

INFORME

DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2014



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2014



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS	9
II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES	15
III. USUARIOS DE CRÉDITO	19
IV. SISTEMA BANCARIO	29
V. REGULACIÓN FINANCIERA	35
RECUADROS	
NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU. Y DIFERENCIACIÓN ENTRE ECONOMIAS EMERGENTES	13
RESULTADOS DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL	25
PRECIOS DE VIVIENDA EN CHILE	27
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA SOLVENCIA DE LA BANCA CHILENA	33
GRADO DE AVANCE EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NORMATIVA DE LIQUIDEZ DE BASILEA III	43
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45
GLOSARIO	47
ABREVIACIONES	51

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 propendan 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 riesgos provenientes de EE.UU. y la Eurozona descritos en IEF anteriores disminuyen, con lo que el desempeño de China se ha transformado en el principal foco de riesgo externo. En EE.UU. el retiro de los estímulos monetarios no convencionales ha ido acorde con lo previsto y en la Eurozona se aprecian avances en el ámbito fiscal y de institucionalidad bancaria. En China, en cambio, la economía sigue en un proceso de desaceleración y persisten las dudas sobre su sistema financiero.

La materialización de los riesgos externos puede tener consecuencias para Chile dada la desaceleración económica interna. En lo principal, un crecimiento mucho menor de China tendría un impacto importante por su efecto en la demanda externa y en el precio del cobre. Los riesgos en EE.UU. y la Eurozona podrían gatillar algunos episodios de turbulencia financiera. En particular, de haber cambios en las expectativas del momento y la velocidad con que EE.UU. normalizará su tasa de política monetaria o si las novedades sobre el sector bancario de la Eurozona no satisfacen adecuadamente las expectativas de mercado.

En el ámbito interno, destaca que la situación financiera de las empresas ha perdido algo de fortaleza en los últimos trimestres. Por una parte, su endeudamiento ha aumentado con respecto al PIB. Por otra, aquellas que reportan a la SVS mantienen niveles de endeudamiento relativamente altos para sus valores históricos y su rentabilidad continúa ajustándose a la baja. Aunque estas tendencias son coherentes con los patrones vistos en los sectores corporativos de otras economías, ellas indican una disminución de la resiliencia del sector ante eventuales ajustes abruptos en la dinámica de la economía. Finalmente, en el último año los indicadores de pago de créditos comerciales bancarios presentan un deterioro en algunos de los sectores más expuestos al ciclo económico.

El mercado inmobiliario mantiene la dinámica descrita en IEF anteriores. Las ventas de viviendas nuevas siguen elevadas y los inventarios bajos. En este contexto, diversos indicadores muestran que los precios de las viviendas siguieron aumentando en el 2013. Si bien la tendencia al alza es transversal a través de zonas geográficas, algunas de ellas siguen concentrando los mayores incrementos. Por otro lado, en el mercado de oficinas aumentó la tasa de vacancia, y se espera que lo siga haciendo con el ingreso de nuevos proyectos al mercado. Dado lo anterior, es importante que los agentes involucrados consideren en sus decisiones de inversión y financiamiento que la evolución futura del crecimiento de precios podría ser distinta de la vista recientemente.



Los riesgos provenientes del endeudamiento de los hogares se mantienen estables. La deuda total de los hogares subió levemente en el último trimestre del 2013. En la deuda bancaria, sigue observándose un cambio en la composición hacia hogares de ingresos medios y altos, con un crecimiento de la deuda más intensivo en el monto del crédito que en el número de deudores. Los indicadores de pago, para oferentes bancarios y no-bancarios, no muestran movimientos relevantes. Esto puede deberse tanto a los cambios compositionales en la cartera de consumo como al menor impacto en el mercado laboral de la evolución cíclica de la economía.

La banca paulatinamente ha reducido el crecimiento del crédito comercial y, en menor medida, el de consumo en respuesta a la desaceleración de la economía. Además, se observa una disminución de la exposición a sectores más afectados por el ciclo. **Esto se ha reflejado en niveles de mora agregados estables para ambas carteras.**

La rentabilidad de la banca aumentó marginalmente en los últimos trimestres, en tanto que sus niveles de capitalización siguen estables. **Los ejercicios de tensión muestran que el sistema bancario sigue contando con niveles de capital suficientes para absorber la materialización de un escenario de tensión severo.** Sin embargo, este tendría un impacto en rentabilidad algo mayor que el reportado en IEF anteriores.

La fase cíclica menos favorable por la que atraviesa la economía podría implicar alzas del riesgo de crédito. Por una parte, los hogares con mayor exposición al ciclo podrían empeorar su comportamiento de pago si el mercado laboral sufre un debilitamiento importante. Por otra, el deterioro observado en el último año en algunos sectores económicos de la cartera comercial podría agravarse ante una desaceleración más pronunciada. Así, el nivel de provisiones constituido en cada caso es un elemento relevante para mitigar el impacto de estos riesgos.

Los costos de financiamiento son bajos, con tasas de interés reales de largo plazo en torno a sus mínimos de los últimos 10 años. **Sin embargo, no se pueden descartar revernsiones en su nivel o episodios de volatilidad.** Dado esto, sigue siendo relevante la diversificación de las fuentes y plazos de financiamiento externo e interno. Gran parte de la banca ha avanzado en esta dirección, pero algunos bancos de menor tamaño siguen manteniendo una dependencia relevante de fuentes mayoristas locales.

Por último, la economía chilena se encuentra en una fase de menor dinamismo de la actividad y la demanda interna, situación que afecta el incremento del ingreso de los hogares y empresas. El crecimiento previsto para este año se redujo a un rango entre 2,5 y 3,5%. La combinación de una expansión algo menor de la actividad y posibles episodios de volatilidad en los mercados financieros requiere que los agentes evalúen apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y otorgamiento de crédito.

I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

Desde el IEF anterior, se ha observado una mejora en las condiciones financieras externas en un ambiente de menor volatilidad. No obstante, los riesgos descritos en IEF anteriores siguen presentes y su materialización podría tener efectos significativos, más aún considerando el proceso de desaceleración económica observado en Chile.

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

La Eurozona muestra avances en el área fiscal y en la institucionalidad bancaria.

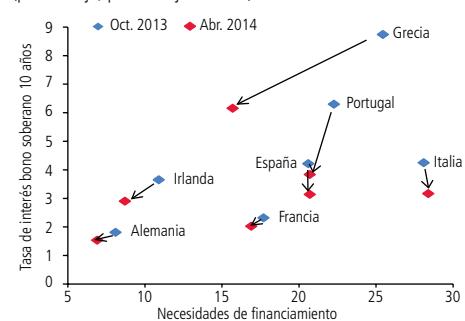
En el ámbito fiscal, tanto la deuda soberana como las necesidades de financiamiento del sector público se han estabilizado, pese a continuar en niveles elevados especialmente en las economías de la periferia. Se agrega una baja generalizada del costo de financiamiento público (gráfico I.1). De hecho, Portugal retornó a los mercados de deuda tras su rescate en el 2011, con una emisión de bonos que tuvo una elevada demanda.

El sistema financiero también ha mejorado. La capitalización promedio de la banca se incrementó, lo que se condice con el repunte de algunos de sus indicadores como la rentabilidad en varios de los países del bloque (gráfico I.2). En esta esfera, destaca la voluntad de sus autoridades para alcanzar acuerdos en relación con un Sistema Único de Supervisión para los bancos de la región. Este es uno de los tres pilares fundamentales para llevar a cabo la denominada Unión Bancaria (Capítulo V). Resta por concretar el Mecanismo Único de Resolución y abordar el Seguro de Depósitos, lo que sentaría las bases respecto de limitar el contagio entre el riesgo bancario y soberano.

El crecimiento económico, aunque aún en niveles acotados, ha sido un facilitador de los avances. Sin embargo, todavía quedan desafíos pendientes en la mayoría de estas economías, especialmente en un contexto de baja competitividad —dados los escasos avances en la productividad—, el elevado desempleo y la apreciación real del euro. Se suma una inflación reducida, lo que ha abierto la discusión respecto de la necesidad de implementar programas de estímulo cuantitativo en tanto, en junio se redujo la tasa de política monetaria a un nuevo mínimo histórico (gráfico I.3).

GRÁFICO I.1

Necesidades y costo de financiamiento en el 2014 (*)
(porcentaje, porcentaje del PIB)

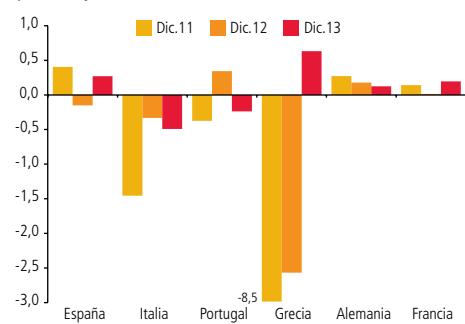


(*) Necesidades de financiamiento incluye vencimientos de deuda y déficit fiscal esperado para el año.

Fuentes: Bloomberg y FMI.

