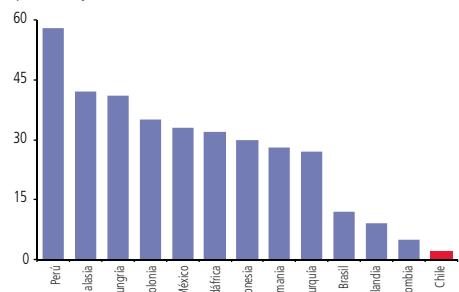
Un antecedente adicional es el alto co-movimiento entre el mercado de renta variable local y el internacional (gráfico II.7). La inversión en instrumentos de renta variable de alta presencia bursátil se encuentra exenta del impuesto a la ganancia de capital para no residentes, en contraste con las inversiones en renta fija, donde se exigen mayores requisitos para la exención. Lo anterior sería coherente con la hipótesis de segmentación del mercado de deuda local en particular, y no una segmentación generalizada a nivel de país por parte de inversionistas no residentes.

### No se pueden descartar escenarios futuros de ajustes en las tasas locales.

Algunos cambios sugieren que la sensibilidad de las tasas locales a sus referentes externos podría subir en los próximos trimestres. El programa de *Global Depository Notes* (GDN) lanzado en abril y discutido en el IEF anterior,

**GRÁFICO II.6**

Participación de no residentes en renta fija local (\*) (porcentaje)

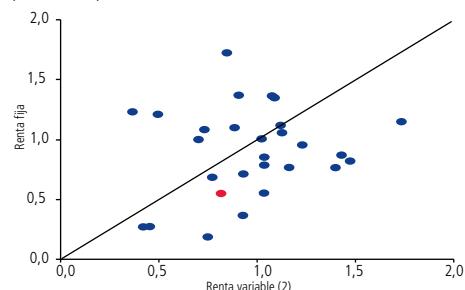


(\*) Datos al tercer trimestre del 2012.

Fuentes: FMI, Banco Mundial y Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.7**

Sensibilidad del mercado de renta fija y renta variable a factores externos (1) (coeficiente)



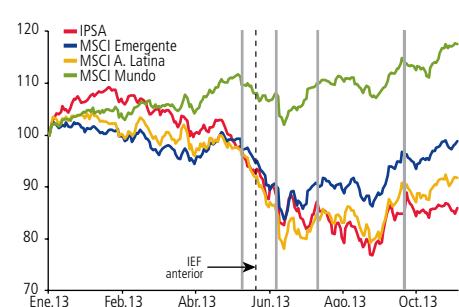
(1) Promedio del segundo semestre del 2013. Incluye: Australia, Bélgica, Brasil, Chile (en rojo), China, Colombia, República de Corea, Eslovaquia, Filipinas, Finlandia, Francia, Holanda, Israel, Italia, Japón, Malasia, México, Nueva Zelanda, Noruega, Perú, Reino Unido, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia y Turquía.

(2) Obtenidos en base al modelo de Arbitraje del Mercado Accionario. Ver IEF Segundo Semestre 2010.

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

**GRÁFICO II.8**

IPSA y similares internacionales (\*) (índice base 1 Ene.13= 100)



(\*) Líneas verticales de color gris indican intervenciones verbales o reuniones de la FED.

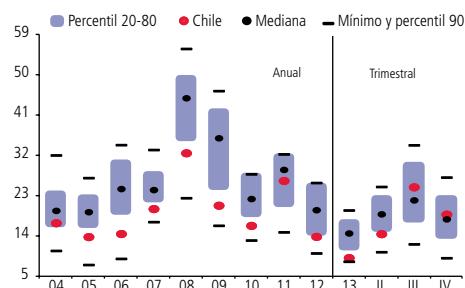
Fuente: Bloomberg.

<sup>3/</sup> El modelo estimado es:  $R_i = \alpha_i + \beta_i (Tbond + CDS) + \varepsilon_i$ . Estimación robusta a especificaciones que consideran distintas medidas de riesgo, gradualidad del ajuste, y la ventana de estimación utilizada, que fluctúa entre el 2005 y 2013.

<sup>4/</sup> Braun y Briones (2008).

**GRÁFICO II.9**

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

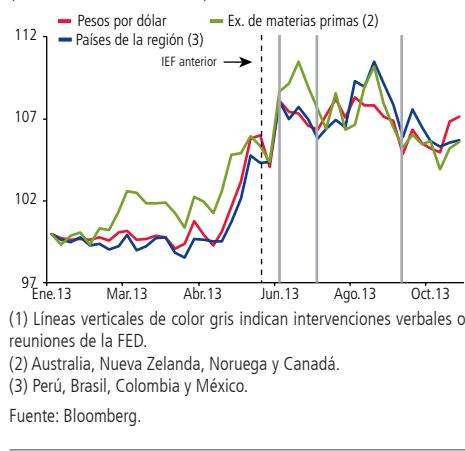


(\*) Considera el prom. móvil de 20 días de la var. diaria del índice accionario. Incluye: Chile, Rusia, Brasil, México, Perú, Colombia, Sudáfrica, Rep. Corea, China, India, Malasia, Filipinas, Hungría, Polonia, Rep. Checa y Turquía.

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

**GRÁFICO II.10**

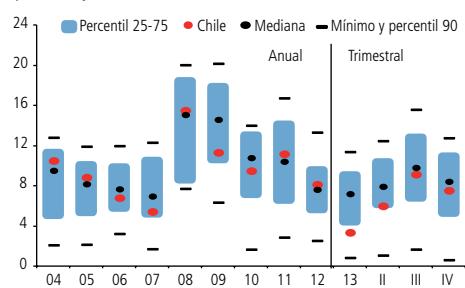
Paridades de referencia (1)  
(índice base Ene.13=100)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO II.11**

Volatilidad del tipo de cambio (\*)  
(porcentaje anualizado, en moneda local)



(\*) Considera el promedio móvil de 20 días de la varianza diaria del tipo de cambio. Incluye a los mismos países del gráfico II.9 más: Eurozona, R. Unido, Japón, Canadá, Noruega, Australia, N. Zelanda, Indonesia y Vietnam.

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

sumado a la Ley Única de Fondos, que facilitará exenciones tributarias a las ganancias de capital en el mercado de renta fija local para no residentes, debiesen llevar a un mayor grado de integración entre el mercado de deuda local e internacional<sup>5/</sup>.

Esto podría provocar un mayor grado de transmisión de las condiciones externas al mercado de renta fija local. En contraposición, la mayor demanda potencial por los activos de renta fija nacionales debiera llevar a menores niveles de retorno ajustado por riesgo (*alfa*) y a una mayor liquidez del mercado interno, lo que haría menos relevantes los *shocks* originados por agentes locales.

**MERCADO BURSÁTIL Y CAMBIARIO****El mercado accionario y cambiario han estado afectados por las expectativas respecto del curso de la política monetaria en EE.UU.**

Al igual que los índices bursátiles de otras economías emergentes, desde el último IEF, el IPSA ha estado influenciado por los anuncios referentes al retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. (gráfico II.8). En efecto, su evolución durante el año es similar a la de otras economías latinoamericanas, aunque entre septiembre y el cierre estadístico del IEF, el índice local se mantuvo estable, en contraste con el aumento observado en otros mercados. Por su parte, la volatilidad del IPSA aumentó, al igual que en otras economías, aunque continuó dentro de sus rangos históricos (grafico II.9).

Los movimientos cambiarios desde el cierre estadístico del IEF anterior también han estado dominados por lo acontecido en el plano internacional. Así, el peso se ha movido con vaivenes que reflejan el cambio en las expectativas respecto del retiro de los estímulos monetarios en EE.UU. (gráfico II.10). Además, con posterioridad al cierre estadístico de este IEF, el peso registró una depreciación más marcada, algo de lo que da cuenta en detalle el IPoM de diciembre. La volatilidad cambiaria, en tanto, aumentó hasta valores comparables con su promedio histórico, lo que constituye una normalización respecto de los bajos niveles de la primera parte del año. Este aumento también se observó a nivel global (gráfico II.11).

En síntesis, los anuncios sobre el término del programa de estímulo de la FED han impactado a los mercados accionarios y cambiarios. Ello lleva a concluir que nuevos ruidos sobre este proceso volverían a generar escenarios de mayor volatilidad en dichos mercados. En el mercado de renta fija, el escenario base prevé que continuará el bajo grado de co-movimiento entre las tasas locales y externas. Sin embargo, no se descarta que, en un horizonte de mediano plazo, el mercado local tenga mayores niveles de integración. Con ello, un retiro abrupto de los estímulos monetarios en EE.UU. también podría impactar de manera significativa las tasas locales de largo plazo.

<sup>5/</sup> En Colombia, a principios del 2013 se redujo de 33 a 14% la retención en la fuente sobre los rendimientos de la inversión de portafolio para los no residentes. Este cambio provocó un ajuste entre las tasas soberanas internas y externas. En Perú, el inicio del programa de GDN, en el 2007, duplicó la tenencia por parte de no residentes de bonos soberanos emitidos localmente.

## III. USUARIOS DE CRÉDITO

*La deuda de las empresas ha crecido en línea con la actividad económica. Los indicadores financieros se mantienen estables en el promedio pero se observa una mayor fragilidad en sectores específicos y en un conjunto de empresas de mayor tamaño. El sector inmobiliario residencial continúa con bajos inventarios, en tanto que los precios mantienen su dinámica de crecimiento. Los indicadores de endeudamiento agregado de los hogares siguen estables, con creciente participación del financiamiento bancario y una mayor focalización en hogares de ingresos medios y altos.*

### EMPRESAS

**El nivel de endeudamiento y las fuentes de financiamiento se mantienen estables con relación al PIB.**

La deuda de las empresas moderó su crecimiento anual en el segundo trimestre del año (7,9%), con ello su nivel sobre el PIB se mantuvo en 93% (gráfico III.1). Las principales fuentes de crecimiento de la deuda continuaron siendo la banca, a través de las colocaciones comerciales y los préstamos externos vinculados a inversión extranjera directa (IED) (tabla III.1). Estos últimos se concentraron en los Servicios Financieros y la Minería. Aunque su crecimiento ha sido significativo en los últimos trimestres, existe un menor riesgo de renovación de esta deuda, debido a que corresponde a un contrato entre partes relacionadas (matriz-filial).

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

Indicador	Prom. 2005- 07	2008 IV	2009 IV	2010 IV	2011 IV	2012 IV	2013 I II	Participación	Contribución al crecimiento (1)	
Deuda local	12,6	6,8	2,5	3,8	12,1	8,0	7,8	5,3	69,2	3,7
Préstamos bancarios y otros	13,9	9,2	-1,3	4,3	13,5	10,4	10,1	8,2	55,7	4,5
Colocaciones comerciales	12,6	6,2	8,8	1,9	9,6	12,0	10,9	8,4	42,0	3,5
Comercio exterior	16,8	32,5	-39,5	11,5	38,5	3,4	8,2	10,5	7,4	0,8
Factoring y leasing (2)	19,7	2,1	-10,2	15,0	16,4	7,9	7,6	4,2	6,3	0,3
Instrumentos de oferta pública locales (3)	8,1	-1,4	17,0	2,3	7,7	-0,2	-0,5	-5,2	13,5	-0,8
Deuda externa (4)	-0,9	13,4	16,7	4,6	8,4	20,4	17,5	14,4	30,8	4,2
Préstamos	6,1	19,0	18,8	-9,5	-2,5	9,8	9,4	6,1	13,4	0,8
Créditos comerciales	3,4	-1,4	-19,6	16,2	12,7	-9,1	-11,7	-11,5	3,3	0,0
Bonos	-11,1	-1,6	51,7	26,1	24,5	13,4	7,9	9,1	5,5	0,5
Préstamos asociados a IED	-25,2	36,0	38,1	41,2	24,6	81,2	70,0	55,6	8,6	3,3
<b>Total</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>6,4</b>	<b>4,1</b>	<b>11,0</b>	<b>11,6</b>	<b>10,6</b>	<b>7,9</b>	<b>100,0</b>	<b>7,9</b>

(1) Puntos porcentuales.

(2) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias.

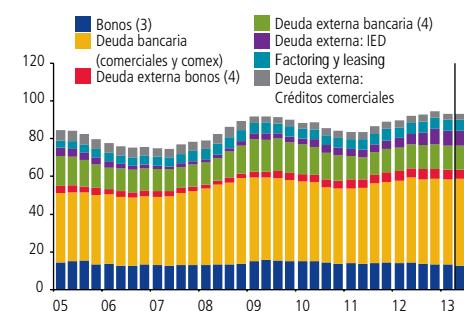
(3) Bonos corporativos (excepto Codelco), bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio, a valor de mercado. Saldo al segundo trimestre del 2013 estimado a partir de información del DCV y la posición de inversión internacional.

(4) Incluye préstamos asociados a inversión extranjera directa. Convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del año móvil.

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

### GRÁFICO III.1

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



(1) La línea vertical indica el cierre del IFE anterior.

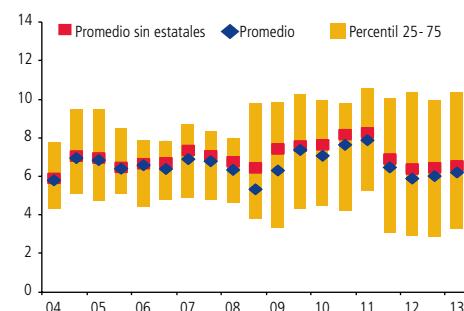
(2) Se considera el PIB del año móvil terminado en cada trimestre.

(3) Bonos corporativos (excepto Codelco), bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio, a valor de mercado.

(4) Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio anual móvil.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

### GRÁFICO III.2

Rentabilidad de los activos (1)(2)  
(porcentaje de los activos totales)



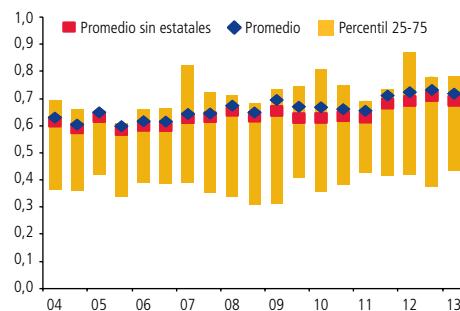
(1) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros e impuestos sobre activos totales.

(2) Se muestran datos a junio y diciembre de cada año.

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



**GRÁFICO III.3**  
Endeudamiento (1)(2)  
(porcentaje de los activos totales)



(1) Razón deuda a patrimonio.

(2) Se muestran datos a junio y diciembre de cada año.

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

La deuda sobre PIB también se ha mantenido estable a nivel sectorial durante los últimos cuatro años. No obstante, se observan diferencias sectoriales en la composición de las fuentes de financiamiento. Los sectores más intensivos en fuentes bancarias son Agrícola (Agricultura, Ganadería, Fruticultura, Silvicultura y Pesca), Comercio y Construcción, los que en su conjunto representan cerca de un tercio de las colocaciones comerciales de la banca (Recuadro III.1).

**Los indicadores financieros se mantienen estables a nivel agregado, pero se observan diferencias entre sectores.**

La rentabilidad sobre activos de las empresas que reportan a la SVS fue 6,2% a junio del 2013, cifra que sube a 6,6% si se excluyen las empresas estatales. Ambos valores están en línea con los promedios del período 2004-2008 (gráfico III.2). La deuda financiera representó, en promedio, el 70% del patrimonio, cifra que se ha mantenido estable en los últimos cinco años (gráfico III.3). La liquidez —medida como el ratio entre activo circulante menos existencias sobre pasivo circulante— también se mantuvo estable (gráfico III.4).

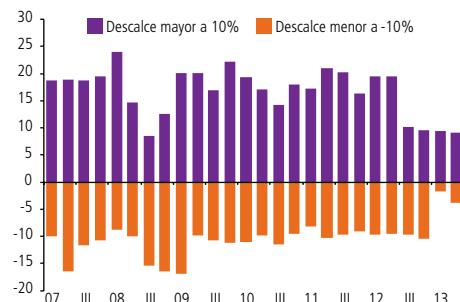
A nivel sectorial, los resultados de las empresas que reportan a la SVS muestran que la rentabilidad sobre activos de los sectores Alimentos, Construcción y Forestal está por debajo de sus promedios históricos (tabla III.2). Dentro de Alimentos, el comportamiento de una empresa puntual y el sub sector Pesca son los que más influyen en los menores resultados. El sector Forestal presenta una caída más pronunciada al considerar los resultados a nivel de balance individual de las empresas.

**TABLA III.2**  
Rentabilidad sectorial  
(porcentaje)

	Prom. 2002-08	2009				2010				2011				2012				2013	
		IV	IV	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	
Alimentos	7,6	10,3	11,8	9,6	8,5	7,1	6,2	3,3	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
Construcción	7,8	3,9	4,4	4,0	4,2	5,3	4,3	5,1	5,1	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	
Consumo	6,4	5,1	5,4	4,2	4,5	4,3	3,6	8,2	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
Electricidad y Energía	6,1	11,7	9,4	8,5	8,8	8,4	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	10,5	10,5	
Forestal	5,4	4,3	7,0	6,9	6,2	5,3	5,1	4,2	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	5,2	5,2	
Servicios	6,1	5,7	6,9	8,2	8,2	9,3	9,2	8,6	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,9	8,9	
Transporte y Telecomunicaciones	6,8	7,0	8,9	2,3	1,6	3,3	4,3	4,8	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	
Total	6,3	7,6	8,2	6,9	6,6	6,4	6,5	6,5	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	

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

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



(\*) Pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales.

La relativamente baja rentabilidad de la Construcción y la Pesca que se aprecia en el sector corporativo, se repite en las empresas de menor tamaño. En una muestra de firmas afectas al impuesto de primera categoría, se observa que entre el 2007 y el 2012 la rentabilidad sobre activos de Construcción y Pesca cayó de 3,9 a 0,6% y de 2,8 a 0%, respectivamente<sup>1/</sup>.

<sup>1/</sup> MÁS DETALLE DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN EN LA SECCIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO DE ESTE CAPÍTULO.

### **Los indicadores de descalce cambiario se mantienen estables al segundo trimestre del 2013.**

El sector corporativo —usando una muestra de empresas no estatales que reportan estados contables en pesos a la SVS— mantuvo un descalce cambiario relativamente acotado al segundo trimestre del año, promediando 1% de los activos totales, y con una distribución que se concentró entre -2 y 2%. En tanto que el porcentaje de empresas que tiene un descalce mayor al 10% de sus activos se ha mantenido por debajo del promedio 2007-2012 (gráfico III.5).

Aunque no es posible calcular un indicador de descalce para las empresas que no reportan estados contables a la SVS, de las colocaciones comerciales en moneda extranjera de la banca se desprende que parte importante está orientada al sector transable (gráfico III.6). En esta línea, un análisis en base a la utilización de derivados, también revela una mayor intensidad de uso de coberturas cambiarias en los sectores más expuestos al comercio exterior.