GRÁFICO I.2

Rentabilidad de la banca europea (*)
(porcentaje de los activos totales)



(*) Considera para España: Santander, BBVA, Sabadell, Bankinter, Caixabank, Popular. Italia: Popolare, Monte dei Paschi, Unicredit, Ubi Banca, Intesa San Paolo. Portugal: Espírito Santo, BPI. Grecia: Hellenic Post, Piraeus, National Bank of Greece, Alpha, Agricultural. Alemania: AAreal Bank, Deutsche, Dab, Commerzbank. Francia: BNP Paribas, Credit Agricole, Société Générale.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.3**

Europa: Inflación y tipo de cambio real
(variación porcentual anual, índice base 99.I = 100)



(*) Tipo de cambio real basado en costos laborales unitarios. Un cambio positivo indica una apreciación del euro.

Fuentes: Bloomberg y Banco Central Europeo.

En Estados Unidos, el retiro del estímulo monetario no convencional ha ido según lo previsto, en un contexto de menores tensiones en los mercados financieros.

En diciembre pasado, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) comunicó que a partir de enero del 2014 comenzaría a reducir los estímulos monetarios no convencionales, lo cual se ha materializado en tiempo y montos según lo esperado por el mercado. Ello ha hecho que los mercados financieros internacionales estén más calmados que en el episodio de mayo del 2013, cuando la Fed dio la primera señal que contemplaba comenzar a reducir la compra de activos.

Si bien durante enero de este año se observó un período de mayor volatilidad, este no es del todo atribuible al comienzo del retiro del estímulo monetario. En esta oportunidad incidieron factores idiosincráticos a las economías emergentes, donde quedaron en evidencia algunas fuentes de vulnerabilidad que se acumularon en el pasado.

En los últimos meses, la mayor calma en los mercados externos ha coincidido con una moderación en la salida de flujos de portafolio desde economías emergentes.

El éxodo de capitales de portafolio observado durante el 2013 se vio con especial fuerza en economías de tamaño importante, como Brasil, Rusia y China, tanto en renta fija como variable. No obstante, en el primer trimestre del 2014 esta tendencia se revirtió marginalmente (gráfico I.4).

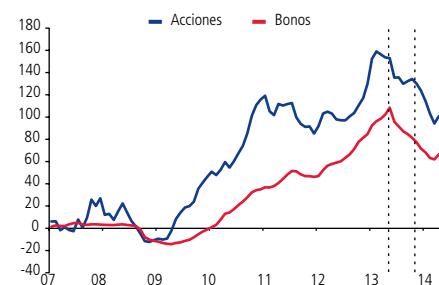
En Chile, las entradas de portafolio muestran una disminución desde el último IEF, explicada por renta variable.

En el ámbito local, el componente de portafolio renta fija se mantiene en 2,6% del PIB desde el IEF anterior (27% de los pasivos totales), de la mano del dinamismo que mantienen las emisiones de bonos en el exterior tanto del sector corporativo como bancario (Capítulos III y IV). En tanto, el componente renta variable se redujo respecto del IEF anterior, pasando desde 2,2 a 1,2% del PIB en el primer trimestre del 2014.

Con todo, en relación con el último IEF, la entrada bruta de capitales a Chile se redujo, alcanzando a 9,7% del PIB en el primer cuarto del 2014, su menor nivel desde fines del 2009. Destaca la caída de la inversión extranjera directa (IED) desde 8,6% del PIB en el tercer cuarto del 2013 a 6,5% del PIB en el primer trimestre de este año, aunque de todas maneras sigue liderando la composición de los influjos. Su caída obedece al menor dinamismo en los instrumentos de deuda asociados a la IED y, en lo más reciente, a menores aportes de capital. Asimismo, el flujo de pasivos externos por concepto de créditos y préstamos cayó a -0,6% del PIB, dado el aumento de la amortización de estas obligaciones (gráfico I.5).

GRÁFICO I.4

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

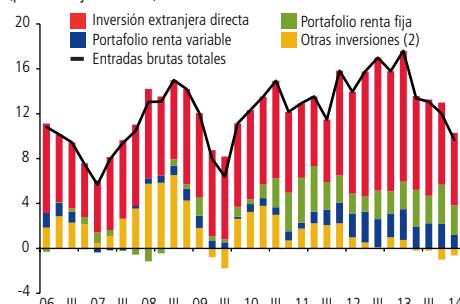


(*) Flujos acumulados desde enero del 2007. Muestra de flujos de portafolio de fondos de inversión hacia Asia emergente, Europa emergente y América Latina. La primera línea vertical marca el evento de sell-off de mayo del 2013 y la segunda el IEF anterior. El último dato, mayo 2014, es una proyección basada en los flujos hasta el 26 de ese mes.

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

GRÁFICO I.5

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



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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Los indicadores de solvencia no muestran cambios relevantes, aumentando en el margen la disponibilidad de liquidez externa.

La posición de inversión internacional neta (PIIN) persiste en torno a los niveles promedio de los últimos dos años. Parte del alza en la posición deudora de bancos y empresas ha sido compensada con el fortalecimiento como acreedor neto con el exterior del sector institucional y el gobierno central (gráfico I.6). Esta posición, así como la liquidez externa, se compara favorablemente con otras economías emergentes (Recuadro I.1).

Por su parte la deuda externa de corto plazo residual se mantiene en torno a 14% del PIB, con una menor participación del sector corporativo (gráfico I.7).

PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La consolidación de buena parte de las tendencias a nivel global descritas en el IEF previo plantea un escenario de riesgos externos para el sistema financiero chileno similar al del semestre anterior. Con todo, se aprecia un rebalanceo de los factores de riesgo en términos de probabilidad de ocurrencia.

El principal foco de riesgo es el desempeño de la economía china y los desarrollos en su mercado financiero.

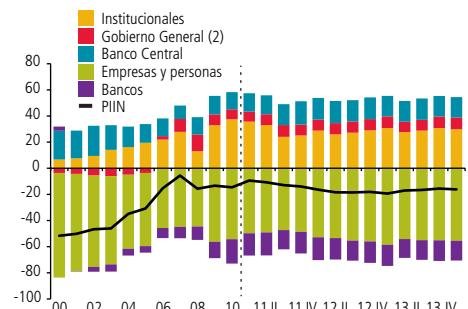
Las perspectivas de crecimiento para China se han reducido en el último año. En principio, esto es visto como algo positivo ante el ánimo de sus autoridades de lograr un crecimiento de mediano plazo más sostenible. Sin embargo, no es descartable un descenso del crecimiento más allá de lo esperado, cuya probabilidad además ha aumentado por los riesgos incubados en su sistema financiero. En particular, por el importante crecimiento del crédito no bancario y la calidad de los intermediarios de este financiamiento, junto con su elevada interrelación con la banca formal.

De producirse esta mayor desaceleración podría afectar al mundo emergente, Chile incluido, tanto por el canal real como financiero. En el lado real, por la menor demanda externa que ello implicaría y, especialmente, por el efecto negativo en el precio de las materias primas, en particular el cobre^{1/}.

El potencial impacto a través de canales financieros es algo menos preciso. En lo principal, porque no existen eventos previos que provean un escenario comparativo. Sin embargo, pueden esbozarse algunas hipótesis. Una crisis financiera en China puede propagar una mayor aversión al riesgo de los inversionistas internacionales a otros emergentes, subiendo los *spreads* soberanos y provocando una salida de capitales. Se agrega que un cambio en la política de acumulación de reservas china, como respuesta a una menor liquidez del sistema financiero o una mayor apertura de su cuenta financiera, podría redundar en mayores tasas de interés de los bonos del Tesoro de EE.UU.^{2/}.

GRÁFICO I.6

Posición de inversión internacional neta de Chile (1) (porcentaje del PIB)



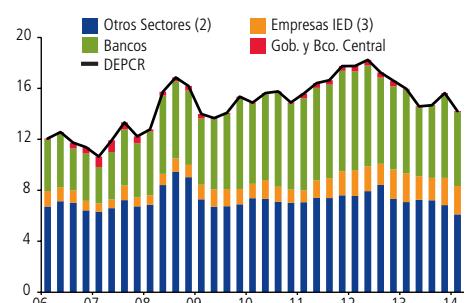
(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base marzo 2014=100).

(2) Gobierno Central y municipalidades.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.7

Deuda externa de corto plazo residual, por sector institucional (1) (porcentaje del PIB)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base marzo 2014=100).

(2) Otros sectores se compone casi en su totalidad por sociedades no financieras, y en menor medida de sociedades financieras no bancarias, hogares e instituciones sin fines de lucro.

(3) Préstamos entre empresas relacionadas asociada a IED.

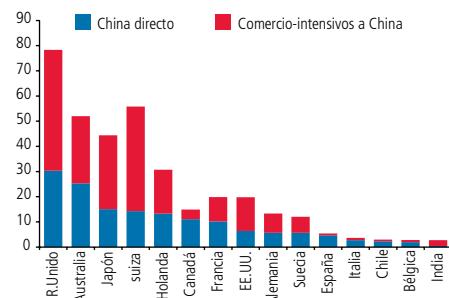
Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} Para mayores referencias, ver IPoM Marzo 2014, Recuadro I.1.

^{2/} FMI (2011) estima un incremento de las tasas de los bonos a 10 años plazo de entre 5 y 12 puntos base por cada US\$100 mil millones de ventas de estos activos.

**GRÁFICO I.8**

Créditos transfronterizos directos a China y a países con alto vínculo comercial a China (*)
(datos para el 2013, porcentaje del capital tier-1)



(*) Países intensivos en exportaciones a China: Malasia, Singapur, Rep. de Corea y Sudáfrica.

Fuentes: BIS (ultimate risk basis), FMI (FSI) y Bloomberg.

Por último, puede darse algún grado de contagio hacia algunos bancos extranjeros y administradoras de fondos globales que tienen una importante exposición accionaria —respecto de su capital básico y del total de sus activos administrados— en bancos chinos y/o una exposición acreedora a través de créditos transfronterizos directos a China y a economías cuyas exportaciones dependen de China (gráfico I.8).

No se puede descartar algunos eventos de volatilidad de corto plazo asociados a noticias sobre el momento y velocidad con que se normalizará la tasa *fed funds*, pero los riesgos de esta alza se concentran en el mediano plazo.

En los últimos meses se ha reducido la incertidumbre respecto de la recuperación de la economía estadounidense y de la normalización de su política monetaria convencional. Así, las expectativas de mercado apuntan a que las alzas de la *fed funds rate* ocurrirían de manera gradual a partir de mediados del 2015. Sin embargo, no se puede descartar un alza algo más temprana, lo que mantiene los riesgos de nuevos episodios de volatilidad. Tanto la comunicación oficial de la Fed como la evolución de la economía en ese país son relevantes en este ámbito. Más allá de estas consideraciones, el inicio del alza de tasas dentro del horizonte esperado conllevará riesgos para las economías emergentes, los que dependerán de la capacidad de respuesta propia de cada economía. Las emergentes, en general, cuentan con una institucionalidad y fundamentos más sólidos respecto de instancias previas de alza de tasas por parte de la Fed, aunque algunas han acumulado fuentes de vulnerabilidad en el último tiempo (Recuadro I.1).

En la Eurozona, a pesar de los avances, el panorama es frágil y no está exento de riesgos, principalmente los asociados al sistema financiero.

Las nuevas pruebas de tensión podrían descubrir antecedentes sobre la cartera morosa, la valorización de los activos y la capitalización de los bancos que empeoren el diagnóstico de la salud financiera. Asimismo, concretar la Unión Bancaria requiere de importantes acuerdos políticos, que de no lograrse con la celeridad y profundidad esperada por el mercado pueden generar volatilidad y retrasar la recuperación económica en curso. Hasta cierto punto, estas dudas podrían nuevamente mermar el apetito por riesgo de los inversionistas, junto con aumentar las primas por riesgo y los costos de financiamiento externo a nivel global.

RECUADRO I.1

NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EE.UU. Y DIFERENCIACIÓN ENTRE ECONOMIAS EMERGENTES

Posterior a la gran recesión de EE.UU., primó un ambiente de bajas tasas de interés y masivas compras de activos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), con importantes entradas de capitales hacia las economías emergentes (EME). Al mismo tiempo, sus primas por riesgo se redujeron más allá de lo que podrían indicar sus fundamentos macroeconómicos (Hartelius et al., 2008).

En un contexto de normalización de la política monetaria estadounidense, los fundamentos macroeconómicos podrían ganar importancia relativa, como se ha evidenciado en lo más reciente (FMI, 2014a). Este recuadro resume la situación económica previa de las EME al enfrentar otros ciclos de alzas de la *Federal Funds Rate* (FFR). Esto, con el propósito de tener un referente para la situación actual de este grupo de economías y de Chile en particular.

Alza de la FFR: 1994 y 2004

Los ciclos de alzas de la FFR que se iniciaron en 1994 y 2004, tuvieron resultados diferenciados en cuanto al aumento de las tasas de largo plazo y del riesgo soberano de las EME^{1/} (gráfico I.9). Esto debido, en parte, a la fortaleza relativa del entorno macroeconómico con que enfrentaron estos episodios (Filardo y Hofmann, 2014). En 1994, La reversión de los flujos de capitales desde las EME se dio en un contexto de regímenes de tipo de cambio fijo y escasa apertura financiera. Esto conllevó un deterioro importante de las condiciones financieras (FMI, 2013a). En cambio, el 2004 las EME contaban con mayor apertura financiera y elevadas entradas de capitales (BIS, 2014; FMI, 2013a). Además, durante el período 2004-2006 el crecimiento mundial se mantuvo sólido, lo que reforzó la bonanza de los flujos de capitales.

^{1/} En 1999, la Fed también impulsó un ciclo contractivo de política monetaria cuyo precedente macroeconómico fue el de la crisis asiática, al cual las economías a nivel mundial reaccionaron. Este evento dio paso a salidas de los flujos extranjeros desde las EME. También a una serie de cambios en el marco de política de muchas economías, como la flexibilización de los tipos de cambio y la instauración de esquemas de metas de inflación.

GRÁFICO I.9
Eventos de alzas de la *Fed Funds Rate* (*)
(porcentaje, puntos base)



(*) El EMBI+ es una expansión del índice EMBI que, además de bonos Brady denominados en dólares estadounidenses y otras monedas, incluye préstamos, Eurobonds e instrumentos del mercado local.

Fuente: Bloomberg

Por otro lado, se suma que la comunicación de la Fed respecto del aumento de tasas fue distinta^{2/}. En 1994, sorprendió al mercado, en tanto que en el 2004 lo hizo con mayor transparencia y anticipación^{3/}. Los eventos recientes dan cuenta de que los mercados financieros emergentes continúan siendo sensibles a noticias de la Fed, no obstante, en la medida que dicha comunicación es mejor transmitida, los factores idiosincráticos cobran relevancia^{4/}.

Condiciones macroeconómicas en las EME ante un alza de la FFR

Cuando se compara el contexto en que las EME enfrentaron las alzas de la FFR se observa una evaluación más favorable

^{2/} Ver Contreras et al. (2012), González y Levy (2006) y Longstaff et al. (2011), acerca del rol de factores globales versus idiosincráticos como determinantes de flujos de capitales y premio por riesgo soberano.

^{3/} Ver Yellen (2013) para evolución en el tiempo de la comunicación de la FED, avanzando explícitamente hacia “forward guidance” desde el 2000; y BIS (2014) para referencia de comunicación diferenciada en ambos eventos.

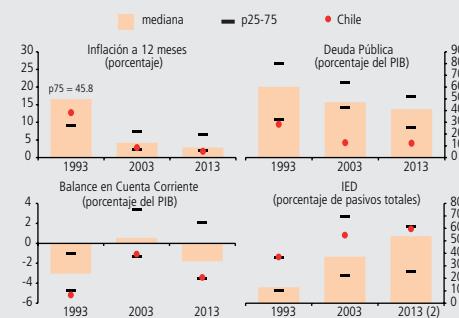
^{4/} Tal como se expuso en el capítulo I de este IEF, los eventos de volatilidad observados en lo más reciente se han asociado a factores idiosincráticos, han tenido mayor impacto en economías financieramente más abiertas y cuyo espacio de política ha sido más limitado (FMI, 2014a; FMI, 2014c).



en el 2004 respecto de 1994, particularmente en términos de estabilidad macroeconómica. En la última oportunidad, la mayoría de las economías había adoptado esquemas de metas de inflación (gráfico I.10). Adicionalmente, el endeudamiento público, en promedio, y su dispersión entre economías, eran menor. Por último, el balance de cuenta corriente se comparaba positivamente para gran parte de los países, al igual que la composición del financiamiento externo, que estaba dominada por un porcentaje de inversión extranjera directa (IED) mayor previo al ciclo del 2004 que de 1994.

GRÁFICO I.10

Condiciones macroeconómicas en las EME previo a eventos de estrés (1) (porcentaje)



(1) La muestra utilizada para las estadísticas de inflación, deuda pública y balance en cuenta corriente incluye: Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile, China, Colombia, Ecuador, Egipto, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Panamá, Perú, Polonia, República de Corea, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Ucrania y Venezuela. Por disponibilidad de datos de flujos de capitales, la muestra para el panel inferior derecho no incluye Egipto y Malasia para ningún año, Ecuador para 1993 y 2003, y China, Colombia, Panamá, Rusia y Venezuela para 1993.

(2) Cifras acumuladas al segundo trimestre del 2013.

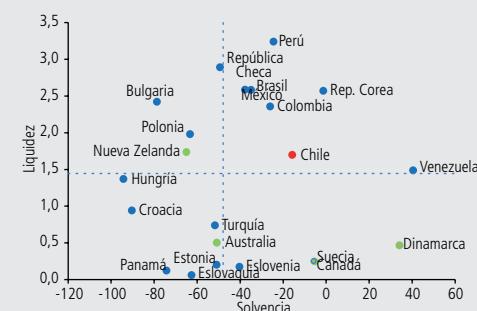
Fuente: Cepal, Reinhart y Rogoff (2014) y FMI (2014c).

Las condiciones macroeconómicas actuales son similares a las observadas antes del ciclo de alzas de la FFR del 2004, excepto por el balance de cuenta corriente, que se encuentra en promedio deficitario. La inflación es más moderada, la deuda pública levemente menor —aunque con una mayor dispersión— y la participación de IED en los pasivos totales es mayor. Lo último es particularmente relevante por cuanto este componente suele ser menos volátil¹⁵.