### **Algunos indicadores de riesgo se deterioraron en los últimos trimestres.**

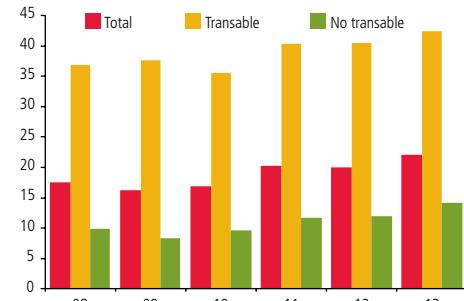
El índice de cartera vencida (ICV) aumentó en los últimos trimestres (gráfico III.7). Destaca el deterioro del comportamiento de pago de las empresas pequeñas y medianas, así como de empresas del sector Construcción (Capítulo IV).

El porcentaje de empresas del sector corporativo con rentabilidad negativa se ubicó, a junio del 2013, levemente por sobre 25%, involucrando en su conjunto al 7,5% de los activos. Estas cifras son algo superiores a las del período expansivo previo a la crisis *subprime*, aunque menores a las observadas en la crisis asiática (Recuadro III.2). En la actual coyuntura, parte importante del aumento del indicador corresponde a situaciones idiosincráticas de un grupo de empresas de mayor tamaño; no observándose patrones entre las utilidades negativas y los niveles de crecimiento previo, la forma en que se ha financiado dicho crecimiento o el sector al cual pertenecen, con excepción de la Pesca.

En síntesis, el sector corporativo muestra indicadores financieros que en promedio han sido estables. Sin embargo, se observa una mayor fragilidad en algunos sectores específicos con bajas rentabilidades. En particular, es importante destacar a las empresas de menor tamaño en el sector Construcción, por su relativamente mayor exposición al ciclo económico local. Por último, algunos indicadores de riesgo muestran un deterioro de la situación corporativa en el último tiempo, lo cual contrasta con el favorable escenario económico de los últimos semestres.

**GRÁFICO III.6**

Deuda en moneda extranjera (\*)  
(porcentaje de la deuda comercial total)

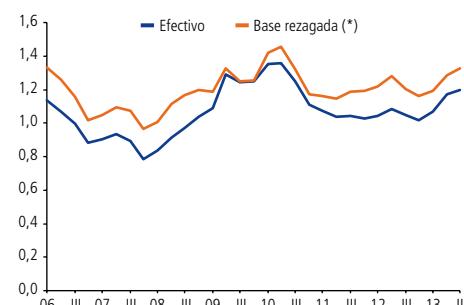


(\*) Información actualizada a agosto de cada año.

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

**GRÁFICO III.7**

Índice de cartera vencida créditos comerciales



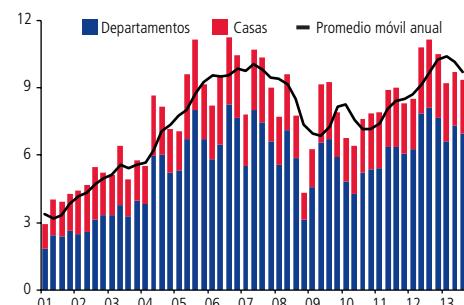
(\*) Se consideran doce meses de rezago para la base comparativa.

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

**GRÁFICO III.8**

Ventas de viviendas nuevas en el Gran Santiago

(\*)  
(miles de unidades)

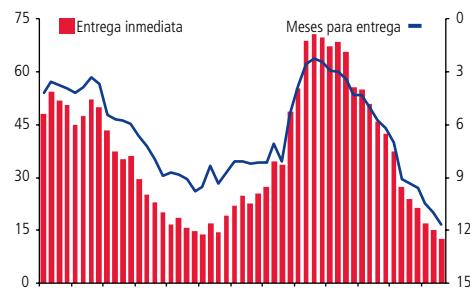


(\*) Incluye promesas de compra.

Fuente: Collect.

**GRÁFICO III.9**

Ventas de viviendas nuevas según estado de obra (\*)  
(porcentaje, meses)

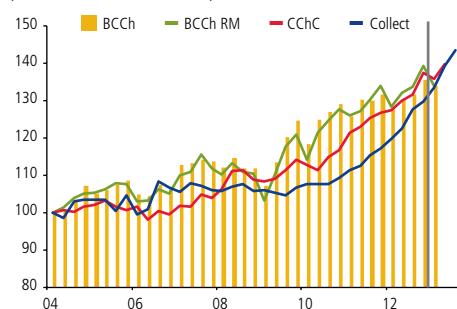


(\*) Incluye promesas de compra. Eje derecho en orden inverso.

Fuente: Collect.

**GRÁFICO III.10**

Precios reales de viviendas (\*)  
(índice base Mar.04 = 100)

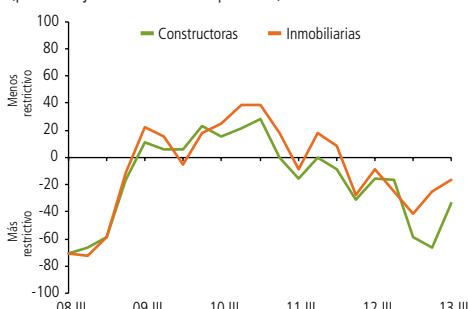


(\*) La línea vertical corresponde al cierre del IEF anterior.

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

**GRÁFICO III.11**

Cambio en la oferta de crédito (1)(2)  
(porcentaje del total de respuestas)



(1) Desde junio del 2010, se considera a aquellos bancos que mantienen colocaciones en el respectivo segmento.

(2) Corresponde a la diferencia entre el número de bancos que opinaron que los estándares de aprobación eran menos restrictivos y el número que consideró que eran más restrictivos, como porcentaje del total de respuestas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**SECTOR INMOBILIARIO**

**Las ventas del sector se mantienen altas, en un contexto de bajos inventarios.**

Las ventas de viviendas nuevas para el Gran Santiago se mantienen en niveles altos, similares a los observados en el período 2006-2007, pero con inventarios más bajos (gráfico III.8). El porcentaje de ventas con entrega inmediata continuó cayendo, ubicándose al tercer trimestre del 2013 en 10%; lo que sumado al incremento de entregas a mayor plazo ha desplazado a un año la entrega de viviendas nuevas, el plazo más alto en la última década (gráfico III.9). El ingreso de nuevos proyectos también se mantiene elevado, lo que debiese permitir, en un mediano plazo, recuperar el nivel de los inventarios y acelerar las entregas de las viviendas.

**Los precios agregados de las viviendas mantienen la dinámica de períodos previos.**

El comportamiento de los precios promedio de las viviendas ha ido en línea con el dinamismo de los ingresos y la estabilidad de las tasas de interés de largo plazo (gráfico III.10). No obstante, sigue observándose una importante heterogeneidad a nivel de comunas. Destacan las alzas en la zona norte del país y en el sector oriente de la Región Metropolitana. Esta última, con inventarios particularmente bajos y potenciales limitaciones en la oferta de terrenos, factores que podrían estar incidiendo en estas alzas.

**Las condiciones crediticias para constructoras e inmobiliarias se mantienen restrictivas.**

Al tercer trimestre del año, las condiciones para el otorgamiento de créditos bancarios se mantuvieron restrictivas tanto para empresas constructoras como para inmobiliarias (gráfico III.11). Por su parte, la rentabilidad sobre activos de las empresas del sector inmobiliario que reportan a la SVS siguieron estables al segundo trimestre del 2013, pero por debajo de los valores de los años 2007 y 2008. La deuda financiera de las constructoras llegó a 0,8 veces el patrimonio, y se mantuvo en 1,5 veces para las inmobiliarias. Estas cifras contrastan con los valores de 0,7 y 0,8 veces observados para estas empresas en el 2007-2008.

**TABLA III.3**

Rentabilidad sobre activos de las empresas del sector inmobiliario  
(mediana, porcentaje)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pyme						
Constructoras	3,9	3,5	0,2	2,4	0,9	0,6
Inmobiliarias	3,2	1,5	0,7	1,4	1,3	1,2
Grande						
Constructoras	1,8	1,6	1,1	2,2	1,9	1,5
Inmobiliarias	3,0	4,5	3,3	3,6	3,2	2,9

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

Otras fuentes de información confirman el deterioro de la rentabilidad de las empresas del sector Construcción respecto del período 2007-2008. En línea con estimaciones reportadas en el último IEF, las constructoras de menor tamaño muestran caídas superiores en su rentabilidad que las de mayor tamaño (tabla III.3). Según agentes del sector, la baja rentabilidad de las constructoras se debe a rezagos en los valores de los contratos de construcción y a alzas en los costos efectivos de la mano de obra. En las constructoras de mayor tamaño, esto ha sido compensado, en parte, por ganancias en sus negocios inmobiliarios. La menor rentabilidad de las constructoras se ha reflejado en un deterioro del comportamiento de pago bancario (Capítulo IV). Con todo, esta compresión de márgenes debiese revertirse en el mediano plazo, conforme se reduzca el crecimiento de los salarios en el sector y se liciten nuevos contratos.

### **El ingreso de nuevos proyectos de oficinas podría elevar aún más las tasas de vacancia.**

Como se anticipaba en el último IEF, durante el 2013 el mercado de oficinas ha recibido el ingreso de una importante cantidad de metros cuadrados disponibles, afectando las tasas de vacancia y los precios de los arriendos. Esto podría agravarse al incorporarse los nuevos proyectos esperados para el 2013-2014, que consideran cerca de 500 mil metros cuadrados adicionales para las oficinas de clase A y A+ (gráfico II.12).

En síntesis, el sector inmobiliario residencial sigue con altos niveles de demanda y bajos niveles de inventarios. Se mantiene una dinámica de crecimiento sostenido de los precios agregados, en línea con las favorables condiciones para la demanda de viviendas (ingreso y tasas). No obstante, los escenarios de riesgo descritos en este IEF implicarían ajustes sustanciales en las condiciones de demanda, lo que lleva a mantener la nota de cautela planteada en los IEF anteriores. Por un lado, los riesgos de una desaceleración de la demanda así como del aumento de la oferta proyectada, ponen algo de incertidumbre sobre la evolución futura de los precios. Por otro lado, las empresas constructoras de menor tamaño muestran rentabilidades bajas, lo que las hace más vulnerables ante una desaceleración abrupta de la demanda en el sector.

## **HOGARES**

### **Los indicadores de endeudamiento agregado se reducen marginalmente.**

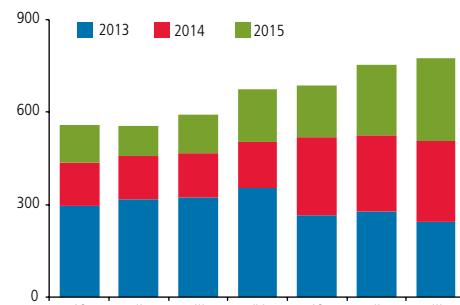
Al segundo trimestre del año, el endeudamiento de los hogares, se situó en 55% del ingreso disponible, reduciéndose marginalmente desde el 57% en que se ubicaba hace dos años (gráfico III.13). La carga financiera de los hogares también bajó levemente, desde 16 a 15% del ingreso disponible en igual período (gráfico III.14).

### **El crecimiento de la deuda de los hogares siguió liderado por las colocaciones bancarias.**

La deuda total de los hogares creció 8% en el segundo trimestre del 2013, manteniéndose en su trayectoria de largo plazo (gráfico III.15). Entre las

**GRÁFICO III.12**

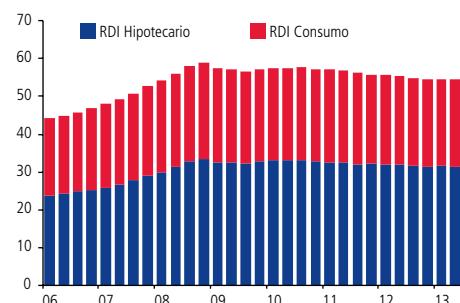
Proyección de ingreso de nuevos proyectos de oficina clase A y A+ (miles de metros cuadrados)



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

**GRÁFICO III.13**

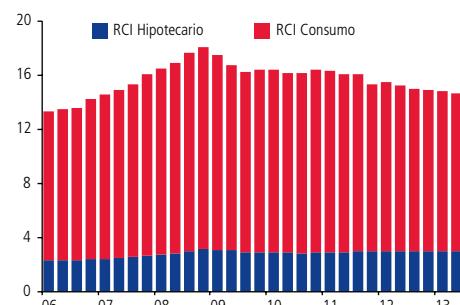
Endeudamiento de los hogares (porcentaje del ingreso disponible)



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

**GRÁFICO III.14**

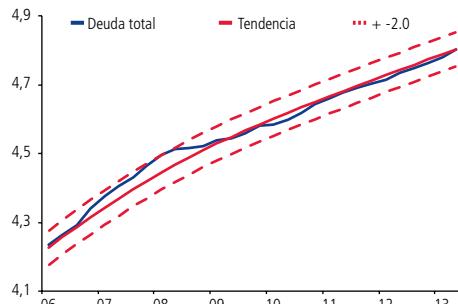
Endeudamiento de los hogares (porcentaje del ingreso disponible)



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

**GRÁFICO III.15**

Hogares: crédito per cápita (\*)  
(logaritmo)

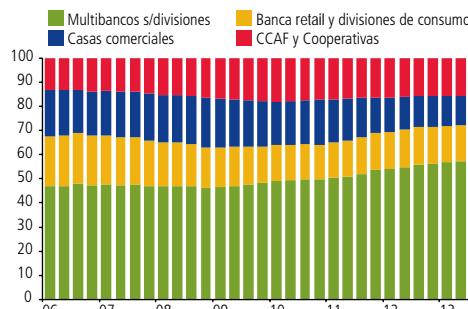


(\*) Considera la deuda total de los hogares, medida en UF, sobre la población nacional.

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

**GRÁFICO III.16**

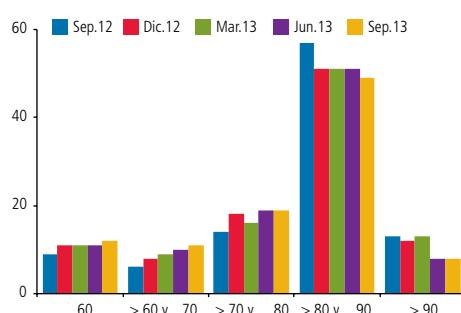
Participación de oferentes en la deuda de consumo  
(porcentaje)



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

**GRÁFICO III.17**

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



Fuente: Banco Central de Chile.

mayores contribuciones a este crecimiento destacó la deuda hipotecaria bancaria que aumentó 9% real anual (tabla III.4). La deuda de consumo creció 7,5% real anual, impulsada por las colocaciones de consumo bancarias.

Las colocaciones de los oferentes no bancarios cayeron 1,1% anual en el segundo trimestre del año, manteniendo la dinámica de menor crecimiento destacada en el último IEF. Así, la participación de los oferentes no-bancarios cayó a 28% de la deuda de consumo total (gráfico III.16). Dentro de las Otras deudas, la automotriz moderó su crecimiento pasando de 20 a 7% entre el segundo trimestre del 2012 y 2013.

**TABLA III.4**

Deuda de los hogares  
(variación real anual, porcentaje)

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

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye deuda hipotecaria securizada.

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

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

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

### Los patrones de crecimiento de la deuda bancaria hipotecaria y de consumo sugieren un aumento de la deuda promedio.

El aumento de la deuda hipotecaria ha sido principalmente intensivo, con un crecimiento de la deuda promedio de 7,2% anual al segundo trimestre del 2013. Esto es coherente con los aumentos de los precios de las viviendas (tabla III.5). En tanto que, el incremento de la deuda de consumo ha sido mayoritariamente extensivo, esto es, impulsado por un mayor número de deudores. Sin embargo, en los últimos dos trimestres se observa una importante desaceleración del crecimiento del número de deudores, sugiriendo así un mayor dinamismo en el crecimiento de la deuda promedio (tabla III.5).

**TABLA III.5**

Deuda bancaria de los hogares  
(variación real anual, porcentaje)

	2011				2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Consumo	12,2	13,1	13,8	13,3	11,0	10,7	10,4	8,9	9,3	9,6
Deudores	5,2	7,4	7,8	8,1	10,0	9,3	9,1	9,6	7,6	6,6
Deuda promedio	6,6	5,3	5,5	4,8	0,9	1,3	1,2	-0,7	1,5	2,8
Hipotecario	9,6	9,1	8,7	8,2	8,1	8,3	8,3	8,3	8,9	9,0
Deudores	4,2	4,1	3,5	2,6	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	1,7
Deuda promedio	5,2	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0	5,9	5,9	6,3	7,2

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

### Los estándares de crédito se mantienen estables para los créditos hipotecarios...

Según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre del 2013, el mayor porcentaje de créditos hipotecarios se otorgaron a una razón deuda garantía entre 80 y 90% (gráfico III.17). Si bien las tasas de interés para estos créditos aumentaron 20 puntos base (pb) en el último año, aún se mantienen 50pb por debajo del promedio 2002-2008.

### ...manteniéndose las restricciones sobre los créditos de consumo planteadas en el IEF anterior.

La ECB da cuenta de una mayor restricción en las condiciones de oferta en los créditos de consumo, en particular en los criterios de *credit scoring*. A su vez, las tasas de interés promedio bancarias para estos créditos han mostrado diferencias relevantes entre los distintos tramos de montos. Para aquellos inferiores a 200 UF aumentaron 400pb en los últimos dos años, mientras que se han mantenido estables para los créditos de más de 200 UF.

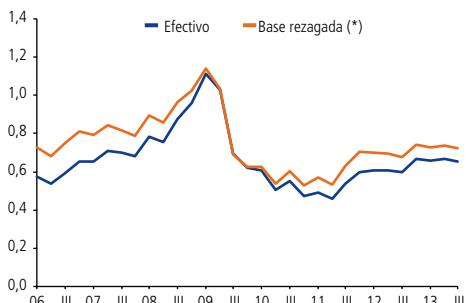
La dinámica del crédito de los oferentes no bancarios y de las divisiones de consumo de la banca (Capítulo IV), el estrechamiento de los estándares crediticios de la banca, el cambio de tendencia en el margen extensivo y los diferenciales de tasas por montos confirman el aumento de la oferta relativa de crédito a hogares con ingresos medios y altos destacada en el último IEF.

### Los indicadores de no pago se mantienen relativamente estables.

Los indicadores de no pago de la cartera de consumo bancaria se han mantenido en niveles estables, aunque algo elevados si se consideran las favorables condiciones económicas. El ICV de consumo ha aumentado desde mediados del 2011, manteniéndose en 0,7% de las colocaciones entre el segundo trimestre del 2012 y 2013 (gráfico III.18). Para los oferentes no bancarios, la mora de más de 90 días no tuvo cambios significativos entre el segundo trimestre de este año y el anterior, situándose levemente por debajo de 5% del stock de las colocaciones (gráfico III.19).