Chile se compara favorablemente a otras economías emergentes respecto de la inflación, deuda pública y participación de IED en sus pasivos externos. Además, la liquidez externa de Chile para financiar compromisos de corto plazo está actualmente cerca del promedio de las EME y en la parte alta del conjunto de economías desarrolladas pequeñas y abiertas con esquemas macroeconómicos similares. También está en la parte alta de ambos grupos de países en términos de solvencia (gráfico I.11). Esto por el bajo nivel de deuda pública y la importante posición acreedora neta de inversionistas institucionales chilenos, que prácticamente compensan el endeudamiento neto del sector corporativo y bancario. La mejor posición relativa de Chile se refleja en su evaluación de riesgo a nivel externo, con mayores ratings y menores primas que otras economías emergentes.

GRÁFICO I.11

Indicadores de solvencia y liquidez (1) (2)
(porcentaje del PIB, veces)



(1) Solvencia: posición de inversión internacional neta como porcentaje del PIB. Liquidez: ratio entre recursos disponibles (suma de reservas internacionales y fondos soberanos) y necesidades de financiamiento (suma entre la porción del déficit en cuenta corriente que no es financiado por pasivos en IED y la deuda externa de corto plazo).

(2) Cifras al segundo trimestre del 2013, o último dato disponible. Líneas discontinuas representan la mediana de cada indicador para la muestra de países seleccionada de EME destacadas en azul, y economías desarrolladas pequeñas y abiertas destacadas en verde.

Fuentes: Banco Central de Chile, BIS, Bloomberg, FMI y páginas web de bancos centrales.

¹⁵ Ver Recuadro I.1, IEF primer semestre 2013.

II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

Los mercados de capitales se han caracterizado por el bajo costo de financiamiento, tanto para el corto como el largo plazo. Las tasas soberanas continúan mostrando un bajo grado de co-movimiento con sus referentes externos.

MERCADO MONETARIO

Las condiciones de financiamiento en el mercado monetario han mejorado, exhibiendo las tasas de interés y los spreads disminuciones importantes.

Desde el IEF anterior, los diferenciales entre las tasas de depósitos *prime* y los contratos *swap* (*spread prime-swap promedio cámara*) a diversos plazos, disminuyeron en torno a 40 puntos base (pb) en promedio. A principios de mayo, el *spread* a 90 días ha oscilado en torno a cero, lo que no se observaba desde el período de vigencia de los estímulos locales no convencionales (FLAP) durante el 2010 (gráfico II.1). Esto sugiere condiciones de financiamiento más holgadas para la banca. Los menores niveles de *spreads*, junto con una TPM 75pb menor al nivel registrado al cierre del IEF anterior, han resultado en un costo de financiamiento en el mercado monetario cercano a 4%, el más bajo desde mediados del 2010 (gráfico II.2).

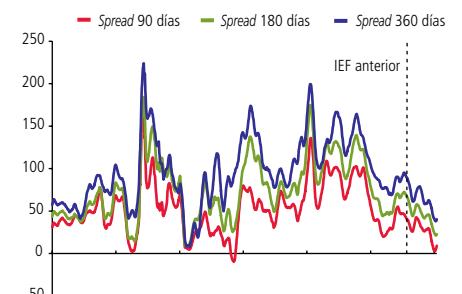
La caída en los *spreads* sería explicada, en lo principal, por la mayor inversión en depósitos a plazo por parte de inversionistas institucionales en lo que va del año.

En particular, los fondos de pensiones invirtieron cerca de US\$4.500 millones en depósitos a plazo en lo que va del 2014 — equivalente al 37% de su stock de depósitos a plazo al inicio del año (gráfico II.3). Si bien, la inversión en depósitos a plazo de los fondos de pensiones continuó siendo influenciada por los movimientos masivos de afiliados, la mayor parte de estas inversiones están asociadas a decisiones activas de las administradoras.

Estas decisiones responderían a una estrategia de toma de posiciones de menor riesgo relativo, observándose como contrapartida, una reducción en su exposición a instrumentos de renta variable en el exterior. A la vez, la mayor inversión en depósitos a plazo es coherente con una estrategia de obtención de ganancias de capital, en un período caracterizado por reducciones en las tasas locales de corto plazo.

GRÁFICO II.1

Mercado monetario en pesos (*)
(promedio móvil mensual, puntos base)

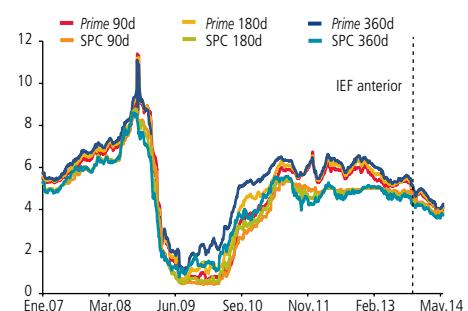


(*) Considerando el *spread prime-swap* promedio cámara (SPC).

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2

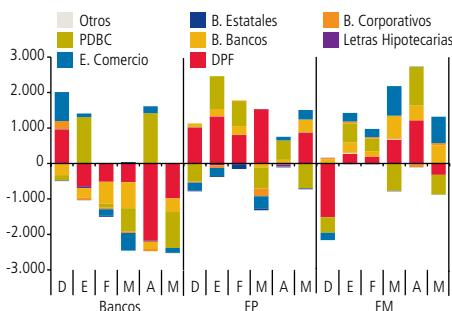
Tasas *prime* y tasas *swap* promedio de cámara (porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO II.3**

Manejo del portafolio de renta fija e intermediación financiera de inversionistas institucionales (*) (cambio en el stock, millones de dólares)

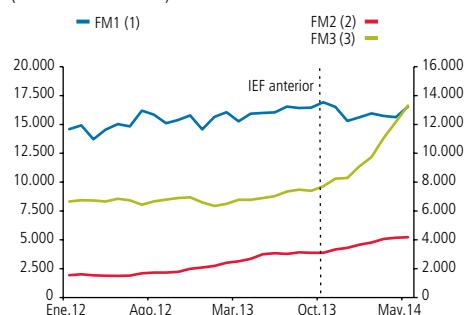


(*) Información disponible hasta el 23 de mayo de 2014.

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

GRÁFICO II.4

Activos de fondos mutuos en renta fija (millones de dólares)



(1) Inversión en deuda con duración menor o igual a 90 días.

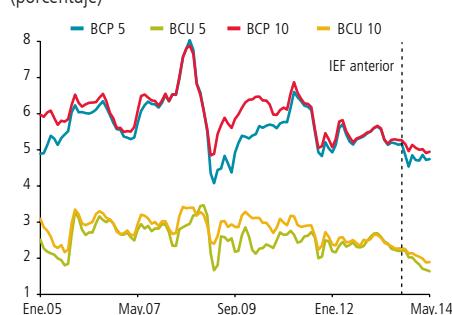
(2) Inversión en deuda con duración menor o igual a 365 días.

(3) Inversión en deuda de mediano y largo plazo.

Fuente: SVS.

GRÁFICO II.5

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



(*) Tasas promedio mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Los fondos mutuos también aumentaron de forma relevante sus inversiones en depósitos a plazo. Así, en lo que va del año, registran inversiones en estos instrumentos en torno a US\$2.000 millones — equivalente al 8% de su stock de depósitos a comienzos del año. En todo caso, estas inversiones corresponden principalmente a nuevos flujos administrados, los que han sido mayormente destinados a fondos intensivos en instrumentos de deuda, en particular fondos tipo 3, de mediano y largo plazo (FM3) (gráfico II.4).

Las mejores condiciones de financiamiento podrían estar también reflejando la importante emisión de instrumentos de renta fija por parte de algunos bancos, lo que ha provisto de una fuente adicional de liquidez al sistema bancario.

No se puede descartar que cambios abruptos en la composición de los portafolios de inversionistas institucionales, relacionados con retornos relativos de los activos y/o variaciones en las percepciones de riesgos locales o externas, pudieran generar reversiones importantes en los spreads, tal como se ha observado en períodos pasados.

MERCADO DE RENTA FIJA

Las tasas de interés soberanas de largo plazo siguieron disminuyendo desde el IEF anterior.

Las denominadas en pesos han caído en promedio 10pb; y las en UF en torno a 45pb, comparado con el cierre estadístico del IEF previo. Esta baja se agrega a la que ya habían mostrado en la segunda mitad del 2013. Con esto, las tasas de los papeles nominales y reajustables para algunos plazos se encuentran en sus valores mínimos de la última década (gráfico II.5).

Factores locales, asociados a una caída en la oferta de bonos soberanos, junto con una mayor demanda por parte de inversionistas institucionales y menores expectativas de crecimiento económico, podrían estar detrás de los menores niveles de tasas desde el IEF anterior. En particular, fondos mutuos de deuda de mediano y largo plazo (FM3) muestran un incremento significativo en sus activos administrados desde el IEF previo. Como se mencionó, este incremento proviene fundamentalmente de nuevos aportes y, en menor medida, de reasignaciones desde fondos de renta variable.

De todas maneras, el sostenido descenso de las tasas locales que se observa desde el año pasado ha continuado llamando la atención, en un contexto en que las de sus referentes externos aumentaron desde el segundo semestre del 2013, con un leve descenso en lo más reciente. Estimaciones para el nivel de la tasa interna en pesos a 10 años, basadas en modelos de paridad descubierta de tasas, sugieren que debería haber mostrado un comportamiento más en línea con las tasas de referencia externas en los últimos trimestres (gráfico II.6).

Como se señaló en el último IEF, aunque existe un alto grado de incertidumbre sobre los factores determinantes de estas diferencias, elementos idiosincráticos podrían explicar en parte este fenómeno. Entre ellos, fricciones en el mercado de deuda local, el tamaño relativamente pequeño del mercado de renta fija soberana y su bajo nivel relativo de integración, con una baja participación de inversionistas no residentes. Con todo, no se pueden descartar escenarios de futuros ajustes en las tasas locales. Ello, ya que el programa de *Global Depository Notes* (GDN) y la implementación de la nueva Ley Única de Fondos debiesen llevar a un mayor grado de integración entre el mercado de deuda local e internacional en el largo plazo.

En el mercado corporativo nacional, las menores primas por riesgo exigidas también han contribuido a la mejora en las condiciones de financiamiento.

A partir de mediados del año pasado, las condiciones de financiamiento para las empresas han tenido una sostenida mejora, la que continuó en lo que va del 2014 (gráfico II.7). Así, desde el IEF anterior, el *spread* de los bonos corporativos ha disminuido en promedio en torno a 30pb. En conjunto con tasas soberanas de largo plazo más bajas, implican mejores condiciones de endeudamiento privado, con un costo promedio que se ha reducido del orden de 86pb. Este contexto ha sido favorable para las emisiones de bonos en el mercado local (gráfico II.8).

Si bien la disminución de estos costos de financiamiento es un desarrollo positivo, de persistir los bajos niveles de tasas locales en los próximos meses, se podrían observar pérdidas derivadas del rescate de bonos privados, así como del prepago de instrumentos hipotecarios. Esto último podría afectar el valor de los activos de bancos y compañías de seguros de vida. Asimismo, las bajas tasas de interés podrían incentivar una búsqueda de activos de mayor riesgo relativo por parte de los inversionistas.

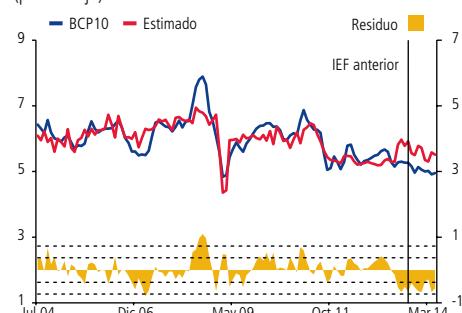
MERCADO BURSÁTIL Y CAMBIARIO

El mejor desempeño reciente de países desarrollados en relación con los emergentes, ha impactado los precios de las acciones y las monedas.

La bolsa local, medida por el IPSA, tras registrar caídas en enero, muestra en lo que va del año, una recuperación de valor, exhibiendo al cierre de este IEF un incremento acumulado de 7% en pesos (tabla II.1). En términos de volatilidad, desde inicios del año, el IPSA exhibió similar tendencia que otros mercados bursátiles emergentes. Con todo, en lo que va del segundo trimestre del 2014, ha sido algo menor con respecto a la segunda mitad del 2013 (gráfico II.9).

GRÁFICO II.6

Tasa soberana de largo plazo estimada (*)
(porcentaje)

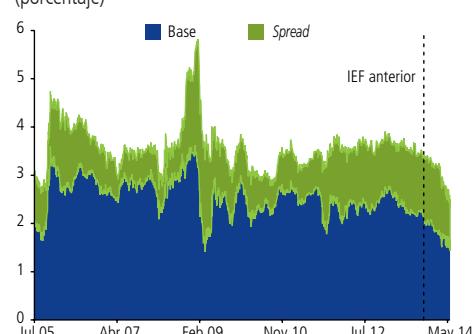


(*) Estimaciones en base a modelo de paridad descubierta. Líneas punteadas indican banda de confianza al 5 y 10%.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

Costo de financiamiento de empresas (*)
(porcentaje)

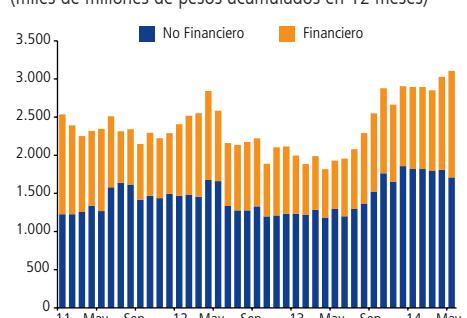


(*) Considera bonos en UF de empresas privadas con clasificación de riesgo AA y duración alrededor de 5 años.

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

GRÁFICO II.8

Emisión de bonos domésticos (*)
(miles de millones de pesos acumulados en 12 meses)

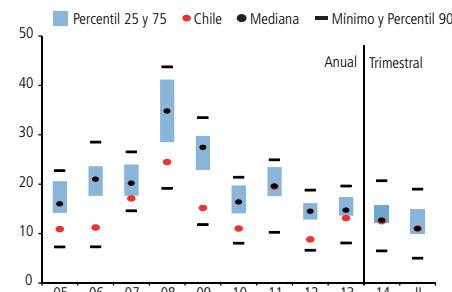


(*) A precios de mayo del 2014.

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

**GRÁFICO II.9**

Volatilidad de índices de accionarios en países emergentes (*)
(porcentaje anualizado, moneda local)



(*) Promedio mensual de la volatilidad calculada como la desviación estándar a 20 días móvil de la variación 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

Evolución paridades de referencia
(índice base enero 2013 = 100)



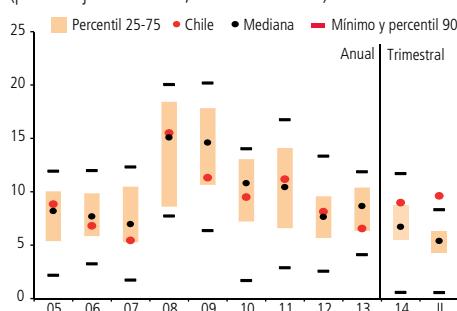
(1) Incluye: Colombia, Perú, México y Brasil.

(2) Incluye: Noruega, Canadá, Nueva Zelanda y Australia.

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, Reino Unido, Japón, Canadá, Noruega, Australia, Nueva Zelanda, Indonesia y Vietnam.

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

TABLA II.1

Comparación de rentabilidades en mercados accionarios (1)
(porcentaje)

Países	2010	2011	2012	2013	2014	Desde el último IEF
IPSA	10,5	-20,3	-4,8	-8,0	7,0	1,2
Latam (2)	-7,4	-20,5	-3,9	-11,7	4,1	-0,7
Exp. de materias primas (3)	32,1	30,7	44,1	22,7	6,0	4,1
Desarrollado (4)	39,8	28,4	43,5	24,3	3,4	5,8
Emergente (5)	21,8	2,2	22,3	2,7	5,9	1,6

(1) Variación porcentual del índice en moneda local, desde el inicio de cada año hasta el cierre estadístico de este IEF.

(2) Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú.

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

(4) Noruega, Canadá, Nueva Zelanda, Australia, Alemania, Francia, Reino Unido y EE.UU.

(5) Indonesia, Hungría, Croacia, Malasia, Filipinas, Colombia, Argentina, Rep. Checa, Turquía, India, Sudáfrica, Polonia, Chile, México y Brasil.

Fuente: Bloomberg.

Respecto del mercado cambiario, el peso chileno se depreció de manera importante desde mediados del 2013 a la fecha, alcanzando valores algo sobre \$570 por dólar en marzo de este año. Esta mayor depreciación se ubicó por sobre lo exhibido por el promedio de los países de la región y otros exportadores de materias primas (gráfico II.10). Con todo, al cierre de este IEF se ubicaba sobre \$550 por dólar.

Esta mayor depreciación del peso ha venido acompañada de una mayor volatilidad, la que al cierre estadístico de este IEF estaba incluso por sobre el percentil 90 de una muestra amplia de países (gráfico II.11).

Tal como se ha advertido anteriormente, no se puede descartar que la volatilidad observada en el tipo de cambio y el mercado bursátil se mantenga en el corto plazo.

III. USUARIOS DE CRÉDITO

EMPRESAS

El endeudamiento de las empresas aumentó levemente respecto del PIB, principalmente por la mayor deuda asociada a Inversión Extranjera Directa (IED).

Al primer trimestre del 2014, medida respecto del PIB, la deuda de las empresas aumentó, llegando a 97%, su nivel más alto desde el 2005 (gráfico III.1). En esta dinámica destaca la deuda asociada a IED, ya mencionada en IEF anteriores, y que entre el 2011 y 2014 aumentó desde 5 a 12% del PIB. Si bien este componente sigue presentando una tasa de crecimiento anual superior a dos dígitos en los últimos trimestres se ha desacelerado (tabla III.1). Lo anterior, es coherente con la caída en los flujos de IED (Capítulo I). Por sectores, destaca que el aumento se ha concentrado en Transporte y Telecomunicaciones, Minería y EGA (gráfico III.2).