**GRÁFICO III.18**

Índice de cartera vencida créditos consumo bancarios (porcentaje de las colocaciones)

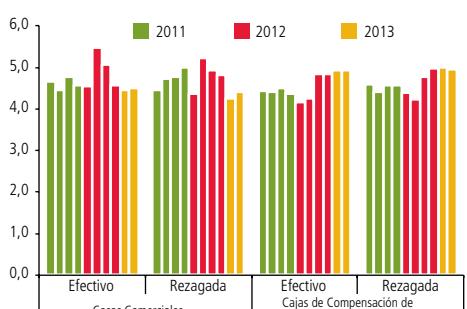


(\*) Se consideran doce meses de rezago para la base comparativa.

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

**GRÁFICO III.19**

Morosidad de 90 días de oferentes no bancarios (\*) (porcentaje de las colocaciones)

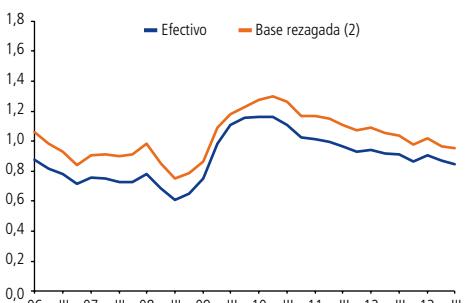


(\*) Se consideran tres meses de rezago para la base comparativa. Cifras trimestrales.

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

**GRÁFICO III.20**

Índice de cartera vencida créditos hipotecarios (1) (porcentaje de las colocaciones)



(1) Excluye Banco Estado.

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

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



El ICV de los créditos hipotecarios se ha reducido en los últimos tres años, llegando a 0,9% del stock de las colocaciones en el segundo trimestre del 2013 (gráfico III.20). Esto, en línea con el comportamiento de la mora de más de 90 días de la cartera hipotecaria (Capítulo IV).

En síntesis, la deuda total ha crecido en línea con el ingreso de los hogares. No obstante, destacan los siguientes puntos: (i) cambio composicional en las fuentes de financiamiento de la deuda de consumo (con una mayor participación bancaria), (ii) aumento de la deuda hipotecaria a través de una mayor deuda promedio y (iii) mantención de condiciones más restrictivas para el crédito de consumo de montos inferiores. Esto lleva a mantener el mensaje del IEF anterior, en cuanto a que los hogares de ingresos medios y altos pudiesen estar aumentando tanto sus niveles de endeudamiento como sus cargas financieras.

En la medida que los bancos evalúen y consideren apropiadamente los riesgos de crédito inherentes a este segmento, ello no constituye una fuente de vulnerabilidad. Sin embargo, dos factores podrían contribuir a una subestimación de tales riesgos. Primero, los créditos rotativos han mostrado un importante dinamismo en los últimos años (Capítulo IV e IEF junio 2013). Segundo, la ausencia de un registro consolidado de deuda dificulta la evaluación de riesgo de crédito de los hogares por parte de los oferentes y de los supervisores.

## RECUADRO III.1 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA SECTORIAL DE LAS EMPRESAS CHILENAS

El objetivo de este recuadro es presentar un análisis de deuda a nivel sectorial por tipo de acreedor, identificando la dependencia de cada sector a las distintas fuentes de financiamiento. Esto, porque el análisis agregado del endeudamiento de las empresas no permite identificar las particularidades en la composición y en el nivel del endeudamiento que diferencian a los distintos sectores económicos.

Este recuadro utiliza como fuentes de información la deuda bancaria local reportada por la SBIF, los bonos locales reportados por la SVS, e información de deuda externa recopilada por el Banco Central. En base a estos datos, y empleando la clasificación de nueve sectores utilizada por la SBIF<sup>1/</sup>, se clasificaron todas las fuentes de financiamiento por sectores económicos, con la excepción de los créditos comerciales originados en importaciones y las deudas por leasing y factoring<sup>2/3/</sup>.

En términos de monto de deuda por sector destacan los siguientes hechos estilizados (gráfico III.21):

a. Aquellos con un nivel absoluto de deuda más alto son: Servicios Financieros (incluye conglomerados) y Servicios Comunales (incluye empresas estatales).

b. La mayor exposición a deuda denominada en dólares se observa en sectores transables: Agricultura, Minería y Manufactura (gráfico III.6).

c. Aquellos con una mayor dependencia del financiamiento bancario local son: Agricultura y Construcción. En cambio, Electricidad, Gas y Agua (EGA) y Minería destacan por su baja dependencia de esta fuente de financiamiento.

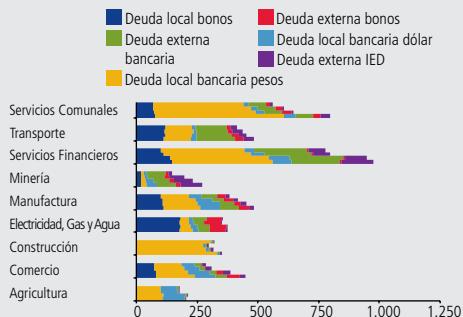
d. En relación con el financiamiento vía bonos, EGA destaca con un alto monto tanto en el mercado local como en el externo —

coherente con los horizontes de ejecución y operación en este sector.

e. El financiamiento externo vía deuda de Inversión Extranjera Directa (IED) (matriz-filial) se concentra en Minería y Servicios Financieros. En el primero, el aumento de los últimos años se relaciona con el ciclo expansivo de inversiones en el sector destacado en IEF anteriores.

### GRÁFICO III.21

Deuda total por sector económico y fuente de financiamiento 2009-2012 (\*)  
(millones de UF)



(\*) Cada barra representa datos a diciembre de cada año, partiendo desde arriba con el 2009 y finalizando con el 2012.

Fuentes: Banco Central de Chile, SBIF y SVS.

El nivel de endeudamiento, escalado por las ventas anuales de cada sector, indica lo siguiente (gráfico III.22)<sup>4/5/</sup>:

a. El nivel de deuda, relativo a sus ventas, permanece estable en casi todos los sectores.

b. En Minería, se observa un aumento a partir del 2011, que se relaciona directamente con el ciclo de inversión de este sector. De hecho, el ítem que más aumenta es deuda IED (matriz-filial).

<sup>1/</sup> Para mayor detalle respecto a la metodología utilizada, además de la definición precisa de los sectores y su concordancia con la Clasificación de Actividad Económica (CAE), véase Fernández y Vásquez (2013).

<sup>2/</sup> Es decir, se considera más del 90% de las deudas reportadas en el presente IEF. Por ello, las conclusiones del recuadro deben entenderse con respecto al grupo de deudas utilizado.

<sup>3/</sup> Dentro de las fuentes de financiamiento del gráfico III.1 se diferencia en la deuda bancaria local por tipo de moneda, peso o moneda extranjera (dólar).

<sup>4/</sup> Se excluyó el sector Servicios Comunales por reportar ventas muy bajas en relación con la deuda. Se utilizan ventas, pues no se cuenta con cifras agregadas de activos por sector.

<sup>5/</sup> Utilizando el PIB sectorial como deflactor de la deuda no se encontraron mayores diferencias.

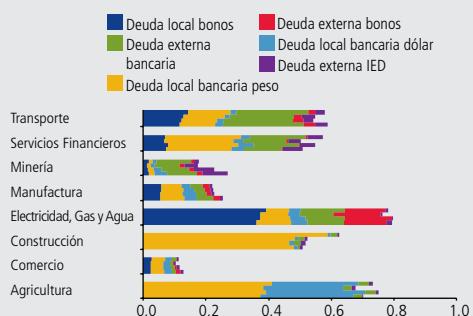


c. En Construcción se dio una baja importante de la deuda relativa a las ventas entre el 2009 y el 2010. Esta compensó un alza similar registrada el 2008 y 2009, explicada por una abrupta caída de las ventas que no se acompañó por una disminución similar del nivel de deuda, lo que pone de relieve el carácter cíclico de este sector<sup>6/</sup>.

En resumen, se aprecian diferencias importantes a nivel sectorial en términos de las fuentes de financiamiento utilizadas, lo que se traduce en una exposición sectorial heterogénea respecto de los distintos acreedores.

#### GRÁFICO III.22

Deuda total sobre ventas anuales por sector económico y fuente de financiamiento 2009-2012 (\*)  
(veces)



(\*) Cada barra representa datos a diciembre de cada año, partiendo desde arriba con el 2009 y finalizando con el 2012.

Fuentes: Banco Central de Chile, SBIF y SVS.

<sup>6/</sup> Para este análisis se utilizaron datos del 2008 que no están disponibles para todo tipo de deuda, pero sí para banca local, lo que es suficiente para un análisis de este sector. Así, el valor del endeudamiento para el 2008 es similar al reportado para el 2010.

## RECUADRO III.2 EVOLUCIÓN DEL INDICADOR DE RIESGO: PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTABILIDAD NEGATIVA

Este recuadro extiende para los últimos veinte años el análisis del indicador de riesgo corporativo basado en empresas con rentabilidad negativa<sup>1/</sup>. Este análisis es complementario al seguimiento de los indicadores de tendencia central —promedio y mediana. Esto, porque desde el punto de vista de estabilidad financiera, los indicadores extremos son relevantes para la identificación de vulnerabilidades en el sector corporativo.

### Antecedentes

Las fuentes de información usadas en este recuadro permiten medir la rentabilidad antes y después de gastos financieros. La primera es la mejor aproximación disponible para el resultado operacional. La segunda permite identificar de manera más precisa el impacto de las condiciones de financiamiento en la rentabilidad de las firmas.

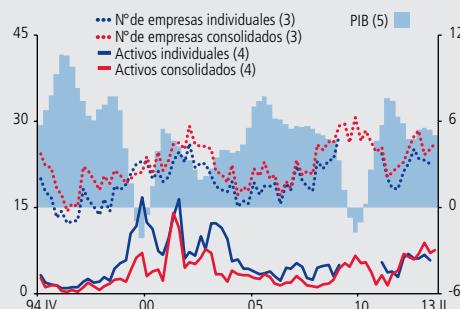
Las fuentes de información disponibles permiten obtener indicadores financieros a nivel consolidado e individual<sup>2/</sup>. Con el primero, es posible obtener una visión agregada sobre el grupo económico, independiente del negocio o país donde se originan los flujos. En cambio, el uso de balances individuales permite identificar los flujos por tipo negocio. Para la robustez del análisis se usan ambos.

### Evolución del indicador

Desde una perspectiva histórica, en general, el número de empresas con rentabilidad operacional negativa presenta una dinámica acorde con el ciclo económico (gráfico III.23). Así, el porcentaje de estas empresas aumenta en las crisis (asiática y *subprime*), lo mismo que el porcentaje de los activos de las empresas con rentabilidad operacional negativa. Estos resultados son robustos al uso de balances consolidados o individuales, siendo la principal diferencia que con información individual se observa un deterioro más prolongado que a nivel consolidado.

GRÁFICO III.23

Empresas con rentabilidad negativa  
(porcentaje) (1)(2)



(1) Rentabilidad definida como resultado antes de gastos financieros e impuestos sobre activos totales.

(2) Valores sujetos a revisión. La información de empresas individuales después del 2009 se obtiene de reportes entregados por las empresas a la SVS solo para fines estadísticos, no es información IFRS.

(3) Número de empresas con rentabilidad negativa sobre el total de empresas.

(4) Activos de empresas con rentabilidad negativa sobre el total de activos.

(5) Variación anual del PIB trimestral anualizado en base encadenada.

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

Sin embargo, esta regularidad no se aprecia en lo más reciente, ya que el número de empresas con rentabilidad operacional negativa está en niveles relativamente altos, pese al favorable ciclo económico reciente. De estas empresas, el sector Pesca es el único que exhibe pérdidas relativamente generalizadas. No obstante, la mayor parte del aumento de los indicadores de riesgo no sigue un patrón específico y más bien refleja factores idiosincráticos de un conjunto de empresas de mayor tamaño.

<sup>1/</sup> Se excluyen las empresas estatales.

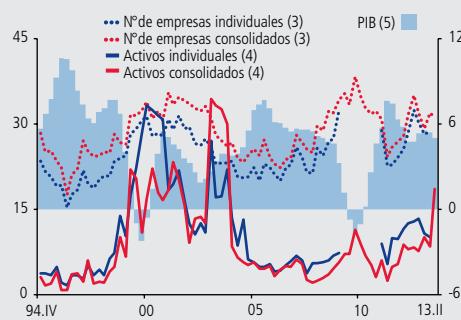
<sup>2/</sup> La fuente de información para datos individuales cambió después del 2009. Para el período 1994-2008 se emplean las FECU con reportes individuales para todas las empresas. Después del 2009, debido a que la convergencia a IFRS exige solo reportes consolidados para algunas empresas, la SVS compiló información adicional de las firmas solo para fines estadísticos, siendo esta la fuente utilizada para construir los resultados a nivel individual a partir del 2010 (Fernández y Espinosa, 2013).



El análisis basado en la rentabilidad después de gastos financieros muestra una evolución diferente (gráfico III.24). En esta medida, el porcentaje de activos de empresas con pérdidas, aunque aumenta en el margen, se mantiene relativamente estable en el último tiempo y en niveles sustancialmente inferiores a los de la crisis asiática<sup>3/</sup>. Esto refleja las favorables condiciones financieras actuales, especialmente si se comparan con las de los años 1999 y 2001.

En síntesis, desde una perspectiva histórica, los niveles de los indicadores de riesgos, en particular el que considera la rentabilidad después de gastos financieros, está en valores relativamente bajos. Aunque, en lo más reciente, presentan un deterioro vinculado principalmente a empresas de mayor tamaño.

**GRÁFICO III.24**  
Empresas con pérdidas  
(porcentaje) (1)(2)



(1) Pérdida definida como resultado negativo antes de impuestos sobre activos totales.  
(2) Valores sujetos a revisión. La información de empresas individuales después del 2009 se obtiene de reportes entregados por las empresas a la SVS solo para fines estadísticos, no es información IFRS.

(3) Número de empresas con pérdidas sobre el total de empresas.

(4) Activos de empresas con pérdidas sobre el total de activos.

(5) Variación anual del PIB trimestral anualizado en base encadenada.

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

<sup>3/</sup> La excepción es el dato del último trimestre, donde el alza en las empresas con pérdidas a nivel consolidado corresponde a un caso puntual. Lo mismo ocurrió en el cuarto trimestre del 2002.

## IV. SISTEMA BANCARIO

*El crédito bancario se ha desacelerado, lo que es coherente con el menor dinamismo de la actividad económica. A pesar del deterioro materializado y esperado en los indicadores de riesgo de crédito, el impacto de los escenarios de riesgo descritos en este IEF sobre la solvencia de la banca se mantiene acotado.*

**La moderación de la actividad económica se ha traducido en una menor actividad crediticia en el margen, que debiera persistir en los próximos meses.**

Desde el último IEF, las colocaciones totales del sistema bancario han estabilizado su tasa de crecimiento en torno a 9% real anual (10% promedio en abril), mientras que sigue observándose una mayor convergencia entre grupos de bancos y segmentos crediticios (gráfico IV.1 y tabla IV.A1 anexo).

### Las condiciones de financiamiento han permanecido favorables.

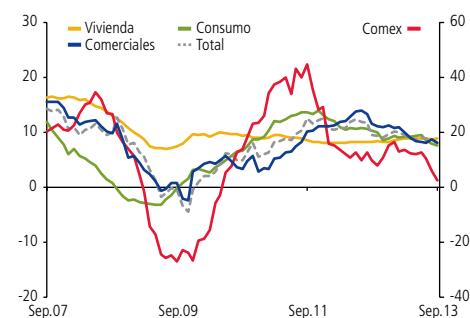
En el mercado local, las tasas de largo plazo han permanecido estables y los spreads del mercado monetario se ubican en torno a los promedios históricos del sistema (Capítulo II). Asimismo, la solidez de la banca explica las altas clasificaciones de riesgo internacional de las instituciones de mayor tamaño a nivel global, y su capacidad de acceso a los mercados de crédito y deuda externa.

No obstante, desde el último IEF un banco enfrentó tasas de interés desalineadas respecto de sus patrones históricos en el mercado mayorista de corto y largo plazo, y un menor turnover de sus depósitos en el mercado secundario, a pesar de su sólida posición de solvencia (Capítulo II). En todo caso, esta situación tendió a normalizarse a partir del cuarto trimestre. El alza en el costo de financiamiento, se produjo por la menor demanda de algunos inversionistas institucionales por los papeles de este banco, debido a preocupaciones sobre los impactos sobre la situación financiera que atravesaba su grupo controlador. La posterior normalización se relaciona con una recuperación de la confianza de los inversionistas, a partir de las acciones del grupo, del banco y una decantación de la información disponible, incluyendo la magnitud acotada de las exposiciones a empresas relacionadas.

Este episodio deja dos lecciones. La primera, es la alta elasticidad del fondeo mayorista a cambios en las percepciones del riesgo del emisor y de la liquidez en el mercado secundario de sus papeles. Esto valida la preocupación por los riesgos del fondeo mayorista de corto plazo, levantados en forma reiterada en varios IEF y recogido en la revisión de la normativa de liquidez que está realizando el Banco Central (Capítulo V).

**GRÁFICO IV.1**

Crecimiento anual de las colocaciones (\*) (porcentaje)

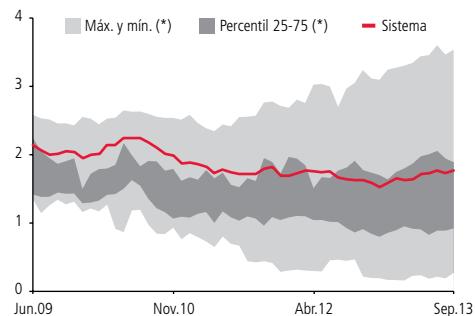


(\*) Variación anual en UF, excepto Comex cuya variación es en dólares.

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

**GRÁFICO IV.2**

Mora 90 días o más - cartera comercial (porcentaje)

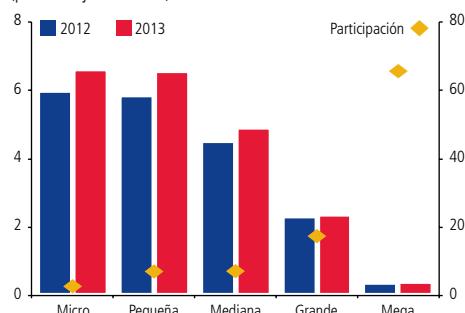


(\*) La distribución excluye bancos de nicho de consumo, tesorería y comercio exterior.