TABLA III.1

Fuentes de financiamiento
(variación real anual)

Indicador	Prom. 2008 2009 2010 2011 2012						2013				2014		Contribución al crecimiento (1)
	05-07	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I	II	
Deuda local	12,6	6,8	2,5	3,8	10,6	8,1	8,1	6,1	5,6	5,3	3,4	66,4	2,4
Préstamos bancarios y otros	13,9	9,2	-1,3	4,3	13,5	10,4	10,1	8,0	7,1	6,2	4,2	53,8	2,3
Colocaciones comerciales	12,6	6,2	8,8	1,9	9,6	12,0	10,9	8,2	7,5	7,0	4,5	41,1	1,9
Comercio exterior	16,8	32,5	-39,5	11,5	38,5	3,4	8,2	10,5	7,2	5,5	3,4	6,5	0,2
Factoring y leasing (2)	19,7	2,1	-10,2	15,0	16,4	7,9	7,6	4,2	4,2	2,3	3,2	6,1	0,2
Instrumentos de oferta pública locales (3)	8,1	-1,4	17,0	2,3	1,3	-0,3	0,5	-1,5	-0,2	1,4	0,1	12,6	0,0
Deuda externa (4)	-0,9	13,4	16,7	4,6	8,3	20,5	16,9	13,1	8,3	7,5	15,9	33,6	4,9
Préstamos	6,1	19,0	18,8	-10,6	-4,4	6,8	2,4	-2,6	-4,2	-5,9	4,5	12,2	0,6
Créditos comerciales	3,4	-1,4	-19,6	16,2	12,7	-7,5	-10,4	-10,5	-11,3	-6,2	-3,1	3,1	-0,1
Bonos	-11,1	-1,6	51,7	26,1	24,5	13,4	4,7	5,1	-8,4	7,1	20,9	6,3	1,2
Préstamos asociados a IED	-25,2	36,0	38,1	47,0	28,8	82,8	82,0	69,6	53,7	32,0	34,4	12,1	3,3
Total	8,6	8,5	6,4	4,1	9,9	11,8	10,7	8,1	6,4	6,0	7,3	100,0	7,3

(1) Puntos porcentuales.

(2) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias.

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

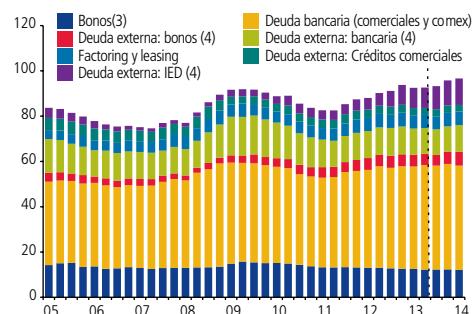
(4) Incluye préstamos asociados a inversión extranjera directa. Convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del año móvil.

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

En el agregado de las empresas que reportan a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), la deuda financiera se mantiene en 70% del patrimonio, valor que es alto en comparación al período previo al 2012 (gráfico III.3). Sigue destacando el aumento de esta relación en las empresas ligadas a la Construcción y el Transporte, que llega a su mayor nivel de los últimos diez años (tabla III.2). En una perspectiva internacional, el endeudamiento de las empresas es mayor al de otros países de Latinoamérica y al de un grupo de países con niveles de PIB per cápita similares, pero menor al de los países desarrollados (Recuadro III.1).

GRÁFICO III.1

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



(1) La línea punteada indica el cierre del IEF anterior.

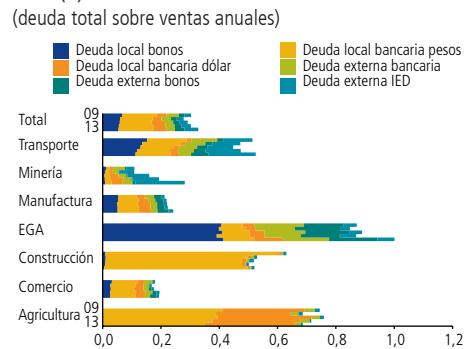
(2) Se considera el PIB del año móvil terminado en cada trimestre.

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

GRÁFICO III.2

Endeudamiento por sector económico 2009-2013(*)
(deuda total sobre ventas anuales)

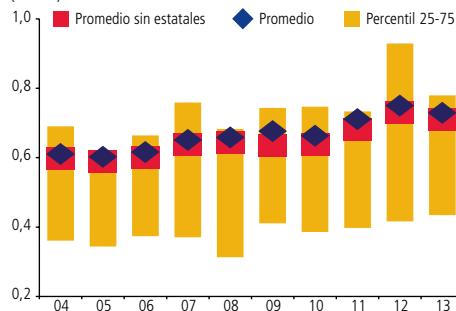


(*) Cada barra representa datos a diciembre de cada año, partiendo el 2009 y finalizando el 2013. Se excluyen sectores de Servicios Financieros y Servicios Comunales.

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



GRÁFICO III.3
Endeudamiento del sector corporativo (1)(2)
(veces)

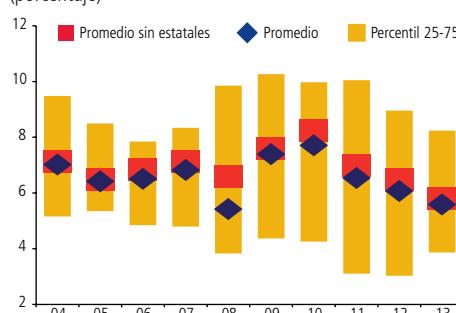


(1) Razón deuda a patrimonio.

(2) Datos a diciembre de cada año.

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

GRÁFICO III.4
Rentabilidad del sector corporativo (1)(2)
(porcentaje)



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

(2) Datos a diciembre de cada año.

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

GRÁFICO III.5
Descalce empresas del sector corporativo (*)
(porcentaje de los activos totales)



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

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

TABLA III.2
Endeudamiento por sector corporativo (1)(2)
(veces)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Construcción	0,33	0,38	0,42	0,55	0,67	0,60	0,58	0,72	0,78	0,83
Consumo	0,65	0,58	0,63	0,79	0,84	0,70	0,79	0,77	0,95	0,76
Transporte y Telecomunicaciones	0,53	0,77	0,78	0,68	0,72	0,93	0,89	1,01	0,96	1,07
Alimentos	0,40	0,40	0,38	0,42	0,49	0,39	0,38	0,50	0,55	0,61
Servicios y Otros	0,89	0,81	0,82	0,81	0,71	1,31	1,28	1,29	1,13	1,16
EGA	0,61	0,58	0,55	0,64	0,64	0,58	0,59	0,60	0,58	0,53
Forestal	0,27	0,26	0,30	0,26	0,29	0,37	0,39	0,43	0,51	0,52
Total	0,60	0,59	0,60	0,64	0,64	0,64	0,64	0,68	0,73	0,71

(1) Razón deuda a patrimonio.

(2) Datos a diciembre de cada año.

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

La rentabilidad agregada de las empresas ha disminuido, alcanzando niveles menores que los observados a mediados de la década pasada.

La rentabilidad sobre activos de las empresas que reportan a la SVS fue 5,6% a diciembre del 2013 (5,8% excluidas empresas estatales), valores por debajo de los promedios 2004-2008 (gráfico III.4). En todo caso, cuando se compara la evolución con la de otros grupos de países, la menor rentabilidad chilena no es un fenómeno aislado (Recuadro III.1).

Por sectores, la rentabilidad sobre activos del sector Consumo bajó a menos de la mitad, mientras que en el sector Alimentos se recuperó con respecto al 2012, cuando fue anormalmente baja. La Construcción bajó su rentabilidad a niveles similares al 2010-11 (tabla III.3).

TABLA III.3
Rentabilidad por sector corporativo (1)(2)
(porcentaje)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Construcción	8,9	9,1	11,4	7,7	5,2	3,7	4,4	4,0	5,1	4,4
Consumo	5,7	7,1	7,9	6,8	5,9	5,1	5,4	4,2	7,1	2,8
Transporte y Telecomunicaciones	13,2	3,9	6,5	7,7	7,2	7,2	9,2	2,7	5,0	3,0
Alimentos	6,5	8,1	9,7	10,1	6,3	10,2	11,8	9,6	3,3	6,2
Servicios y Otros	6,5	7,0	6,0	6,6	6,1	5,7	6,9	8,3	8,6	7,5
EGA	6,1	6,5	6,5	6,4	7,9	11,7	9,4	8,5	8,8	8,9
Forestal	7,1	5,0	5,0	7,8	4,5	4,3	7,0	6,9	4,2	5,2
Total	7,1	6,5	6,8	7,1	6,6	7,6	8,2	7,0	6,5	5,8

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

(2) Datos a diciembre de cada año.

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

Los indicadores de descalce cambiario se mantienen estables en la muestra de las empresas SVS.

En los últimos años, la deuda externa de las empresas no financieras ha aumentado más que la deuda local, llegando a más del 30% del PIB (gráfico III.1). La deuda externa de corto plazo residual (DECPR) del sector empresas alcanzó a 8% del PIB a fines del 2013, nivel que está dentro de los patrones históricos del sector (gráfico I.7). Dos puntos porcentuales de la DECPR corresponden a vencimientos de deuda asociada a IED. Del resto, la mayor parte corresponde a créditos de comercio exterior asociados a importaciones. Este aumento global de deuda externa no se ha traducido en un aumento del porcentaje de empresas SVS que

reportan descalce mayor al 10%. De hecho este se ha mantenido prácticamente constante con un leve aumento en el último trimestre del 2013 (gráfico III.5).

Considerando la totalidad de las empresas no-financieras, el porcentaje de deuda en moneda extranjera —tanto local como externa— alcanza casi al 50% de la deuda total excluido el sector servicios^{1/} (gráfico III.6). Minería y Construcción representan los extremos en su intensidad de uso, lo que es coherente con el tipo de mercado en el que participan. Agricultura exhibe una alta participación, pero obtenida de bancos locales. En términos de evolución, la participación de la deuda en moneda extranjera sobre el total de deuda de estos sectores ha aumentado marginalmente en el último año, impulsada por Minería y Transporte. La posición neta en derivados parece coherente con estrategias de cobertura según la exposición al comercio internacional de los distintos sectores. Con todo, la alta volatilidad del tipo de cambio en los últimos meses hace necesario que las empresas mantengan presente la conveniencia de cubrir este riesgo a través de sus activos o posiciones en derivados.

Los indicadores de pago se han deteriorado en los últimos trimestres.

El índice de cartera vencida (ICV) de la cartera comercial se mantiene estable desde el IEF anterior. Igual tendencia se observa si se considera el índice de cuota impaga (ICI), un indicador calculado con datos administrativos que, además, permite descomponer por sectores. Si se excluyen del ICI los sectores de servicios, se observa un alza para el indicador agregado (gráfico III.7). Entre estos sectores, el empeoramiento del indicador de pago es bastante transversal (gráfico III.8).

En síntesis, el endeudamiento de las empresas —como fracción del PIB— aumenta en el margen, llegando a su mayor nivel desde el 2005. En las firmas que reportan a la SVS el apalancamiento sigue estable aunque en niveles altos respecto de años previos, especialmente en las ligadas a la Construcción y el Transporte. La rentabilidad del sector corporativo continúa disminuyendo en el último año. Con excepción de los sectores de servicios, se aprecia un deterioro transversal en el comportamiento de pago de deuda bancaria.

SECTOR INMOBILIARIO

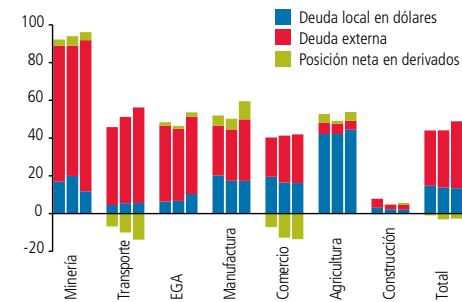
Al igual que en trimestres previos, las ventas de viviendas nuevas se mantienen en niveles altos y los inventarios en niveles bajos.

El nivel de ventas de viviendas nuevas en Santiago se mantiene elevado. Asimismo, aunque por sobre fines del 2013, el porcentaje de ventas con entrega inmediata continúa en niveles comparativamente bajos (gráfico III.9). En las empresas más grandes del sector, los inventarios de viviendas disponibles para la venta muestran menores niveles que al cierre del IEF previo. En este contexto, una contracción moderada de la demanda de viviendas no elevaría significativamente los meses para agotar el stock.

Los datos disponibles muestran que los precios agregados de viviendas continuaron creciendo el 2013.

^{1/} Corresponden a Servicios Financieros, Comunales y actividades no clasificadas. En conjunto, representaron 43% del total de la deuda bancaria en el 2013.

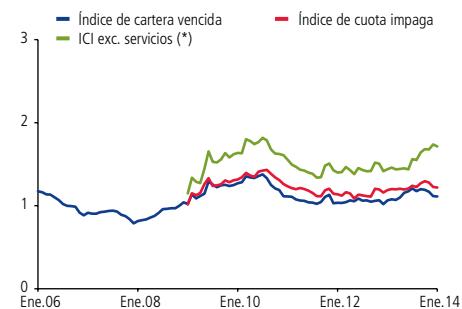
GRÁFICO III.6
Deuda sectorial y utilización de derivados cambiarios 2011-2013 (*)
(porcentaje de la deuda total)



(*) Cada barra representa datos a diciembre de cada año, partiendo a la izquierda con el 2011 y terminando con el 2013.

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

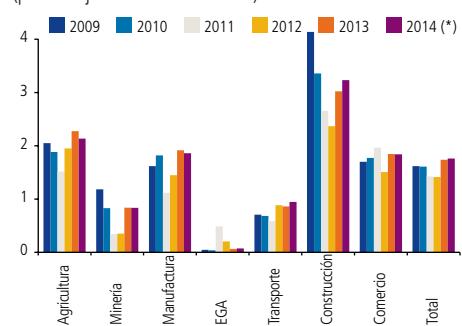
GRÁFICO III.7
Índices de incumplimiento en créditos comerciales (porcentaje de las colocaciones)



(*) No considera Servicios Financieros, Comunales ni empresas sin clasificación sectorial.

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

GRÁFICO III.8
Índice de cuota impaga (1)(2) (porcentaje de las colocaciones)



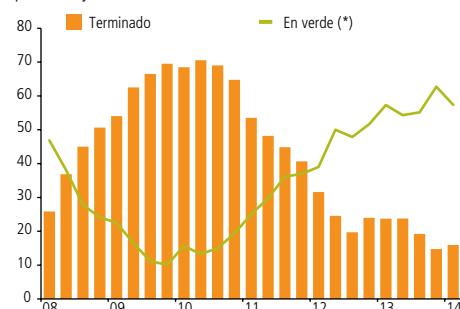
(1) No considera Servicios Financieros, Comunales ni empresas sin clasificación sectorial.

(2) Datos a diciembre de cada año. Para el 2014 datos a marzo.

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

**GRÁFICO III.9**

Ventas de viviendas nuevas según estado de obra (porcentaje del total de unidades)

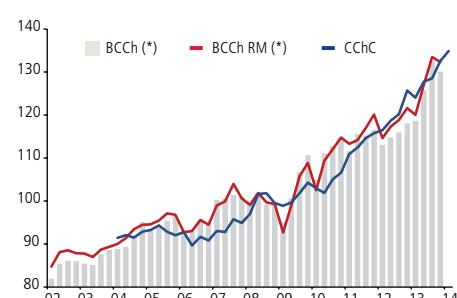


(*) Incluye ventas en estado de obra gruesa, fundaciones, excavaciones y sin ejecución.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Cámara Chilena de la Construcción.

GRÁFICO III.10

Precios reales de viviendas
(índice marzo 2008=100)



(*) Resultados preliminares.

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

GRÁFICO III.11

Mercado de oficinas clase A y A+
(miles de metros cuadrados, porcentaje)



Fuente: Global Property Solutions.

Al cuarto trimestre del 2013, los precios de las viviendas crecieron a tasas anuales de 10%, con una dinámica de aumento que se observó tanto a nivel nacional como en la Región Metropolitana (gráfico III.10). Índices de mercado, con menor cobertura pero más actualizados, sugieren que siguió el mismo ritmo de crecimiento hasta el primer trimestre del 2014.

Si bien el aumento en el precio de las viviendas durante los últimos años encuentra coherencia en la evolución del ingreso, las tasas de interés y los costos de construcción, es importante notar que existe alta heterogeneidad en el crecimiento de los precios. Así, se aprecian diferencias por tipo de vivienda —crece más el precio de las casas— y por zona geográfica —aumenta más en el norte del país y la zona oriente de la R. Metropolitana— (Recuadro III.2).

El mercado de oficinas, como se anticipaba, ha mostrado un aumento en la tasa de vacancia.

Durante el 2013 el mercado de oficinas recibió el ingreso de una gran cantidad de metros cuadrados disponibles^{2/} (gráfico III.11). Así, las tasas de vacancia subieron a 4,8% para clase A y a 5,9% para clase B a diciembre 2013 (GPS, 2013 y CBRE, 2013). Para el 2014, las estimaciones de vacancia muestran un nuevo aumento, porque se proyecta el ingreso de cerca de 400 mil metros cuadrados (por sobre el promedio de la última década). Hasta la fecha no se aprecian impactos en el precio de los arriendos, pero con el ingreso proyectado para el período 2014-2016 podrían verse afectados especialmente en las ubicaciones menos prime.

Los indicadores financieros de las empresas del sector se deterioran.

El conjunto de grandes empresas constructoras e inmobiliarias que reportan información a la SVS muestra una rentabilidad en torno a 5% a diciembre del 2013, el nivel más bajo de los últimos cuatro años (tabla III.4). Por su parte, su generación efectiva de flujos ha disminuido en los últimos dos años, aumentando el endeudamiento, en particular de corto plazo. En cuanto a los estándares de crédito, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) declara condiciones más restrictivas para la oferta de crédito a empresas constructoras e inmobiliarias (gráfico III.12).

TABLA III.4

Indicadores financieros de empresas constructoras e inmobiliarias (1)
(porcentaje, veces)

	06	07	08	09	10	11	12	13
Rentabilidad sobre activos (2)	9,7	6,8	4,9	3,6	5,8	5,3	5,5	4,7
Endeudamiento (3)	0,69	0,88	1,12	1,09	1,04	1,13	1,19	1,27
Deuda CP / Deuda total (2)	48,0	67,5	67,4	56,0	55,2	52,2	66,0	71,4
Flujo operacional (2)	5,5	-4,0	-5,5	3,9	4,6	0,3	-8,7	-3,0

(1) Incluye las siete empresas más grandes del sector que reportan a la SVS.