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



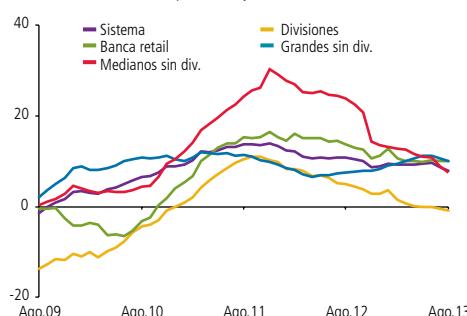
**GRÁFICO IV.3**  
Mora y participación de créditos comerciales (\*)  
(porcentaje del total)



(\*) Proyección de una clasificación por ventas propuesta por Corfo, a los volúmenes de deuda comercial del Sistema de Deudores SBIF. Para efectos de clasificación se utiliza el monto máximo de deuda histórica, con el fin de conferir mayor estabilidad a la segmentación presentada.

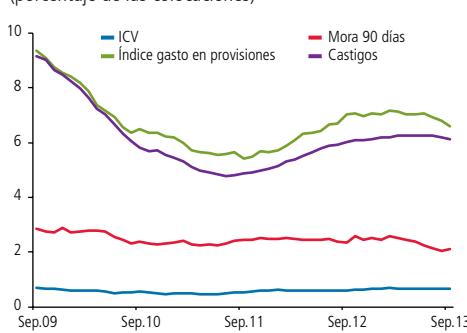
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO IV.4**  
Colocaciones de consumo  
(variación real anual, porcentaje)



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

**GRÁFICO IV.5**  
Indicadores riesgo de crédito consumo bancario  
(porcentaje de las colocaciones)



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

La segunda lección es que, ausente un marco de supervisión de conglomerados, es crucial mantener y perfeccionar un marco regulatorio que mantenga acotadas las exposiciones cruzadas al interior de los conglomerados. La nueva normativa sobre presunciones de operaciones de relacionados de la SBIF es un avance relevante en este sentido para la banca. Asimismo, el Proyecto de Ley de Supervisión Basada en Riesgo es un paso en la dirección correcta para las Compañías de Seguros de Vida (Capítulo V y Recuadro V.1).

#### En lo más reciente ha aumentado la morosidad en la cartera comercial.

El índice de mora de 90 días o más de la cartera comercial del sistema ha aumentado desde el último IEF, aunque el promedio se ubica por debajo de los niveles del 2009-2010 (gráfico IV.2).

Destaca el deterioro del comportamiento de pagos de las empresas pequeñas y medianas (gráfico IV.3). Otros antecedentes también indican que ha habido un deterioro del comportamiento de pago de empresas en el sector Construcción. La heterogénea exposición por sector y tamaño de la banca, y la exposición de algunos bancos a empresas grandes que han enfrentado situaciones financieras complejas, explica la importante dispersión en la mora a 90 días de distintos bancos.

La banca ha respondido acumulando provisiones específicas, lo que explica parte del mayor gasto en provisiones desde el último IEF, y que le ha permitido mantener un índice de cobertura de provisiones mayor que uno (gráfico IV.A1 anexo).

#### Esta evolución podría acentuarse en respuesta a noticias negativas del sector corporativo y la mayor sensibilidad al ciclo de algunos segmentos.

Algunas de las noticias recientes sobre problemas en empresas del sector corporativo no están completamente incorporadas en los balances de los bancos capturados al cierre estadístico de este IEF. Por lo tanto, el gasto en provisiones podría continuar aumentando. Se suma la situación financiera en el sector Construcción, el sector Forestal y la Pesca (Capítulo III), destacando el primer sector por su mayor peso en la cartera de la banca (13% de las colocaciones comerciales promedio, vs 1% para Pesca y Forestal, respectivamente)<sup>1/</sup>.

El mayor crecimiento en micro y pequeñas empresas en la parte expansiva del ciclo implica mayores riesgos de crédito, al ser un segmento más sensible al ciclo y con mayores tasas de incumplimiento (gráficos IV.3 y IV.A2 anexo). Con todo, el que algunos de estos créditos cuenten con garantías gubernamentales y su participación en la cartera comercial total sea baja (10% para el sistema), mitiga parte de estos riesgos<sup>2/</sup>.

<sup>1/</sup> Según datos de la SBIF, la exposición de la banca al sector Forestal (Silvicultura y Madera) es inferior a 4% de las colocaciones comerciales en la mayoría de las instituciones. Lo mismo ocurre con la Pesca. En la Construcción, las exposiciones son mayores, superando el 10% de las colocaciones comerciales en la mitad de las instituciones.

### **Los indicadores de riesgo de la cartera de consumo se estabilizan para el sistema, pero han aumentado comparativamente más en los bancos más activos en períodos previos.**

El crecimiento anual de los créditos de consumo de las divisiones especializadas sigue disminuyendo (gráfico IV.4), coherente con una estrategia de mayor focalización en hogares de ingresos medios y altos (Capítulo III). Además, durante el 2012 y el primer semestre del 2013 se observó un aumento en los castigos, principalmente en estas divisiones, lo cual ha contribuido a una estabilización general de los indicadores de riesgo de crédito de consumo durante los últimos meses (gráfico IV.5).

Sin embargo, para los bancos que han exhibido un mayor dinamismo en esta cartera a partir del 2010, se observan mayores incrementos en sus índices de morosidad, aunque en general acompañados de una adecuada cobertura de provisiones, superior a 1,9 veces (gráfico IV.6).

### **La rentabilidad muestra señales de recuperación y los niveles de solvencia, si bien disminuyen en el margen, se mantienen altos.**

La favorable evolución del margen de intermediación permitió un aumento en el retorno de los activos desde el último IEF (gráfico IV.7). El margen neto de intereses se recuperó, por un menor costo promedio de financiamiento del sistema y la incursión en segmentos comerciales de mayores márgenes. No obstante, el gasto en provisiones sigue aportando negativamente a los resultados, por lo que el aumento proyectado del riesgo de crédito, especialmente de la cartera comercial, podría revertir esta mejora.

Aun cuando el índice de adecuación de capital (IAC) disminuyó desde el último IEF —por el aumento de los activos ponderados por riesgo, mientras el capital básico se mantuvo estable<sup>3/</sup>—, sigue cerca de 13% para el sistema y todos los bancos tienen un IAC igual o mayor a 10% (gráfico IV.8).

## **FACTORES DE RIESGO**

### **Una desaceleración de la economía mayor que la anticipada podría redundar en alzas en el riesgo de crédito en las instituciones más expuestas a sectores cíclicos.**

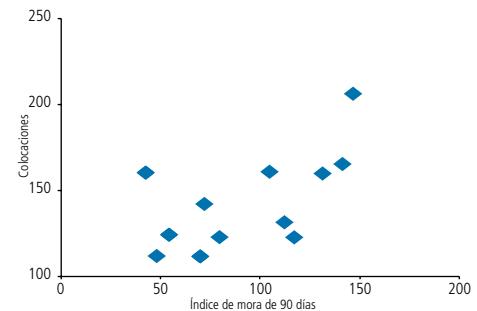
De especial preocupación en la coyuntura actual es el sector Construcción, que tiene un peso relevante en la cartera comercial del sistema y donde las empresas de menor tamaño relativo enfrentan una situación financiera relativamente deteriorada (Capítulo III).

Una desaceleración económica mayor a la esperada también aumentaría el riesgo de crédito de consumo. La evolución reciente de la mora sugiere que este

<sup>2/</sup> Entre enero y agosto del 2013, la CORFO entregó garantías a empresas de menor tamaño por el equivalente a US\$3.200 millones, lo que significó un aumento de 38% respecto del mismo periodo del año anterior.

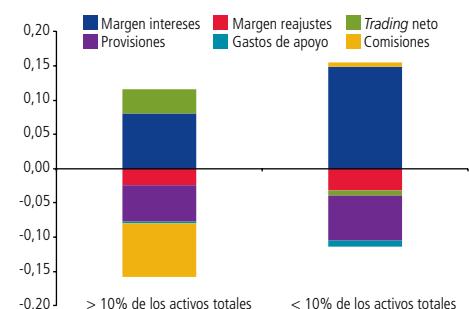
<sup>3/</sup> Falta que se concentren aumentos de capital anunciados por cerca de US\$500 millones.

**GRÁFICO IV.6**  
Créditos de consumo (Sep.13, Sep.10=100)  
(índice)



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

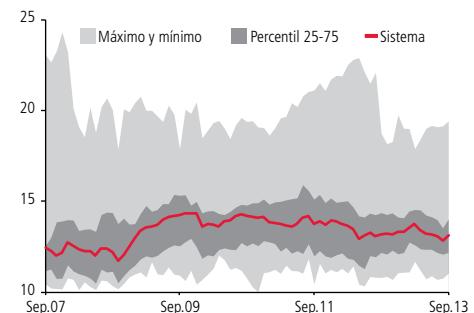
**GRÁFICO IV.7**  
Variación de los principales componentes del ROA: Sep.13-Dic.12 (\*)



(\*) Variación en base a balance consolidado.

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

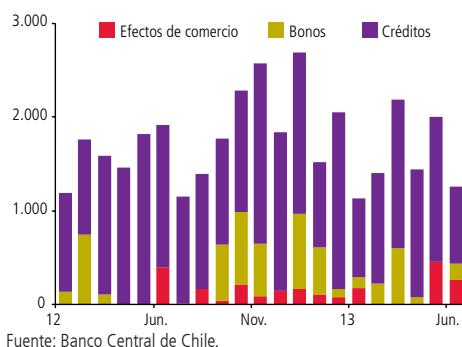
**GRÁFICO IV.8**  
Índice de adecuación de capital  
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



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

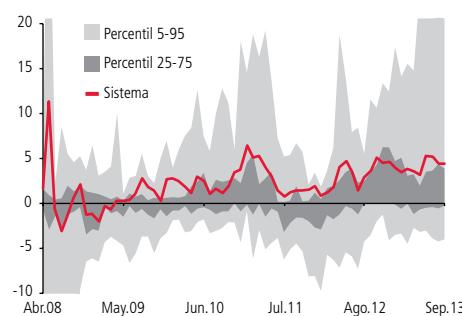


**GRÁFICO IV.9**  
Flujos de financiamiento externo  
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

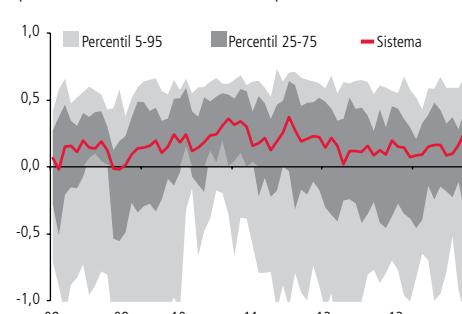
**GRÁFICO IV.10**  
Balance en moneda extranjera  
(pasivos menos activos)



(\*) Excluye bancos de tesorería y comercio exterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.11**  
Descalce de plazo a 30 días (\*)  
(pasivos menos activos, veces el capital básico)



(\*) Excluye bancos de tesorería y comercio exterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

aumento podría ser mayor en las carteras de aquellos bancos más dinámicos en el último periodo. El stock de créditos rotativos vigentes también es un elemento de preocupación, pese al menor crecimiento de estos créditos en el sistema en lo más reciente (9% en el último año, contra 14% entre julio del 2011 y 2012) (gráfico IV.A3 anexo). Por un lado, en dichos créditos es más fácil subestimar un deterioro en la cartera. Por otro lado, el alza de tasas que se genera cuando el deudor incumple con los pagos totales puede llevar a incrementos sustanciales en las cuotas del crédito, elevando su carga financiera.

**Es posible que la banca enfrente períodos de volatilidad en los mercados de fondeo mayoristas...**

Entre los factores de volatilidad en el mercado local destaca el efecto de los anuncios de asesores financieros locales, cuya frecuencia ha aumentado desde el último IEF (Capítulo II). Se suman los potenciales efectos en las tasas de interés locales de largo plazo de la evolución de los estímulos monetarios y la situación fiscal en EE.UU. Finalmente, la banca también vería un deterioro de sus condiciones de financiamiento externo de materializarse alguno de los escenarios de riesgo externo (Capítulo I).

Si bien en los últimos años, la banca ha tendido a reducir su dependencia del financiamiento mayorista de corto plazo, algunos bancos pequeños y medianos mantienen una alta dependencia de dicha fuente. Aun cuando el fondeo mayorista juega un rol relevante en la disciplina de mercado, es particularmente sensible a cambios en las percepciones sobre el riesgo de los emisores y sobre la liquidez de sus instrumentos en el mercado secundario.

**...lo que resalta la importancia de contar con una matriz de financiamiento diversificada.**

Todo lo anterior, resalta la importancia de que la banca mantenga una estructura de financiamiento diversificada, reduciendo progresivamente su dependencia de fuentes institucionales locales de corto plazo y haciendo un manejo prudente de sus activos que, dependiendo de su calidad, podrían proveerles liquidez en períodos de estrés. Por ello, la alta dependencia de depósitos a plazo institucionales de los bancos de menor tamaño sigue siendo una fuente de preocupación (Recuadro IV.1).

También es importante que los bancos consideren en su gestión de liquidez el desarrollo de ejercicios de tensión y de planes de contingencia que reflejen apropiadamente sus riesgos, estrategias de negocios, condición financiera y capacidad de financiamiento bajo distintas condiciones de mercado (Capítulo V).

En este ámbito, son un desarrollo positivo las recientes emisiones de efectos de comercio en EE.UU. por parte de los bancos de mayor tamaño (gráfico IV.9). Esto, porque pese a su corto plazo, diversifican fuentes de financiamiento mayorista a plazos similares a los del mercado monetario local y mejoran la distribución de la matriz de acreedores externos. Con todo, estos bancos deben cuidar de que estas fuentes alternativas no sustituyan otras más estables o de mayor duración.

**Es posible que en el próximo semestre se repitan períodos de mayor volatilidad en las tasas de largo plazo y el tipo de cambio.**

Dado el complejo manejo de las políticas económicas en EE.UU.—y su potencial impacto en el mercado local (Capítulos I y II)—, al escenario de un alza gradual en las tasas largas soberanas y corporativas, en pesos y en moneda extranjera, deben sumarse escenarios de alzas más rápidas o eventuales sobrereacciones en dichas tasas, así como una mayor volatilidad cambiaria.

Aunque los riesgos de mercado y liquidez están razonablemente acotados para el grueso del sistema (gráficos IV.10 y 11) es importante que, dadas las actuales condiciones globales, los bancos manejen con prudencia su riesgo de moneda y su exposición a fluctuaciones en las tasas de interés de largo plazo.

#### EVALUACION DE ESCENARIOS DE ESTRÉS<sup>4</sup>

**Los ejercicios de tensión muestran que el sistema bancario está en una posición financiera apropiada para absorber la materialización de un escenario de tensión severo.**

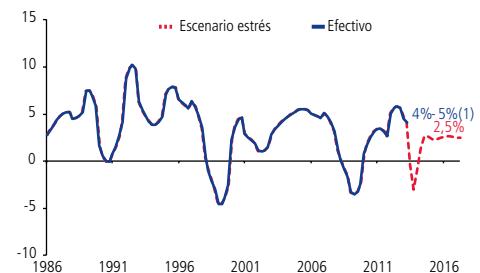
Los ejercicios de tensión emplean información macro y contable del sistema bancario a junio del 2013. Para el cálculo del riesgo de crédito se estima un modelo que relaciona provisiones —que reflejan el comportamiento de pago de los deudores— principalmente con actividad económica, y se evalúa en escenarios base y de estrés.

El escenario de estrés considera una caída del producto en el corto plazo y un menor crecimiento en el mediano plazo, donde la actividad presenta tasas de crecimiento negativas para el tercer y cuarto trimestre del 2013 (-1,7% en promedio) y para el primer trimestre del 2014 (-1%). Posteriormente, el crecimiento converge a una tasa de 2,5% hacia el 2016. Esta configuración intenta replicar el impacto de episodios relevantes de fragilidad financiera ocurridos en las últimas décadas, caracterizados por una desaceleración breve, pero importante, y una moderación del crecimiento en el mediano plazo (gráfico IV.12).

Para los efectos del cálculo del riesgo de mercado se evalúan tres tipos de exposición posibles: moneda, valoración y reprecio. El riesgo de moneda (o de tipo de cambio) se evalúa en un escenario de fuerte depreciación del peso chileno frente al dólar estadounidense y su impacto en el descalce en moneda extranjera del balance de los bancos. Los riesgos de valoración y reprecio dependen de las fluctuaciones de las tasas de interés, y son evaluados respecto de un *shock* que afecta las curvas de rendimiento *spot* y *forward*, respectivamente. El riesgo de valoración se calcula como la pérdida producida por la fluctuación de tasas *spot* para distintos plazos y su efecto en los activos del libro de negociación. El riesgo de reprecio se mide por la pérdida por refinanciamiento de los pasivos —según datos del libro de banca— frente a un alza de tasas futuras y depende de fluctuaciones a lo largo de la curva de rendimiento *forward*.

El escenario de estrés que afecta al riesgo de mercado utiliza una depreciación del tipo de cambio de 20%, que corresponde a la fluctuación más alta ocurrida

**GRÁFICO IV.12**  
Crecimiento anual del PIB  
(datos trimestrales, porcentaje)



(1) Corresponde al escenario base del IPoM de septiembre, con un crecimiento en el rango 4-5% para el 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

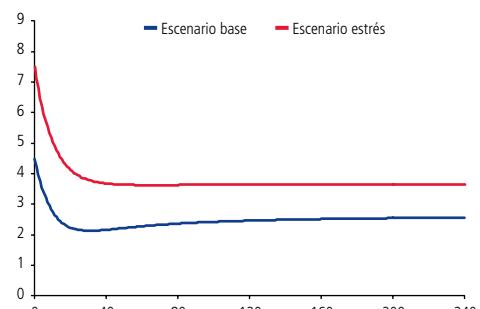
**GRÁFICO IV.13**  
Shock de tipo de cambio  
(porcentaje)



(1) La depreciación de 20% en 15 días es la máxima observada desde el año 2000.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.14**  
Estructura de tasas de interés *spot* reajustables (\*)  
(porcentaje, meses)



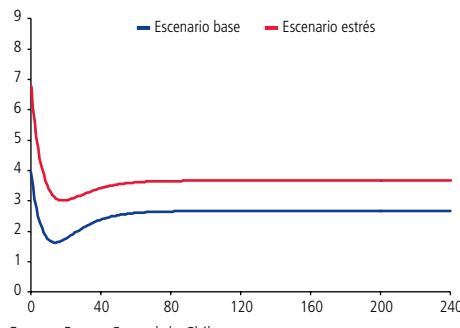
(\*) La estimación de la estructura de tasas de interés del escenario base se realiza considerando el modelo Nelson-Siegel con información a junio del 2013.

Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>4</sup>/ Este análisis se basa en la metodología descrita en Jara, Luna y Oda (2007) y en Alfaro y Sagner (2011). El análisis y sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

**GRÁFICO IV.15**

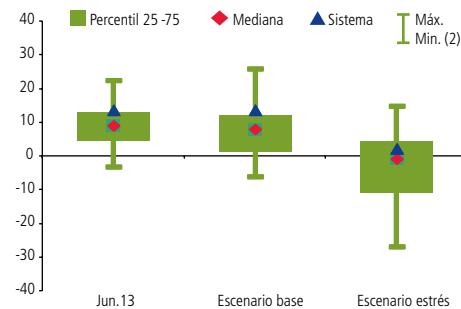
Estructura de tasas de interés *forward* reajustables (porcentaje, meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.16**

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



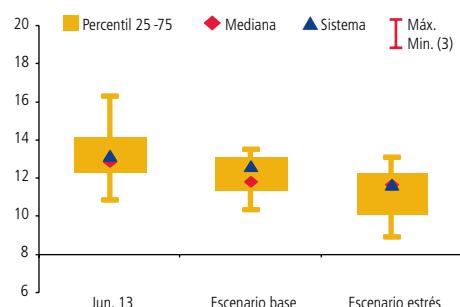
(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.

(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

**GRÁFICO IV.17**

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



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.

(2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior.

(3) Los máximos corresponden al percentil 90.

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

en un período de quince días hábiles desde el 2000 a la fecha. Ella tuvo lugar durante el 2008 (gráfico IV.13). Para completar la configuración de este escenario, se incluyen *shocks* que desplazan las curvas de rendimiento *spot* y *forward*. En ambos casos con un aumento de 300pb para la tasa de interés de corto plazo y de 100pb para la de largo plazo (gráficos IV.14 y IV.15)<sup>5</sup>.

En comparación con el ejercicio del IEF anterior, con información a diciembre del 2012, la situación inicial sobre la cual se realiza el actual ejercicio es algo menos favorable. La rentabilidad del capital (ROE) del sistema bancario es 0,8 puntos porcentuales (pp) inferior —13,6 versus 14,4%—, y el IAC disminuyó 0,1pp —desde 13,3 a 13,2%.

Los ejercicios muestran que, en el escenario de estrés, el ROE caería a 2,1 pp del capital básico (tabla IV.1), inferior a los 5,2pp del ejercicio del IEF anterior. A nivel de instituciones, bancos que en conjunto representan 47% del capital básico del sistema tendrían resultados negativos en el escenario de estrés (gráfico IV.16), cifra superior al 43% del ejercicio anterior. Asimismo, bancos que representan 62% del capital básico del sistema mantienen un IAC sobre 11% (gráfico IV.17)<sup>6</sup>.

**TABLA IV.1**

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

Escenario de estrés	
ROE inicial	13,6
Riesgo de mercado	-1,5
Valoración	-0,5
Reprecio	-1,0
Moneda	0,0
Riesgo de crédito	-14,1
Consumo	-8,7
Comercial	-4,4
Vivienda	-1,0
Margen	4,2
ROE final	2,1

Además, se analizó otro escenario de estrés, en que solo aumentan las tasas de interés de largo plazo (250pb), dados los riesgos de alzas de tasas largas levantados en este IEF (Capítulos I y II). Los efectos son acotados e inferiores a lo reportado con el escenario anterior. Sin perjuicio de ello, algunas instituciones con descalces en papeles de mayor plazo verían un impacto mayor en sus utilidades por este *shock*.

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

<sup>5</sup>/ El escenario base considera un nivel de actividad y tasas de interés coherentes con el IPoM de septiembre del 2013. En ese documento, el crecimiento de la actividad proyectado para este año se ubicaba entre 4,0 y 4,5%. Por otro lado, la tasa de interés en UF para colocaciones entre 1 y 3 años y la tasa de créditos hipotecarios a más de 20 años proyectadas a diciembre del 2013, son 5,0 y 4,6%, respectivamente.

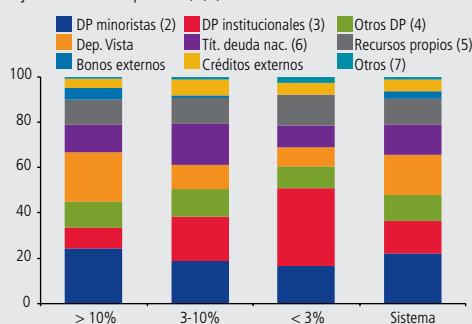
<sup>6</sup>/ Estos resultados consideran reinversión de las utilidades.

## RECUADRO IV.1 DEPÓSITOS INSTITUCIONALES EN LA BANCA CHILENA

Los depósitos a plazo constituyen la principal fuente de financiamiento de la banca chilena: cerca de 50% del total de los pasivos del sistema (gráfico IV.18). Le siguen en importancia los depósitos a la vista (18%), los instrumentos de deuda del mercado local (13%), el capital (11%) y las obligaciones con el exterior (8%).

**GRÁFICO IV.18**

Fuentes de financiamiento de la banca a agosto del 2013  
(porcentaje del total de pasivos) (1)



(1) Total de pasivos netos de obligaciones contingentes y valor razonable de instrumentos derivados. (2) Personas naturales y empresas no financieras. (3) FFMM y FP. (4) Otros mayoristas, empresas estatales y sector externo. (5) Capital básico, provisiones, valor razonable neto de instrumentos derivados y utilidades. (6) Bonos locales y letras de crédito. (7) Residuo en comparación con datos del balance.

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

Entre los depósitos a plazo, los de origen minorista (constituidos por una amplia masa de depositantes y por montos individuales relativamente bajos) tienden a ser más estables, incluso en períodos de estrés financiero. Por el contrario, los de origen mayorista tienden a ser más sensibles a las volatilidades del mercado, en tanto se encuentran concentrados en pocos acreedores con mayor acceso a información y decisiones de inversión más sofisticadas<sup>1/</sup>.

Por lo anterior, tradicionalmente se considera como un factor de mayor estabilidad una alta participación de depósitos minoristas en el financiamiento de las colocaciones de la banca<sup>2/</sup>. En una comparación internacional, el sistema bancario chileno registra un indicador relativamente bajo en esta dimensión (tabla

<sup>1/</sup> Véase Ansiedei et al (2012) para un análisis del impacto de la crisis sobre los mercados monetarios en EE.UU. y Jara y Winkler (2005), para un análisis del riesgo de liquidez y financiamiento de la banca en Chile. Parte de la volatilidad de los depósitos mayoristas está recogida también en la discusión de los ponderadores que Basilea III aplica a los depósitos de origen institucional, en sus indicadores de liquidez de corto (LCR) y largo (NSFR) plazo (BIS 2010).

<sup>2/</sup> En una amplia revisión de literatura, BIS (2013) muestra que los depósitos minoristas no transados en bolsa disminuyen la probabilidad de presentar problemas graves de insolvencia o de costo de resolución en caso de que un banco falle, y están asociados a una actividad crediticia más estable en períodos de estrés.

IV.2), que se justifica en parte por los altos niveles de ahorro previsional de los hogares en el sector institucional<sup>3/</sup>. Estas instituciones recirculan parte de este ahorro a la banca, como depósitos (de corto plazo) o con la compra de títulos de deuda (de largo plazo).

**TABLA IV.2**

Depósitos minoristas a colocaciones (\*)  
(porcentaje)

EE.UU.	139	Canadá	96	Alemania	77
Argentina	136	Colombia	95	Italia	64
Japón	133	Rep. Corea	86	Chile	60
Reino Unido	99	Turquía	85	Finlandia	55
Perú	98	España	78	Sudáfrica	52

(\*) Excluye colocaciones interbancarias.

Fuente: FSI, FMI.

Dada esta característica estructural de la economía chilena, y de los riesgos que el financiamiento volátil de corto plazo impone sobre la estabilidad del sistema financiero —lo cual quedó demostrado en la última crisis internacional— es que el IEF ha levantado alertas sobre el riesgo de una alta dependencia de depósitos mayoristas. Este recuadro describe la exposición de la banca a depósitos de fondos de pensiones (FP) y fondos mutuos (FFMM), principales actores institucionales en el mercado de depósitos a plazo, que en lo sucesivo llamaremos “depósitos institucionales”.

### Fondos Mutuos versus Fondos de Pensiones

En general, el grado de dependencia de depósitos institucionales se relaciona de manera inversamente proporcional con el tamaño relativo de las entidades bancarias (a mayor tamaño, menor dependencia). Los bancos de mayor tamaño (con una participación individual por activos mayor al 10% del sistema), que cuentan con una amplia red de sucursales, concentran el grueso de los depósitos minoristas y a la vista de la industria, y su dependencia de depósitos institucionales tiende a ser menor.

Entre el 2009 y 2011, los bancos redujeron de modo significativo su dependencia de depósitos institucionales para el financiamiento de las colocaciones. Esto, básicamente, como consecuencia de un cambio en las decisiones de inversión de los FP, en respuesta al aumento del límite de inversión global en el

<sup>3/</sup> Según datos de la Encuesta Financiera de Hogares (EFH) 2011-12, casi el 75% de los hogares declara algún tipo de aporte al sistema obligatorio de pensiones, mientras que solo el 8% declara ahorro en activos financieros. Para mayores referencias véase Avanzini y Pérez (2013).



exterior a fines del 2007<sup>4/</sup> y de cambios en las rentabilidades relativas de sus portafolios. Esta tendencia se estabilizó posteriormente en cerca de 10 puntos porcentuales por debajo del promedio del período previo. Este patrón se observa salvo para los bancos con una participación de mercado inferior al 3% de los activos del sistema, que el último año aumentaron la proporción de su cartera de créditos financiada con depósitos institucionales desde 30 a casi 40%, al mismo tiempo que el crecimiento de sus colocaciones llegó a 14% real anual en promedio (gráfico IV.19).

**GRÁFICO IV.19**  
Dependencia de FP y FM (\*)  
(porcentaje de los colocaciones)



(\*) Excluye bancos de tesorería y comercio exterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

Hasta comienzos del 2009, más de la mitad de los depósitos institucionales provenía de los FP, pero progresivamente los FFMM han pasado a ser los actores institucionales más relevantes. Así, de los más de US\$36 mil millones de depósitos institucionales en la banca a julio del 2013, solo 30% correspondía a FP, con vencimientos residuales que en promedio alcanzan a seis meses. Por su parte, del total de depósitos de FFMM, casi el 80% es de tipo 1, que por regulación son de corto plazo con una duración máxima promedio de 90 días<sup>5/</sup>.

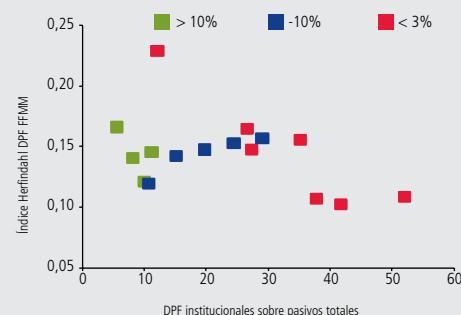
A pesar de las altas exposiciones de los bancos de menor tamaño a depósitos institucionales, un aspecto positivo es que estos bancos tienden a mostrar una mayor diversificación dentro de este segmento, esto es, una menor concentración por administradora de FFMM (gráfico IV.20). Cabe notar, además, que estos bancos habitualmente mitigan el riesgo de liquidez que les genera esta mayor dependencia de depósitos institucionales con una mayor fracción de activos líquidos en su balance y un aporte

<sup>4/</sup> El límite se amplió gradualmente entre agosto del 2007 y septiembre del 2011. Para mayor detalle véase: <http://www.bcentral.cl/prensa/comunicados-consejo/disposiciones-normativas/index.htm> y <http://www.bcentral.cl/prensa/comunicados-consejo/otros-temas/04112010.pdf>.

<sup>5/</sup> Los depósitos a plazo que conforman el FFMM tipo 2 representan 10% del total de los depósitos de la industria de FFMM, 8% para los FFMM tipo 3 y 2,8% para el resto de depósitos a plazo de los FFMM de renta fija.

proporcionalmente mayor de recursos propios en su estructura de fondeo global.

**GRÁFICO IV.20**  
Concentración del financiamiento mayorista  
(porcentaje)

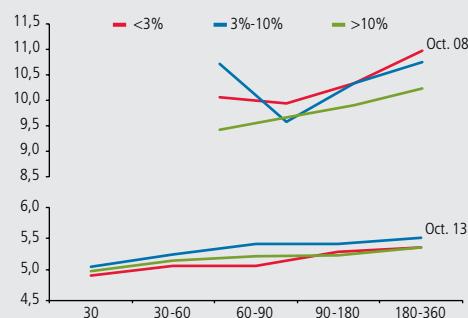


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS y SP.

En suma, en términos generales, la banca ha reducido su dependencia de fuentes de fondeo mayoristas internas de corto plazo y, en algunos casos, ha aumentado la diversificación de las mismas. Sin embargo, es importante seguir avanzando en esta dirección, explorando alternativas más estables y plazos mayores. Asimismo, es relevante que los bancos gestionen de manera prudente sus activos, sin sostener la expansión de sus colocaciones en fuentes de financiamiento volátiles.

Por último, es importante hacer notar que actualmente algunos de los elementos que regulan la gestión de liquidez de los bancos en Chile están siendo revisados por el Banco Central (Capítulo V).

**GRÁFICO IV.21**  
Curvas de retorno de los depósitos a plazo en pesos  
(porcentaje anual, tasas del mercado secundario)



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

# V. REGULACIÓN FINANCIERA

*Este capítulo revisa los desarrollos regulatorios más importantes a nivel local, y los aspectos más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel internacional durante el semestre.*

---

## REGULACIÓN NACIONAL

En este semestre, se destaca la publicación de normativa bancaria y el proyecto de ley de supervisión basada en riesgo para las compañías de seguros de vida. Respecto de los bancos, la SBIF publicó una norma para perfeccionar su marco regulatorio sobre deudores relacionados con entidades bancarias y también una norma referente al gobierno corporativo de estas entidades. El Banco Central se encuentra en un proceso de revisión de su normativa sobre liquidez de la banca. La primera de estas normas tiene relación directa con la complejidad para el sistema que suponen los conglomerados financieros (Recuadro V.1).

### **Complemento a la norma sobre deudores relacionados a entidades bancarias**

En noviembre del 2013, la SBIF publicó una versión definitiva, previa consulta pública, de artículos complementarios a la normativa sobre deudores relacionados con entidades bancarias, contenidas en el Capítulo 12-4 de su Recopilación Actualizada de Normas (RAN).

Lo anterior es parte de un proceso de perfeccionamiento normativo de la SBIF para que, pese a la velocidad con que evolucionan los mercados, se resguarden los objetivos de supervisión que debe implementar de acuerdo con la Ley General de Bancos. Para ello, la SBIF aumentó el número de situaciones que permiten configurar presunciones de que un crédito ha sido conferido a partes relacionadas, tanto por propiedad como gestión.

Por propiedad, se incorporan aquellos casos en que no sea posible verificar en la entidad receptora del crédito la identidad de los partícipes o aportantes que en conjunto sean propietarios de cuotas o acciones representativas de 10% o más del capital; excluyendo de esta presunción a los Fondos Mutuos y de Pensiones.

Por gestión, se agregan los fondos provenientes de los créditos del deudor que se destinan a financiar, directa o indirectamente, a una persona natural o jurídica relacionada con el banco acreedor. Finalmente, se perfecciona el sistema de reporte de las posiciones con personas relacionadas.



## Cambios normativos para mejorar el gobierno corporativo de los bancos

En noviembre, la SBIF publicó cambios en su normativa sobre supervisión de gestión y solvencia (Capítulo 1-13 de la RAN), que incorpora nuevos lineamientos para fortalecer el rol de los gobiernos corporativos de los bancos, principalmente en la gestión y administración de riesgos. Ello, tomando en consideración estándares y recomendaciones internacionales atingentes al tema, además de los comentarios recibidos durante la etapa de consulta pública de la norma.

La SBIF establece un juicio supervisor respecto de los elementos mínimos de una buena gestión del gobierno corporativo de un banco. Este se basa principalmente en elementos como la capacidad del gobierno corporativo de definir objetivos, valores corporativos, verificación de políticas aprobadas por el Directorio, procesos efectivos de control interno y auditoría, así como velar por la transparencia al interior de la entidad. Por otra parte, la normativa enfatiza la entrega de información de interés público por parte del Directorio, incorporando una serie de elementos mínimos obligatorios.

Un elemento relevante de esta reforma, es que la SBIF señala que en el desarrollo habitual de sus procesos de supervisión por gestión y solvencia se asignará una mayor relevancia, y un proceso de análisis específico, a la gestión de los gobiernos corporativos de cada uno de los bancos fiscalizados.

Como complemento, también se modificaron normas específicas aplicables a los Directores (Capítulo 1-4 de la RAN) y Comités de Auditoría (Capítulo 1-15). Estas modificaciones enfatizan el rol del Directorio como órgano colegiado encargado de la administración del banco y define lineamientos respecto de las características organizacionales de los Comités de Apoyo en que estos participen, junto con aumentar las exigencias al Comité de Auditoría respecto de la independencia y capacidad de sus miembros. Una modificación relevante —que puede ser de mayor complejidad de cumplimiento para algunas entidades—, es la exigencia de no participar de los ingresos o utilidades del banco para aquellos directores que integren el Comité de Auditoría.

## Normativa de liquidez

El Banco Central está revisando su normativa de liquidez para las empresas bancarias, contenida en el Capítulo III.B.2 de su Compendio de Normas Financieras, con el objetivo de perfeccionarla y a la vez conseguir una mayor convergencia con estándares internacionales. El borrador de esta nueva regulación se publicará para consulta pública durante el primer trimestre del 2014.

Los principales objetivos que se persiguen son:

- a. Fortalecer las políticas de gestión del riesgo de liquidez en la banca estableciendo criterios mínimos para el desarrollo de ejercicios de tensión y planes de contingencia.
- b. Incluir límites normativos vinculantes en base consolidada, complementarios a los límites individuales, de manera de considerar la gestión de liquidez en las

filiales bancarias, en particular, de bancos establecidos en el exterior que sean filiales de instituciones chilenas.

c. Estandarizar los supuestos de los modelos internos para aquellos bancos autorizados a utilizarlos.

d. Agregar variables de monitoreo de la posición de liquidez de cada banco entre ellas, la razón de cobertura de liquidez de corto plazo (LCR por sus siglas en inglés) y la razón de financiamiento estable neto de largo plazo de Basilea III (NSFR), reportes de concentración por acreedor, instrumento, moneda y plazo, y porcentajes de renovaciones de fuentes mayoristas.

Algunos de estos elementos están focalizados especialmente en conseguir una gestión más robusta de fuentes de financiamiento mayorista, buscando atenuar los elementos de riesgo descritos en el Recuadro IV.1 y el Capítulo IV.

### **Proyecto de Ley sobre Supervisión basada en riesgo de las compañías de seguros**

Considerando la relevancia de las compañías de seguros de vida en Chile, su interconexión con el sistema financiero y las expectativas de crecimiento de las rentas vitalicias, es importante que estas compañías gestionen de manera adecuada sus riesgos. En este sentido, el Proyecto de Ley que actualmente se encuentra en el Congreso es un avance importante. Este proyecto se encuentra en línea con las recomendaciones internacionales del FMI, el Banco Mundial y la OCDE, e incorpora cargos de capital alineados con los riesgos que asumen las compañías (resguardos ex post e incentivos ex ante); mayores exigencias de capital por riesgos de longevidad y por riesgo de reinversión en escenarios de bajas tasas; mayores exigencias en gestión de riesgo; y mayores atribuciones preventivas para la SVS.

Respecto de la exposición con relacionados (tema que también aborda el Capítulo IV), se considera integrar los límites actuales de inversión con relacionados de 7,5% en Inversiones y de 5% en Bienes Raíces en un solo límite de 7,5%, lo que reduciría la exposición máxima de 250% del patrimonio a 150%. Si bien lo anterior es un avance, los nuevos límites aún son elevados.

Por último, las Tablas V.1 y V.2 presentan las principales normas publicadas y puestas en consulta, respectivamente.

## **REGULACIÓN INTERNACIONAL**

### **Efectos extraterritoriales de la Ley Dodd-Frank**

A través de la ley estadounidense Dodd-Frank, promulgada en julio del 2010, se realizó una profunda reforma al sistema de regulación financiera de ese país. Entre distintas materias, incluyó cambios en la institucionalidad, en el universo de entidades reguladas, y limitaciones a las operaciones que pueden efectuar los bancos. La forma en que finalmente se aplicará esta ley dependerá de los reglamentos que se deben implementar en todas las áreas que abarca, algunos de los cuales aún están en discusión.



Entre los elementos incluidos en esta reforma merecen especial atención las exigencias que podrían ser aplicables a entidades que realizan transacciones fuera de EE.UU. En esta sección se revisan la restricciones que se aplicarían a los bancos estadounidenses respecto de sus operaciones de negociación efectuadas por cuenta propia (lo que corresponde al Título VI de Dodd-Frank, también conocido como "Volcker Rule"), y los potenciales efectos de esas medidas para agentes chilenos; y las mayores exigencias para efectuar transacciones de derivados (Título VII de Dodd-Frank).

### **Volcker Rule (VR)**

Esta sección de la ley busca limitar las actividades que pueden realizar los bancos que captan depósitos del público y que cuentan con garantías estatales. Así, la VR, prohíbe a las entidades bancarias realizar las siguientes actividades: (1) negociación por cuenta propia (*trading* propietario), (2) inversión en fondos de capital privado y *hedge funds*, y (3) actuar como patrocinador de *hedge funds* o fondos de capital privado<sup>1/</sup>. De alguna manera, la VR recoge el espíritu de la Ley Glass Steagal, la que separaba las actividades de la banca de inversión de la banca comercial y estuvo vigente entre 1933 y 1999.

Para efectos de la VR, el *trading* propietario corresponde a inversiones de negociación en las cuales el banco toma una posición como principal, incluyendo principalmente títulos y derivados. Por su parte, las inversiones que realice el banco actuando como *broker* o agente, en el mismo tipo de activos, no están afectas a la prohibición.

Respecto de la inversión o patrocinio de *hedge funds* y fondos de capital privado, la prohibición se aplica solamente a aquellos fondos que no deban ser registrados ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC) por ser fondos con menos de cien beneficiarios o por ser fondos para inversionistas calificados<sup>2/</sup>.

Entre las entidades bancarias afectas a estas prohibiciones, además de bancos comerciales estadounidenses, se incluyen entidades extranjeras, las que corresponden a bancos extranjeros que mantienen filiales o agencias en EE.UU., o bien que son dueños de bancos comerciales en EE.UU. Estos agentes y sus matrices se denominan "organizaciones bancarias extranjeras" (FBO, por su sigla en inglés). En el caso de FBOs y subsidiarias que califiquen, según criterios de ubicación geográfica de sus operaciones, la normativa propuesta contempla exenciones a las prohibiciones sobre *trading* propietario y participación en fondos, en tanto dichas actividades se realicen "fuera de EE.UU."

En el caso de *trading* propietario, el concepto de "fuera de EE.UU." para efectos de la exención mencionada implicaría que en las transacciones de la institución financiera no participe ninguna infraestructura ni plataforma estadounidense; y que tampoco esté directamente involucrado en las transacciones personal que trabaje en EE.UU. Análogamente, en el caso de los fondos esta condición se refleja en que estos deberían establecerse fuera de EE.UU. y no se podrían ofrecer a residentes de EE.UU.

<sup>1/</sup> Algunos aspectos generales de la VR fueron indicados en el IEF anterior.

<sup>2/</sup> Excepciones al requerimiento general de registro ante la SEC contenidas en las secciones 3(c)(1) y 3(c)(7) de la *Investment Company Act*.

Por último, incluso si un FBO califica para las exenciones mencionadas, y sus operaciones cumplen con la condición de ser realizadas "fuera de EE.UU.", deberá cumplir con una serie de requisitos adicionales para acogerse a dichas exenciones, incluyendo contar con mecanismos para manejar conflictos de interés, imponer restricciones a operaciones en activos de alto riesgo, aplicar límites a transacciones con partes relacionadas en el caso de patrocinio de fondos, y establecer un programa continuo de cumplimiento para que la FBO se asegure de que sus actividades en *trading* y fondos mantengan su condición de exención.

Estas prohibiciones para FBO, junto con las condiciones para la exención de actividades desarrolladas fuera de EE.UU., están siendo debatidas a nivel internacional y el proceso normativo aún está en desarrollo. En consecuencia, es necesario seguir con la revisión del desarrollo normativo relacionado con la VR. Por otra parte, las entidades financieras que califiquen como FBO, o sus subsidiarias, deberán ser capaces de establecer si sus actividades de *trading* propietario y fondos pueden quedar exentas de las prohibiciones de VR y bajo qué condiciones.

Para Chile el desarrollo de esta discusión internacional, y la forma que finalmente adopte, es de importancia por cuanto existen varios bancos que pueden calificar como FBO o subsidiarias de FBOs, y por lo tanto quedar sujetos a la VR, ya sea debiendo demostrar que cumplen con las condiciones para eximirse de las restricciones que esta impone, o bien eliminado el *trading* propietario.

### **Regulación de derivados**

El Título VII de la Ley Dodd Frank buscar impulsar una reforma integral a la industria de derivados en EE.UU., incorporando al perímetro regulatorio la mayor parte de las transacciones en derivados que fueron desreguladas con la *Commodity Futures Modernization Act* del 2000.

Para efectos legales y regulatorios, la ley usa el término *swap* para definir una amplia gama de contratos de derivados. Sobre esta base, mantiene la estructura de supervisión de las agencias CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*) y SEC. Cada una de estas se hace cargo de la supervisión de diferentes tipos de derivados, y de los agentes de mercado involucrados. Así, la SEC supervisa los derivados sobre valores individuales y algunos índices acotados (*security based swaps*), incluyendo *credit default swaps*; mientras que la CFTC supervisa derivados sobre *commodities*, índices generales y valores del gobierno federal de EE.UU.

La Ley define cuatro categorías de agentes a los cuales se les aplicarán nuevos requerimientos, según sea su relevancia en el mercado de derivados.

- a. *Swap Dealer* (SD): agentes que crean mercado en derivados o actúan como contraparte de derivados en el curso ordinario de su negocio.
- b. *Major Swap Participant* (MSP): aquellos participantes en el mercado de derivados que no son *swap dealers*, pero que mantienen posiciones sustanciales en derivados que puedan generar efectos adversos considerables en EE.UU. o estar altamente apalancados sin estar regidos por los requerimientos de capital bancarios.



c. *Financial End User* (FE): conglomerado, fondo privado, persona natural o jurídica que tiene como giro principal actividades bancarias o financieras.

d. *Non-Financial End User* (NFE): aquellos que no se encuentran en las categorías anteriores.

Entre los nuevos resguardos exigidos por la Ley destacan los requerimientos de conducta de mercado. En efecto, aquellos agentes que caigan en alguna de las dos primeras categorías (SD y MSP) deberán satisfacer los estándares de conducta de mercado que desarrollen las agencias supervisoras en materias de fraude, límites a sus posiciones en derivados, conocimiento de sus contrapartes, transparencia con sus contrapartes en cuanto a riesgos de los derivados, conflictos de interés, etc. También se establecen nuevos requerimientos de capital y márgenes que los SD y MSP deberán cumplir. La Ley establece que estos resguarden la seguridad y solidez de los agentes y que sean apropiados para los riesgos de las transacciones que llevan a cabo.

La Ley también establece requerimientos relacionados con la infraestructura para las transacciones de derivados. A grandes rasgos, que la compensación se haga de manera centralizada, que las transacciones sean reportadas a repositorios de transacciones y que además determinados instrumentos se transen en plataformas transaccionales. Al respecto, se creó un nuevo tipo de entidad regulada denominada *Swap Execution Facilities* (SEF), definida como un sistema en el cual múltiples participantes pueden ejecutar o transar derivados aceptando cotizaciones de compra y venta efectuadas por diversos participantes en el sistema. En la práctica, esta definición amplia engloba un gran número de entidades previamente no reguladas.

El requisito para que las transacciones de *swaps* efectuadas por estadounidenses se realicen a través de una SEF entró en vigor en octubre. Fuentes de mercado han señalado que la incertidumbre respecto de la forma de dar cumplimiento a este requisito ha reducido de manera importante el flujo de transacciones efectuadas con contrapartes en EE.UU., redirigiendo parte importante de esas transacciones hacia otros mercados.

La magnitud de los alcances de esta legislación sobre entidades establecidas en Chile dependerá de varios factores, siendo los principales el nivel de transacciones en derivados transfronterizos y la jurisdicción de las partes involucradas. Por ejemplo, considerando el estado actual de la normativa, una operación entre un agente chileno y uno basado en EE.UU. deberá ser negociado, compensado y liquidado a través de infraestructuras financieras estadounidenses<sup>3/</sup>.

Respecto de los requerimientos que pudieran aplicarse a bancos en Chile, en tanto sus transacciones involucren a contrapartes estadounidenses, estos dependerán de la categoría, que corresponda de acuerdo con esta regulación (SD, MSP, FE o NFE).

<sup>3/</sup> Aunque eventualmente una ECC podría registrarse en EE.UU. como *Derivative Clearing Organization*, o solicitar una excepción a este registro.

Cada una de dichas categorías está asociada a diferentes requerimientos, siendo los más controversiales los que tienen impacto extraterritorial. Entre estos destaca, dada la reserva y el secreto bancario que existe en varias jurisdicciones, la obligación que tendrían los *Swap Dealers* de reportar todas las transacciones de derivados de sus clientes a las autoridades correspondientes en EE.UU.

El impacto extraterritorial de Dodd-Frank ha requerido aumentar los esfuerzos de coordinación a nivel internacional. Por ejemplo, en el contexto de EMIR, la Comisión Europea y el CFTC han desarrollado protocolos para conseguir un reconocimiento mutuo de las jurisdicciones como equivalentes, de manera que los respectivos marcos regulatorios no se superpongan ni dejen vacíos que permitan algún tipo de arbitraje.

Este nuevo marco regulatorio internacional tiene aspectos positivos tales como el aumento de la transparencia en los mercados y la compensación y liquidación centralizada. Sin embargo, la complejidad en su implementación impone costos que pueden llegar a ser relevantes.

Por último, la Tabla V.3 muestra los principales documentos publicados sobre temas regulatorios a nivel internacional, los que tienen un énfasis en temas de solvencia y liquidez, infraestructura y transparencia, y resolución.

**TABLA V.1**  
Principales normas promulgadas durante el segundo semestre del 2013

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
14-06-2013	SVS	CIRCULAR N°2108	Fomentar competencia y transparencia entre prestadores del servicio de administración de carteras de terceros.
17-06-2013	SVS / SBIF	NCG N° 347, Circular N° 3.551 DE BANCOS, N° 153 DE COOPERATIVAS y N° 64 de FILIALES,	Fortalecer la transparencia y competencia de los procesos de licitación pública de los seguros asociados a créditos hipotecarios.
03-07-2013	SVS / SP	NCG N°348	Mejorar la comprensión de las distintas ofertas de pensión que ofrecen AFPs y Aseguradoras, mediante la creación de nuevos Certificados de Ofertas y mejoras a la Carta Conductora que se envía junto a dichos Certificados.
22-07-2013	SBIF	CIRCULAR N° 40	Resguardar la confianza y estabilidad en el sistema de pagos en el ámbito de las tarjetas de crédito no bancarias, velando porque sus riesgos sean gestionados adecuadamente.
30-07-2013	SVS	NCG N°349, CIRCULAR N° 2114, CIRCULAR N° 2115	Emisión de normas originadas en el cambio a las disposiciones del contrato de seguros del Código de Comercio. Dichas normas establecen el contenido mínimo para los nuevos textos de pólizas de seguros e im parten instrucciones sobre otras materias relacionadas.
30-07-2013	SP	RESOLUCIÓN N°51	Modifica el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones para dar flexibilidad al manejo de cartera del Fondo E en escenario de cambios masivos de fondos, ayudando a mitigar el potencial efecto en precios locales.
21-10-2013	SVS	NCG N°352	Moderniza los requisitos para la oferta pública de valores extranjeros en Chile.
13-11-2013	SBIF	MODIFICA CAPÍTULOS 1-4, 1-13 Y 1-15 DE LA RAN. CIRCULARES N°3,558 Y 3,559	Sistematizar los elementos de un buen gobierno corporativo.
19-11-2013	SBIF	CIRCULAR N° 3,561 MODIFICACIÓN CAPÍTULO 12-4 RAN	Establecer las circunstancias o situaciones generales que harán suponer que existe una relación entre una persona y un banco por vínculos de propiedad o gestión.



**TABLA V.2**  
Principales normas puestas en consulta pública durante el segundo semestre del 2013

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
02-07-2013	SBIF	PRÓRROGA DE CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA COMPENDIO DE NORMAS CONTABLES - COOPERATIVAS	Disposiciones contables para las cooperativas de ahorro y crédito sujetas a fiscalización de SBIF, las que regirán a contar del ejercicio 2014.
12-07-2013	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICACIÓN SECCIONES I a IV de la NCG N° 275	Elevar los estándares de funcionamiento de las Empresas de Auditoría Externa (EAE), enfocándose en la idoneidad técnica e independencia de sus socios y participantes.
28-10-2013	SVS	CONSULTA PÚBLICA NORMAS QUE COMPLEMENTAN LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES EXTRANJEROS EN CHILE	Facilitar el patrocinio en la inscripción de valores extranjeros en el registro de SVS, por parte de administradoras.
		MODIFICA NCG N° 215, N° 240 Y COMPLEMENTA NCG N° 352	Fortalecer el rol de corredores de bolsa y agentes de valores en el mercado de valores extranjeros.
29-10-2013	SVS	CONSULTA PÚBLICA NORMA QUE ELEVA ESTÁNDARES DE CORREDORAS DE BOLSA RESPECTO A SU RELACIÓN CON CLIENTES	Ampliar mercados en que se pueden realizar transacciones con valores extranjeros.
			Elevar estándares respecto a conflictos de interés, perfil del inversionista y registro de operaciones, regulando de esta manera el actuar de los corredores de bolsa y agentes de valores respecto a su relación con clientes.

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

Documento	Título	Organismo	Solvencia / Líquidez	Infraestructura/ Transparencia	Resolución	Adm. Riesgo/ Governance	Shadow Banking
1/	Revised Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements - consultative document	BIS	x	x			
2/	Capital treatment of bank exposures to central counterparties - consultative document	BIS	x			x	
3/	The non-internal model method for capitalising counterparty credit risk exposures - consultative document	BIS	x				
4/	Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement	BIS	x				
5/	Capital requirements for banks' equity investments in funds - consultative document	BIS	x				
6/	Liquidity coverage ratio disclosure standards - consultative document	BIS	x	x			
7/	Margin requirements for non-centrally cleared derivatives - final document	BIS	x				
8/	Recovery of financial market infrastructures - consultative report	BIS		x	x	x	
11/	Authorities' access to trade repository data	BIS		x			
12/	Public quantitative disclosure standards for central counterparties - consultative report	BIS		x			
13/	Interim Peer Review of the FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings	FSB	x			x	
14/	Guidance on Identification of Critical Functions and Critical Shared Services	FSB			x		
15/	Guidance on Recovery Triggers and Stress Scenarios	FSB			x		
16/	Guidance on Developing Effective Resolution Strategies	FSB			x		
17/	Consultative Document: Information sharing for resolution purposes	FSB			x		
18/	Consultative Document: Application of the Key Attributes of effective Resolution regimes to non-bank financial institutions	FSB			x		
19/	Consultative Document: Assessment Methodology for Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions	FSB			x		
20/	Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities	FSB				x	
21/	Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos	FSB				x	

Fuente: sitios web de cada institución.

## RECUADRO V.I CONGLOMERADOS FINANCIEROS EN CHILE

En términos generales, un conglomerado financiero es *cualquier grupo de compañías bajo control o influencia dominante común, incluyendo cualquier holding financiero, que mantenga actividad financiera material en al menos dos de los sectores financieros regulados de banca, seguros o valores*<sup>1/</sup>.

En el caso de Chile, más allá de esta definición de general aceptación a nivel internacional, debemos incorporar a las AFPs en el espectro de actividades reguladas que pueden caer en el ámbito de un conglomerado financiero. Asimismo, los conglomerados mixtos, aquellos que incluyen empresas financieras y no financieras, también con actores importantes en el entorno financiero local.

### Principales consideraciones

Las ventajas de los conglomerados tienen relación con la existencia de economías de escala y ámbito en los diferentes sectores de la industria financiera. Por una parte, hay potenciales ganancias de eficiencia, en términos de reducción de costos e innovación en productos y servicios financieros, que se pueden traducir en menores precios al consumidor financiero. Por otra parte, existe la posibilidad de diversificar las fuentes de retorno y riesgo de las empresas individuales al crear una cartera amplia de productos y servicios para la oferta del conglomerado.

Estas virtudes, en conjunto con presiones competitivas y necesidades de los clientes, han fomentado la formación de conglomerados. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que este tipo de ventajas no necesariamente se materializan y que muchas veces el mercado asigna un descuento en la valorización de empresas pertenecientes a este tipo de estructura<sup>2/</sup>.

Con todo, independiente de si los potenciales beneficios de la formación de conglomerados financieros se realizan o no y en qué medida, su presencia genera espacios para diferentes fuentes de riesgo que pueden afectar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Entre estas vulnerabilidades destacan los problemas de transparencia, que debilitan la posición de los agentes de mercado y de los supervisores, para evaluar el perfil de riesgos

del grupo y de las entidades que lo conforman; el riesgo de contagio de problemas financieros, que existe incluso sin exposiciones cruzadas, pero que se ve reforzado con ese tipo de operaciones; la presencia de conflictos de interés a nivel de directorios o alta administración, que puede reflejarse en transacciones dentro del grupo que vayan en perjuicio de las entidades reguladas del conglomerado; el arbitraje regulatorio, cuando ciertas operaciones se canalizan hacia la entidad que genera menores costos regulatorios, lo cual no necesariamente es óptimo desde una perspectiva de estabilidad financiera ni de regulación prudencial tradicional; y la posibilidad de diferentes formas de riesgo moral, como configuraciones consideradas *too big to fail*<sup>3/</sup>.

Estas vulnerabilidades presentan un riesgo a la estabilidad financiera, especialmente cuando se transmiten hacia las entidades reguladas dentro del conglomerado, en particular los bancos.

### Esquemas de regulación y supervisión

Considerando las fuentes de riesgo, a nivel internacional se han desarrollado distintos esquemas de regulación y supervisión que enfrentan la problemática de los conglomerados financieros de diferentes maneras. Estos esquemas se conforman a partir del diseño institucional y del marco legal de supervisión.

El diseño institucional de supervisores puede ser sectorial o integrado<sup>4/</sup>. En la supervisión sectorial se definen autoridades específicas por sector, mientras que en el esquema integrado existe un único ente fiscalizador para toda la industria financiera.

El liderazgo en integración de supervisores fue marcado por Noruega (1986), Dinamarca (1988), Suecia (1991) y el Reino Unido (1997). Muchos países han seguido esta tendencia: entre el 2002 y el 2008 aquellos con supervisores únicos pasaron de 22 a 37, incluyendo 13 países en los cuales la supervisión se encuentra en el banco central<sup>5/</sup>. Sin embargo, en este punto no existe un consenso definitivo, por cuanto jurisdicciones relevantes han adoptado modelos diferentes. Por ejemplo, EE.UU. mantiene un esquema sectorial, pero varios países han adoptado versiones

<sup>1/</sup> Joint Forum (2012).

<sup>2/</sup> Schmid y Walter (2009); Leaven y Levine (2007)

<sup>3/</sup> Dierick (2004); MacDonald (1998).

<sup>4/</sup> Una discusión relacionada es aquella sobre la supervisión por objetivos. Recuadro VI.1, IEF Primer Semestre 2011.

<sup>5/</sup> Luna y Rose (2003); Reserve Bank of India (2008)



intermedias con un grado parcial de integración de la función supervisora, como Bélgica y Canadá, donde existe un supervisor para banca y seguros, o Perú, donde una entidad está cargo de la supervisión de bancos, seguros y fondos de pensiones.

El marco legal de supervisión puede ser de fiscalización por silos o de supervisión consolidada. Cuando es de supervisión por silos, el diseño institucional tiende a ser de supervisores sectoriales, aunque también puede darse con fiscalizadores parcial o totalmente integrados. En el de supervisión consolidada, también existen diferentes maneras de implementación. Un formato es el de supervisión consolidada a través de un fiscalizador integrado, pero también existen esquemas de supervisión consolidada basados en diseños institucionales sectoriales, como el modelo de supervisor líder y el de supervisor paraguas. En el modelo de supervisor líder, el conglomerado es supervisado por cada uno de los fiscalizadores sectoriales, pero uno de ellos asume un rol de coordinación para lo que cuenta con facultades legales específicas.. Un ejemplo es el Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra asume el rol de líder. En el modelo de supervisor

paraguas, se crea una entidad supervisora separada de los fiscalizadores sectoriales, con facultades y funciones específicas para supervisar a los conglomerados directamente. Este es el caso de EE.UU., en el cual el *Federal Reserve Board* es el responsable de la supervisión consolidada.

### Conglomerados en Chile

En Chile, es posible constatar que los conglomerados tienen una presencia importante en el sistema financiero, como lo señalan el FMI y la OCDE en sus respectivos informes del 2011<sup>6/</sup>.

También se observa que la mayoría de los principales conglomerados tienen presencia en el sector bancario y, en algunos casos, el banco comercial es la entidad más relevante del conglomerado (tabla V.4)<sup>7/</sup>.

Los quince principales conglomerados, según su tamaño en el sector financiero, concentran el 83% de los activos del sistema bancario, el 72% de los fondos de pensiones, el 58% de los

**TABLA V.4**  
Composición por sectores de los principales conglomerados a diciembre del 2011 (1)  
(porcentaje de activos; miles de millones de dólares)

Conglomerado		Banco	AFP	Seguros	Otros Finan-cieros.	Tarjetas (2)	No-Fin. (3)	Total (MMM USD)
1	F,I	29,2	66,8	0,8	3,2	0,0	0,0	59
2	F,I	98,5	0,0	0,2	1,3	0,0	0,0	51
3	M	90,0	0,0	0,5	2,7	0,0	6,8	49
4	F	95,3	0,0	2,0	2,8	0,0	0,0	33
5	F	2,7	89,2	7,6	0,5	0,0	0,0	31
6	F	0,0	97,2	2,7	0,0	0,0	0,0	31
7	M,I	59,7	0,0	24,1	2,7	0,0	13,6	30
8	F,I	99,4	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	11
9	M	16,7	0,0	8,7	0,7	0,0	73,9	43
10	F	77,8	0,0	16,3	5,8	0,0	0,0	10
11	F,I	97,4	0,0	1,0	1,6	0,0	0,0	9
12	F	17,5	0,0	79,7	2,9	0,0	0,0	9
13	M,I	16,1	0,0	0,4	0,0	13,6	70,0	15
14	M,I	2,6	0,0	0,3	0,0	6,2	90,9	15
15	M,I	14,0	0,0	1,1	0,0	23,2	61,8	3
Total/Sector (4)		82,6	71,5	57,8	17.1 (5)	77,2		

(1) Ordenados según el total de activos en el sector financiero.

(2) Tarjetas de crédito no bancarias. Total de la cartera de emisores no bancarios de tarjetas de crédito registrados ante la SBIF.

(3) Neto de la cartera de tarjetas de crédito.

(4) Participación de los 15 principales conglomerados sobre el total de activos por sector.

(5) Participación sobre el total de activos del mercado de valores.

F=Conglomerado Financiero; M=Conglomerado Mixto.

I=Conglomerado con presencia internacional.

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

<sup>6/</sup> FMI (2011a); OCDE (2011)

<sup>7/</sup> Stephanou (2005) hace una descripción detallada de los conglomerados financieros en Chile con información al 2003.

activos de las compañías de seguros y el 77% de la cartera de tarjetas de crédito no bancaria. Por último, cabe notar que algunos de los principales conglomerados financieros en Chile forman parte de grupos económicos mixtos y que en el mercado local hay conglomerados financieros de alcance internacional, ya sea por grupos extranjeros con presencia en Chile o por matrices chilenas con presencia en el exterior.

### Regulación y supervisión en Chile

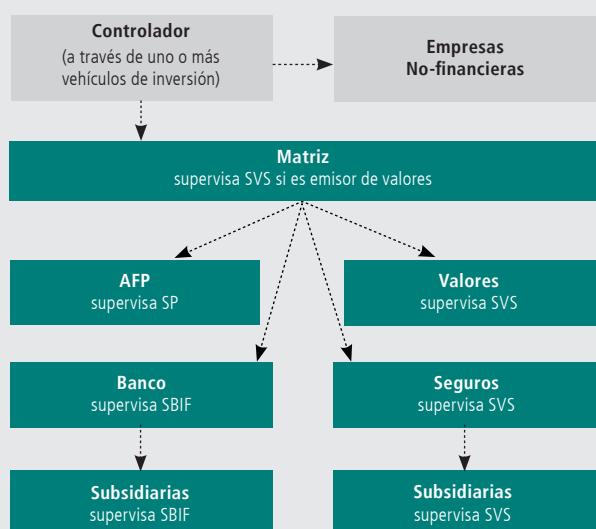
El esquema de regulación y supervisión financiera que se ha desarrollado en Chile es esencialmente uno de fiscalización por silos, basado en un diseño de supervisión sectorial, con integración en la supervisión de valores y seguros. Así, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) tiene las facultades de supervisión sobre el sector bancario, las subsidiarias de entidades bancarias, los emisores no bancarios de tarjetas de crédito y un subconjunto de cooperativas; la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) supervisa los sectores de seguros y valores; y la Superintendencia de Pensiones (SP) supervisa la industria de las pensiones y seguros de cesantía (tabla V.5).

Este diseño incorpora estrictas barreras legales o normativas para enfrentar la problemática de los conglomerados financieros. Estas barreras se refieren a restricciones prudenciales sobre el

tipo de actividades permitidas a cada tipo de intermediador, límites sobre la propiedad de otras compañías, límites de exposición o inversión, tanto individuales como a partes relacionadas, y requerimientos de gobierno corporativo. Por ejemplo, el artículo 69 de la Ley General de Bancos (LGB) especifica las actividades permitidas a las empresas bancarias establecidas en Chile; mientras que en el artículo 27 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) se establecen las operaciones que pueden llevar a cabo los corredores de valores. El artículo 96 de la LMV define el concepto de entidad relacionada para efectos de límites de exposición, la que se aplica tanto a compañías de seguros como a fondos de pensiones. Estos cortafuegos limitan las exposiciones a riesgos fuera del negocio de cada firma, disminuyendo las oportunidades de apalancamiento cruzado y posibles arbitrajes regulatorios, mitigando los riesgos de contagio dentro del conglomerado.

Además, históricamente han existido instancias de cooperación entre los supervisores. Durante los noventa, si bien de manera informal, existía el Comité de Mercado de Capitales que sirvió para coordinar la agenda de política financiera. El 2001 se creó el Comité de Superintendentes como instancia de coordinación de los supervisores sectoriales. Al igual que el Comité de Mercado de Capitales, el Comité de Superintendentes cuenta como invitados a representantes del Banco Central de Chile y ha permitido crear una instancia de coordinación regulatoria efectiva y de intercambio de experiencias. Así, con la reforma MKII se modificó el artículo 18 de la LGB de manera que los Superintendentes del Mercado de Capitales (SBIF, SVS y SP) puedan compartir cualquier información, excepto aquella sujeta a secreto bancario. Por último, en el 2011 se creó el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), que constituye la instancia de coordinación de supervisores de más alto nivel. Lo integran el Ministro de Hacienda, el Superintendente de Valores y Seguros, el de Bancos e Instituciones Financieras y el de Pensiones. Además, el CEF cuenta con la asesoría permanente del Banco Central en todas las materias que digan relación con sus funciones, efecto para el cual el Presidente del Banco participa como invitado.

**TABLA V.5**  
Estructura de los conglomerados locales



Fuente: Banco Central de Chile.



## Desafíos pendientes

Si bien históricamente el sistema de supervisión sectorial chileno ha demostrado un funcionamiento adecuado, es importante explorar posibilidades de robustecer este esquema, especialmente si la industria financiera mantiene su tendencia hacia un mayor grado de integración. En este sentido, existen al menos tres caminos para mejorar dicha supervisión<sup>8/</sup>.

Una primera posibilidad para robustecer la supervisión financiera en jurisdicciones con esquemas sectoriales, es transitar hacia un enfoque de supervisión consolidada. Este camino, que implica cambios estructurales a nivel legal, es el sugerido por organismos internacionales como el BIS<sup>9/</sup>. Sin embargo, la última crisis financiera dejó en evidencia que la implementación de la supervisión consolidada es compleja, como demostraron los problemas de gestión experimentados por el *Financial Services Authority* (FSA) en el Reino Unido.

Una segunda alternativa, sería fortalecer los límites y restricciones ya existentes de manera de contener más eficientemente los riesgos inherentes a cada sector al interior de los conglomerados financieros, sin que ello represente un obstáculo para el desarrollo del mercado. Sin embargo, es probable que las debilidades estructurales de la supervisión compartimentada sigan existiendo, a pesar de los avances en esta línea.

Una tercera alternativa, que complementaría a la supervisión sectorial y que, por lo tanto, no requiere de un cambio estructural en la institucionalidad de regulación y supervisión financiera chilena, sería limitar la estructuración corporativa de los conglomerados, situación que se aplica en EE.UU., con la figura de *Financial Holding Company* de la Ley Gramm-Leach-Bliley.

Con este tipo de limitaciones o requerimientos se puede establecer que en un conglomerado mixto se separen completamente las entidades financieras de aquellas del sector real y que las empresas asociadas a cada una de las líneas de negocio financiero (banca, seguros, valores, pensiones, otros) estén también separadas entre sí. Con estas condiciones se tendría la ventaja de reducir la complejidad de las estructuras corporativas, mejorando las posibilidades de supervisión efectivas, pero sin incurrir en los altos costos de ajuste de cambiar drásticamente el esquema de supervisión financiera en Chile.

---

<sup>8/</sup> FMI (2004); FMI (2011b).  
<sup>9/</sup> BIS (2012).

## VI. SISTEMA DE PAGOS

*En este capítulo se presentan las principales estadísticas relacionadas con los sistemas de pagos, y los desarrollos relacionados con las infraestructuras financieras a nivel local e internacional.*

### SISTEMAS DE PAGOS DE ALTO VALOR

#### El crecimiento en la liquidación promedio diaria de los sistemas de pago de alto valor (SPAV) ha sido paulatino a través del tiempo.

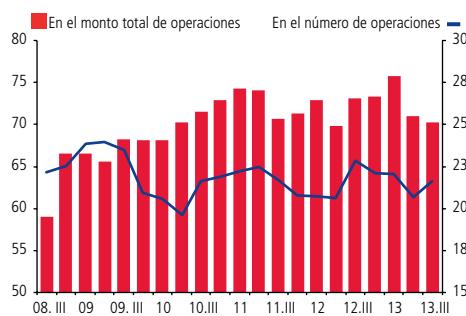
Desde el 2010, la participación del sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)<sup>1)</sup> corresponde en promedio a cerca de 70% (gráfico VI.1). En el tercer trimestre del 2013, el promedio de pagos diarios liquidados en SPAV sobrepasó los \$13,4 billones. En una mirada de mediano plazo, esa cifra representa un aumento de casi 30% respecto del mismo trimestre del 2010 (tabla VI.1). Dentro de los pagos liquidados a través de LBTR, una parte importante corresponde a operaciones con el Banco Central. Estos, si bien han sostenido una tendencia estable a través de los años, presentan episodios esporádicos de aumento por sobre el promedio, principalmente por una mayor utilización de herramientas de gestión de liquidez, específicamente de la Facilidad Permanente de Depósito. Ello se observa particularmente al cierre de cada año, con fuertes aumentos en los saldos líquidos por el cierre anual de los bancos (gráfico VI.2).

#### A partir del 2013 se observa un cambio de tendencia en el procesamiento de los pagos provenientes del mercado de valores.

Los pagos originados en el mercado de valores negociados fuera de la bolsa (OTC) continúan con una tendencia creciente. En el último trimestre, el aumento en los montos liquidados provenientes de las Bolsas de Comercio de Santiago y Electrónica de Chile dinamizó las transferencias entre bancos por transacciones de clientes y corredores, con un impacto directo en el aumento de los pagos totales OTC. Además, habría bancos operando cerca de su límite multilateral en la CCAV, por lo que parte de sus pagos son canalizados a través del LBTR y refleja que a partir del primer trimestre del 2013, los pagos procesados a través de este último sistema sean superiores a los procesados a través del Sistema de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (Combanc) (gráfico VI.3).

**GRÁFICO VI.1**

Participación del sistema LBTR en los SPAV (porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Combanc.

**TABLA VI.1**

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

	Tercer Trimestre	2010	2013
<b>Pagos liquidados en LBTR</b>		<b>7.479</b>	<b>9.485</b>
Interbancarios		2.348	4.515
Propio		871	1.623
Por cuenta de clientes		698	1.418
Mercado de Valores CCLV (2)		403	428
Mercado de Valores No CCLV		375	1.046
Cámaras de compensación (neto)		318	317
Cheques		98	59
Cajeros Automáticos		18	16
Combanc		520	241
Banco Central de Chile		4.813	4.653
<b>Pagos procesados en Combanc</b>		<b>2.993</b>	<b>4.012</b>
Propio		796	915
Por cuenta de clientes		1.654	2.056
Mercado de Valores No CCLV		542	1.040

(1) Promedios diarios para cada trimestre.

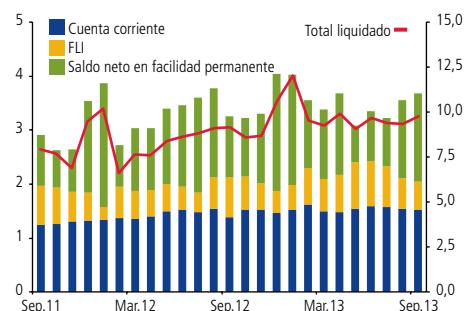
(2) Hasta agosto del 2010 se consideran los datos de CCL, antigua cámara de compensación y liquidación de valores.

Fuente: Banco Central de Chile, Combanc y SVS.

<sup>1)</sup> El detalle del funcionamiento del sistema LBTR se encuentra en Banco Central de Chile (2012).



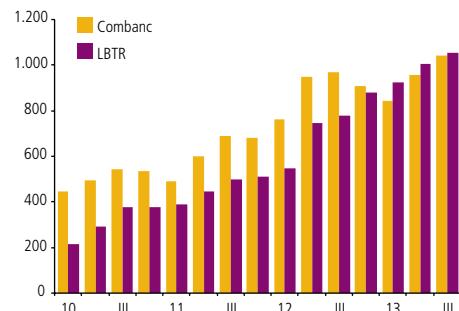
**GRÁFICO VI.2**  
Liquidez en el sistema LBTR (\*)  
(billones de pesos)



(\*) Promedio diario mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

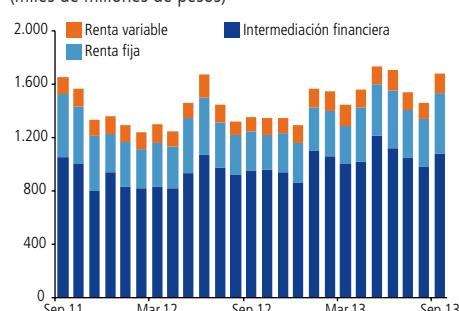
**GRÁFICO VI.3**  
Sistemas de liquidación de las transacciones provenientes del mercado de valores (\*)  
(miles de millones de pesos)



(\*) Promedios trimestrales.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO VI.4**  
Montos procesados en CCLV por tipo de instrumento (\*)  
(miles de millones de pesos)



(\*) Promedios diarios.

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

## INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

### Se incorporaron nuevos instrumentos al proceso de compensación y liquidación de valores a través de CCLV.

En octubre del 2013, la SVS autorizó, previo informe favorable del Banco Central, los cambios a las normas de funcionamiento (NF)<sup>2/</sup> de la Cámara de Compensación y Liquidación de Valores (CCLV) que permiten a esta compensar y liquidar un conjunto de instrumentos derivados. Ello, se enmarca en un proceso paulatino de incorporación de instrumentos financieros a CCLV que permite contar en la actualidad con una infraestructura financiera más robusta. Cabe recordar que en el 2010 se promulgó la Ley N°20.345<sup>3/</sup>, y se autorizó que CCLV actúe como cámara de compensación para las operaciones de intermediación financiera y renta fija, y como contraparte central para las operaciones de renta variable, autorización que se extendió también a ETF en el 2012 (gráfico VI.4).

Estos cambios, son pasos relevantes que se suman al proceso de modernización de los SPAV, iniciado en el 2004 con la introducción del sistema LBTR.

### Resguardos para la compensación y liquidación de derivados

Con los cambios a las NF de CCLV, esta podrá funcionar como entidad de contraparte central (ECC) para la "Bolsa Derivados", según su denominación comercial. Además está facultada para compensar ciertos instrumentos OTC.

Los resguardos que contemplan la compensación y liquidación de derivados a través de CCLV, consignados en sus NF, son similares a los que operan para la ECC de renta variable. Respecto de los requisitos mínimos a agentes liquidadores, hay una exigencia de capital operacional y de liquidez<sup>4/</sup> y son aditivos en la medida que se opere tanto en renta variable como en derivados.

Además, las garantías exigidas a los agentes se constituyen con el fin de cubrir las pérdidas potenciales de las operaciones y el fondo de garantía con el objetivo de cubrir pérdidas extremas pero probables<sup>5/</sup>. Por último, los agentes liquidadores mantendrán líneas de crédito exclusivas para cumplir con los requisitos de liquidez por los montos compensados y liquidados de las operaciones de derivados adicionales a los exigidos por renta variable.

Sobre los resguardos de CCLV, aumentó el Fondo de Reserva acorde a las pérdidas potenciales de las transacciones de derivados (con un incremento mínimo de UF25.000) y además los montos transados de derivados se incorporaron en los montos requeridos de sus líneas de crédito. Asimismo, las NF especifican los lineamientos y procedimientos para una buena gestión de los riesgos ocasionados por las operaciones propias del negocio.

<sup>2/</sup> Las normas de funcionamiento regulan la incorporación de participantes y su operación. Son emitidas por CCLV y sometidas a la aprobación de la SVS, con informe previo favorable del Banco Central en las materias de su competencia.

<sup>3/</sup> Ver IEF Segundo Semestre 2010 para una discusión sobre su implementación.

<sup>4/</sup> El monto es mayor en el requisito de patrimonio para la operación de derivados.

<sup>5/</sup> Ambos se calculan de manera análoga a los requisitos de operaciones de renta variable.

Las mayores diferencias en los resguardos en comparación con renta variable son la inclusión de límites de concentración: para instrumentos derivados originados en bolsa; por agente liquidador/agente liquidador indirecto; por comitente (cliente final); límite de riesgo intradiario; límite de fluctuación de precios y límite de contratos abiertos. El modelo de compensación y liquidación de derivados en bolsa también contempla la liquidación diaria de los saldos netos para reducir la exposición al riesgo del sistema.

Otro beneficio de este tipo de infraestructura, señalado frecuentemente en la discusión internacional, es el aumento de la transparencia, en tanto permiten desarrollar repositorios de transacciones que multiplican las posibilidades de los inversionistas de medir apropiadamente sus exposiciones y de los reguladores de supervisar. En concordancia, en virtud de las NF, CCLV deberá desarrollar un Registro de Transacciones en que se incluirán tanto los derivados bursátiles como OTC que se compensen y liquiden a través de su ECC. Este Registro incluirá información esencial de los contratos, como contraparte, plazo, tipo de producto, precios, etc. lo cual se reportará en detalle a los reguladores (principalmente la SVS) y se publicará a nivel agregado en un sitio web disponible para el público e inversionistas.

Los beneficios de la compensación y liquidación a través de una ECC, como la reducción del riesgo sistémico y la mayor robustez del sistema de pagos, solo son efectivos en la medida que existan resguardos prudenciales suficientes y una adecuada supervisión. El modelo de operaciones de CCLV derivados contempla un registro de operaciones detallado, accesible a la SVS, que será importante en la supervisión. Asimismo, el público dispondrá de un registro de operaciones agregado, fomentando la transparencia y disciplina del mercado.

Por último, es importante tener presente que a nivel internacional se están dando desarrollos normativos relevantes para dar cumplimiento al compromiso asumido por el G20 para compensar y liquidar todos los derivados OTC suficientemente estandarizados a través de ECC. Los cambios en el mercado local apuntan en esa dirección. No obstante, como se expone en el Capítulo V, es relevante monitorear cómo este compromiso se implementa a nivel internacional, en especial por los efectos extraterritoriales que pudieran tener.

---

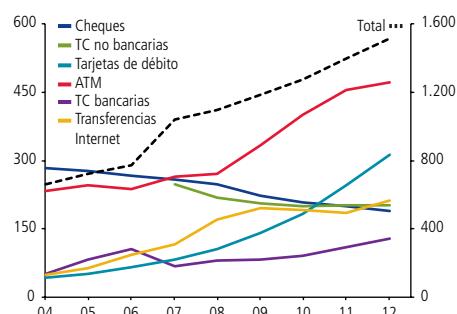
## SISTEMAS DE PAGO DE BAJO VALOR

**Durante la última década se observó un crecimiento sostenido en el uso de los diversos medios de pago minoristas.**

En términos agregados, entre el 2004 y 2012 se apreció un crecimiento continuo del número anual de operaciones con medios de pago minoristas. Detrás de esta tendencia agregada hay divergencias entre los diferentes medios. Por una parte, los que más han crecido son las tarjetas de débito y los cajeros automáticos (ATM). Las transferencias por internet, luego de un marcado crecimiento inicial se han estabilizado a partir del 2009. Asimismo, luego de un declive transitorio en el 2007, las tarjetas de crédito bancarias han mantenido un crecimiento moderado. En contraste, el uso de cheques (de personas y empresas) ha mantenido una tendencia decreciente. Esto también

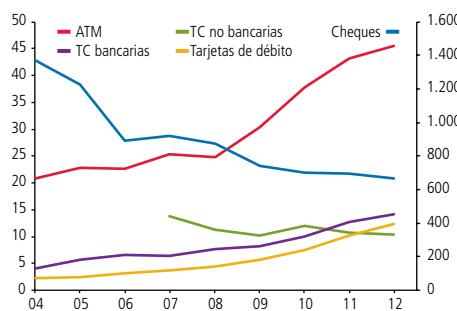


**GRÁFICO VI.5**  
Medios de pago minoristas  
(millones de operaciones)



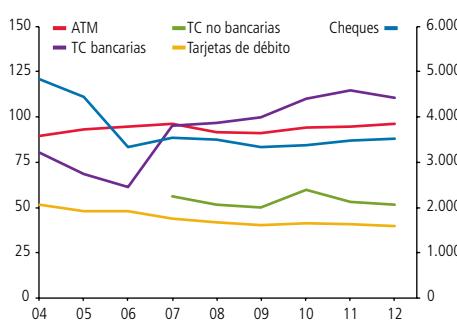
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO VI.6**  
Medios de pago minoristas  
(valor de las transacciones en miles de millones de dólares – reales 2012)



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

**GRÁFICO VI.7**  
Medios de pago minoristas  
(monto promedio de las operaciones en dólares – reales 2012)



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

se observa a nivel internacional. Algo similar ocurre con las tarjetas de crédito no bancarias, cuyo uso ha decaído desde el 2007 (gráfico VI.5)<sup>6/</sup>.

En términos de montos, se reflejan las mismas tendencias generales descritas arriba (gráfico VI.6). Por último, los montos promedio de las operaciones anuales según cada medio de pago se mantienen relativamente estables (gráfico VI.7).

#### Asociación de emisores no bancarios de tarjetas de crédito y bancos

Dos importantes emisores no bancarios de tarjetas de crédito han anunciado, sujeto a la aprobación de la SBIF (y en un caso además de reguladores de otros países), cambios en la propiedad de sus administradoras, las que pasarán a ser controladas por entidades bancarias.

La participación de entidades bancarias en este negocio no es inusual. En varios países, la actividad se desarrolla como parte de, o en conjunto con, un banco. Por ejemplo, en Australia, Brasil, EE.UU., India y México las tarjetas de casas comerciales se promocionan como tarjetas asociadas a las tiendas, pero para los efectos operativos y regulatorios son tarjetas bancarias. En Perú, el negocio de crédito de las casas comerciales chilenas ahí presentes forma parte del banco del conglomerado respectivo. Por el contrario, en España, Francia y Tailandia opera un esquema similar al que opera en Chile, en el que las tarjetas pueden utilizarse como medios de pago "abiertos", debiendo enfrentar estos emisores normas con requerimientos mínimos de capital, gestión de riesgo, etc.

En el caso de los dos emisores que están realizando cambios, la asociación con entidades bancarias es coherente con la forma en que operan su negocio financiero en otros países de la región. Si bien no se puede descartar la existencia de elementos idiosincráticos, ambos destacan entre los beneficios de estas iniciativas la posibilidad de potenciar su negocio financiero al ofrecer más servicios para sus clientes, y al mismo tiempo redestinar los recursos financieros utilizados en el financiamiento de las carteras de crédito a otras áreas de su negocio. En un caso, la cartera de crédito pasará a estar financiada por un banco, en el otro la integración del negocio financiero permitirá liberar capital para el grupo controlador.

En este contexto, no es evidente que estos cambios de estrategias de negocios se puedan atribuir exclusivamente al nuevo esquema regulatorio al que han quedado sujetos los emisores no bancarios (ver IEF anterior). Si bien los requerimientos prudenciales y de supervisión de riesgos que se le aplican a los bancos son mayores, las mayores exigencias del nuevo esquema regulatorio acortan la brecha entre estos y los emisores no bancarios. Sin perjuicio de ello, estimaciones internas indican que la mayoría de estos últimos no deberían tener problemas para cumplir con los nuevos requerimientos de capital y liquidez.

<sup>6/</sup> La información para tarjetas de crédito no bancarias antes del 2007 no está disponible. Con la entrada en vigencia del Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile y de la Circular 17 de la SBIF comenzó la disponibilidad de información sobre operaciones con tarjetas de crédito no bancarias, pero solo a partir del 2007.

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ansidei, J, E Bengston, D Frison y G Ward. 2012. Money market funds in Europe and financial stability. ESRB Occasional Paper Series, 1/2012.
- Avanzini D. y V. Perez. 2013. Ahorro y Endeudamiento de las Familias Chilenas. Mimeo, Gerencia de Investigación Financiera, Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. 2012. Gestión de sistema de pagos de alto valor 2012.
- Banco Central de Chile. 2013a. Informe de Política Monetaria. Junio.
- Banco Central de Chile. 2013b. Informe de Política Monetaria. Diciembre.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- BIS. 2010. Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Diciembre 2010.
- BIS. 2012. Principles for the supervision of financial conglomerates. Septiembre.
- BIS. 2013. Literature review of factors relating to liquidity stress – extended version. Working Paper No. 25, Basel Committee on Banking Supervision. October 2013.
- Braun, M. e I. Briones. 2008. Development of the Chilean Corporate Bond Market. En: Borenstein E., K. Cowan, B. Eichengreen y U. Panizza editors. Bonds Markets in Latin America. On the Verge of a Big Bang. Capítulo 6. MIT Press.
- Cleary Gottlieb Steen & Hamilton. 2013. Navigating Key Dodd-Frank Rules Related to the Use of Swaps by End Users.
- Commodity Futures Trading Commission. 2013a. Exemptive Order Regarding Compliance with Certain Swap Regulations. Julio
- Commodity Futures Trading Commission. 2013b. Final Rules Regarding Further Defining 'Swap Dealer', 'Major Swap Participant' and 'Eligible Contract Participant'.

Commodity Futures Trading Commission. 2013c. Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With Certain Swap Regulations.

Davis Polk. 2010. Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Enacted into Law on July 21, 2010. Davis Polk and Wardwell LLP. July 21.

De Luna Martínez, J. y T. Rose. 2003. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision. World Bank Policy Research Working Paper 3096.

Dierick, F. 2004. The Supervision of Mixed Financial Services Groups in Europe. ECB Occasional Working Paper Series N° 20.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Sección 619 y Título VII.

Fernández, J. y C. Espinosa. 2013. Rentabilidad e indicadores extremos en el sector corporativo. Mimeo, Banco Central de Chile.

Fernández, J. y F. Vasquez. 2013. Evolución de la deuda sectorial. Mimeo, Banco Central de Chile.

FMI. 2004. Chile: Financial Sector Assessment Program—Detailed Assessment of Observance of the IMF Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies. IMF Country Report No. 04/326, October.

FMI. 2011a. Chile Financial System Stability Assessment Update. Agosto.

FMI. 2011b. Chile: Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 11/261, Agosto.

FMI. 2013a. Global Financial Stability Report. Octubre.

FMI. 2013b. Fiscal Monitor. Octubre.

Horn, C. 2013. The Effects of the Dodd-Frank Act on Foreign Banks: Where We Are in 2013. Morrison & Foerster LLP. July 16.

Jara, A, L. Luna y D. Oda. 2007. Pruebas de Tensión de la Banca en Chile. Informe de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2007. Banco Central de Chile.

Jara, A. y N. Winkler. 2005, Riesgo de liquidez y fondeo de la banca en Chile. Informe de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2005. Banco Central de Chile.

Joint Forum. 2012. Principles for the supervision of financial conglomerates. Septiembre.

Leaven, L. y R. Levine. 2007. Is there a diversification discount in financial conglomerates?. *Journal of Financial Economics*. 85(2), 331–367. Agosto.

MacDonald, R. 1998. Consolidated Supervision of Banks. Handbooks in Central Banking N° 15. Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

Noked, N. 2012. The Volcker Rule's Impact on Foreign Banking Organizations. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation.

OCDE. 2011. Chile Review of the Financial System. Octubre.

Reserve Bank of Australia. 2013. Financial Stability Report. Capítulo 4. Septiembre.

Reserve Bank of India. 2008. Regulatory and Supervisory Challenges. Reserve Bank of India Publications, Septiembre.

Risk Magazine, varios números

Schmid, M. e I. Walter. 2009. Do financial conglomerates create or destroy value? *Journal of Financial Intermediation* 18, 193-216.

Skadden. 2010. The Dodd-Frank Act: Commentary and Insights. Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates, July 12.

Stephanou, C. 2005. Supervision of Financial Conglomerates: The Case of Chile. World Bank Policy Research Working Paper 3553, Marzo.



# GLOSARIO

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

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

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

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

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

**Bono offshore:** Se denomina así al Bono transado fuera del territorio donde se reside.

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

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

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

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

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

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

**Cartera vencida:** Colocaciones bancarias o fracción de estas con una morosidad de hasta 90 días desde la fecha de vencimiento. En los créditos con cuotas se considera



solo la cuota vencida, pero puede traspasarse la totalidad del crédito en la medida en que se hagan efectivas las cláusulas de aceleración.

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

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

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

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

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

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

**Desapalancamiento:** Proceso de reducción del ratio de apalancamiento, definido como pasivos sobre capital.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Escenario de stress:** Escenario donde se combinan shocks de magnitud considerable a variables macro (actividad, tasas de interés y tipo de cambio). Estos escenarios son utilizados para evaluar el impacto en el sistema bancario de escenarios extremos, de baja probabilidad de ocurrencia.

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

**ICV: Índice de Cartera Vencida.** Es una medida de riesgo de crédito y se mide a través del cuociente entre la cartera vencida y las colocaciones.

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

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

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

**Inversionistas No residentes:** Se define así a las personas naturales o jurídicas que no tienen domicilio ni residencia en Chile pero que invierten dentro del país.

**IPSA:** Índice de Precios Selectivo de Acciones. Corresponde al índice que contiene las 40 acciones más transadas en el mercado chileno durante un año.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Repositorios de transacciones:** Registro centralizado de las transacciones, y su información a nivel de contratos individuales, sean estas liquidadas o compensadas de manera bilateral o centralizada.

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

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

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

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

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



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

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

**ROA:** Rentabilidad de los activos, medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y los activos totales.

**ROE:** Rentabilidad del patrimonio, medida como la razón entre la utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, y el patrimonio más interés minoritario.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**TPM:** Tasa de Política Monetaria. Corresponde a la definición de un nivel objetivo para la tasa de interés interbancaria nominal, a través del cual el Banco Central de Chile implementa su política monetaria.

## ABREVIACIONES

- Achef:** Asociación Chilena de Empresas de *Factoring*.
- ADR:** *American Depository Receipt*.
- AFP:** Administradoras de Fondos de Pensiones.
- BCE:** Banco Central Europeo.
- BCS:** Bolsa de Comercio de Santiago.
- BCU:** Bonos del Banco Central expresados en unidades de fomento.
- BIS:** Bank for International Settlements.
- CDS:** *Credit Default Swap*.
- DCV:** Depósito Central de Valores.
- DPF:** Depósito a plazo fijo.
- DECPR:** Deuda Externa de Corto Plazo Residual.
- EE.UU.:** Estados Unidos de Norteamérica.
- EMBI:** *Emerging Market Bond Index*.
- Fed:** *Federal Reserve* (Reserva federal de Estados Unidos)
- FEES:** Fondo de Estabilización Económica y Social.
- FMI:** Fondo Monetario Internacional.
- FP:** Fondos de Pensiones.
- FRP:** Fondo de Reserva de Pensiones.
- GDN:** *Global Depository Notes*.
- IED:** Inversión Extranjera Directa.
- IEF:** Informe de estabilidad financiera.
- IPoM:** Informe de Política Monetaria.
- IPSA:** Índice de Precios Selectivo de Acciones.
- MSCI:** *Morgan Stanley Capital International*.
- OCDE:** Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico.
- PB:** Puntos base.
- PP:** Puntos porcentuales.
- PIB:** Producto Interno Bruto.
- PIIN:** Posición de Inversión International Neta.
- Pymes:** Pequeñas y medianas empresas.
- QE:** *Quantitative Easing*.
- SBIF:** Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
- SII:** Servicio de Impuestos Internos.
- SOE:** *Small Open Economies* (Economías Pequeñas y abiertas).
- SP:** Superintendencia de Pensiones
- SuSeSo:** Superintendencia de Seguridad Social.
- SVS:** Superintendencia de Valores y Seguros.
- UE:** Unión Europea.
- UF:** Unidad de Fomento.
- USD:** *United State Dolar*
- VIX:** *Volatility Index*.

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

BANCO CENTRAL DE CHILE  
Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones  
DICIEMBRE 2013

ISSN: 0716-2219  
Santiago, Chile  
Agustinas 1180, Santiago, Chile  
Casilla Postal 967, Santiago, Chile  
Tel.: 56-2-670 2000  
Fax: 56-2-670 2231  
[www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)  
[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

Esta publicación se encuentra protegida por la ley n.º 17.336  
Sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción  
está prohibida sin la debida autorización del Banco Central  
de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción  
de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su  
fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA** Segundo Semestre 2013