(2) Porcentaje.

(3) Deuda financiera/patrimonio. Veces.

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

En síntesis, los riesgos para el sector inmobiliario descritos en IEF previos siguen presentes. En un contexto donde los inventarios son bajos, los precios de las viviendas continuaron creciendo en el 2013. Ello hace seguir manteniendo la nota de cautela sobre la necesidad que compradores y oferentes tengan en consideración que esta dinámica y niveles de precios podrían no sostenerse en el futuro. Además, durante los últimos trimestres se ha observado un deterioro en

^{2/} La cifra fue menor a lo proyectado, por el atraso de la recepción final de varios proyectos.

los indicadores de pago y una menor rentabilidad de las empresas del rubro. Dado esto, un escenario en que la demanda por viviendas se debilite abruptamente podría tener consecuencias relevantes en el sector. Se agrega la situación en el mercado de oficinas, donde la tasa de vacancia ha aumentado y se espera que lo siga haciendo por el ingreso de una cantidad importante de nueva oferta de metros cuadrados.

HOGARES

Los indicadores de endeudamiento agregados presentan incrementos marginales en los últimos dos trimestres.

A fines del 2013, el endeudamiento de los hogares aumentó, alcanzando 57% del ingreso disponible (55% a fines del 2012). Lo mismo ocurrió con su carga financiera que se situó en 14,6% del ingreso disponible, aunque su velocidad de aumento fue menor. La composición del endeudamiento entre consumo e hipotecario, y su contribución a la carga financiera, no ha tenido mayores cambios (gráfico III.13).

El crecimiento de la deuda de los hogares siguió siendo empujado por el endeudamiento con la banca.

La deuda total de los hogares creció 8,0% en el cuarto trimestre del 2013, destacándose la participación del sistema bancario. La deuda hipotecaria bancaria creció 9,1% real anual, en tanto que la de consumo bancaria lo hizo en 8,2% real anual (tabla III.5).

TABLA III.5

Deuda de los hogares
(variación real anual, porcentaje)

Indicador	2009				2010				2011				2012				2013				Contribución al crecimiento (1)	Participación
	IV	V	VI	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV			
Hipotecaria	8,5	7,2	7,0	7,0	7,5	7,7	7,6	8,3	8,4	8,6	8,9	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	57,8	
Bancaria	9,7	9,2	8,0	8,1	8,3	8,3	8,3	8,9	9,0	9,0	9,1	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	51,8	
No bancaria (2)	1,1	-5,8	-0,7	-0,9	1,4	3,0	2,0	4,0	4,1	5,6	7,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	6,0	
Consumo	5,0	6,9	7,0	4,8	5,0	5,1	6,8	6,9	7,7	6,8	6,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	42,2	
Bancaria	3,3	8,8	13,3	11,0	10,7	10,4	8,9	9,3	9,6	7,7	8,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	26,1	
No bancaria	0,2	4,7	-7,6	-9,4	-10,2	-10,2	-2,3	-2,9	-1,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,3	
Casas Comerciales	-8,4	6,1	-15,1	-17,7	-19,0	-19,1	-5,6	-7,3	-5,8	-3,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,9	
CCAF (3)	9,7	3,8	5,2	3,6	2,5	0,6	3,5	3,9	7,3	8,3	4,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	3,6	
Cooperativas	16,7	2,1	-5,1	-5,5	-4,4	-1,8	-3,3	-3,6	-3,9	-6,5	-5,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	1,7	
Otras (4)	36,8	3,6	18,3	13,6	17,3	17,0	17,8	17,3	16,6	15,7	13,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	5,8	
Total	7,0	7,0	7,0	6,1	6,4	6,6	7,2	7,7	8,1	7,9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	100,0	

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

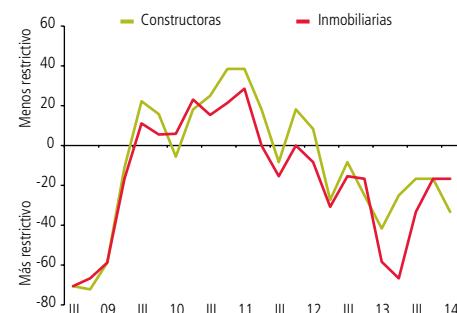
(4) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria, compañías de seguro y gobierno central.

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

En el caso de los oferentes no bancarios, el crecimiento anual de las colocaciones hipotecarias aumentó al cierre del 2013. Sin embargo, su participación en este tipo de crédito sigue acotada. Las colocaciones de consumo no bancarias no muestran aumentos anuales en los últimos dos trimestres y mantienen una participación de 28% en este tipo de créditos.

GRÁFICO III.12

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



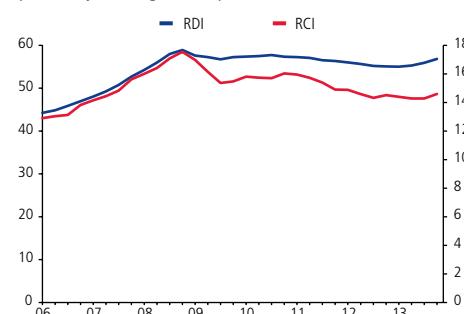
(1) Desde junio del 2010 considera a los bancos que mantienen colocaciones en el respectivo segmento.

(2) Diferencias entre número de bancos que opinaron que los estándares de aprobación eran menos y más restrictivos con respecto al trimestre anterior, como porcentaje del total de respuestas.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.13

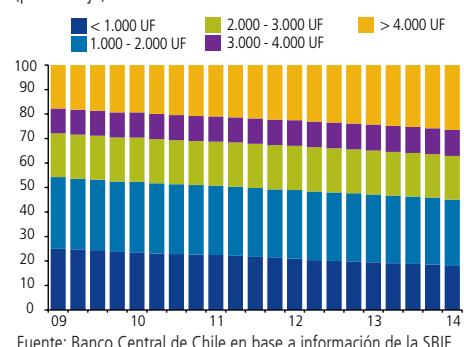
Endeudamiento de los hogares
(porcentaje del ingreso disponible)



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

GRÁFICO III.14

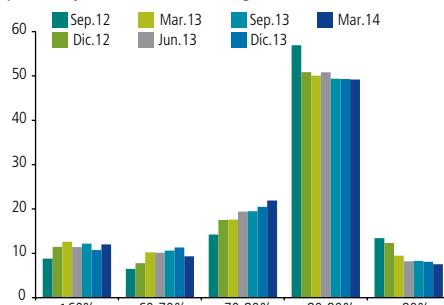
Colocaciones hipotecarias por tramo de deuda
(porcentaje)



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

**GRÁFICO III.15**

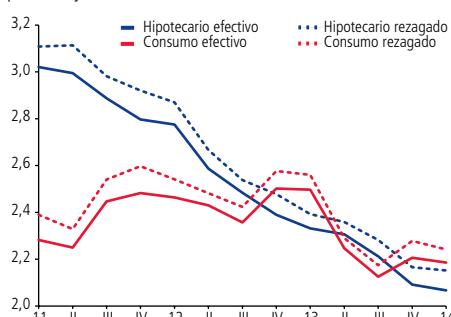
Razón deuda a garantía hipotecaria
(porcentaje de los créditos otorgados)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.16

Morosidad de 90 días en oferentes bancarios (1)(2)
(porcentaje de las colocaciones)



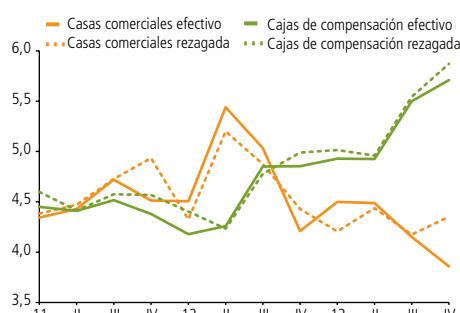
(1) En hipotecarios se excluye el BancoEstado.

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

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

GRÁFICO III.17

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



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

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

La deuda bancaria ha crecido producto del aumento en la deuda promedio de los hogares y no del número de deudores.

En la deuda hipotecaria bancaria, el crecimiento de la deuda promedio ha seguido por sobre el del número de deudores (tabla III.6). En su tamaño, se observa un cambio composicional hacia mayores montos, coherente con los mayores precios de las viviendas (gráfico III.14). La deuda de consumo, luego de varios trimestres, muestra un crecimiento de la deuda promedio mayor al del número de deudores. Este menor crecimiento de los deudores es coherente con la contracción que desde mediados del 2013 se observa en las áreas especializadas de consumo de la banca (Capítulo IV).

TABLA III.6

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

	2011				2012				2013				2014
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I (*)
Hipotecario	9,6	9,1	8,7	8,2	8,1	8,3	8,3	8,3	8,9	9,0	9,0	9,1	9,5
Deudores	4,2	4,1	3,5	2,6	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,6	2,8	3,0
Deuda promedio	5,2	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0	5,9	5,9	6,3	6,4	6,2	6,1	6,3
Consumo	12,2	13,1	13,8	13,3	11,0	10,7	10,4	10,4	9,3	9,6	7,7	8,2	7,2
Deudores	5,2	7,4	7,8	8,1	10,0	9,3	9,1	9,6	7,6	6,5	4,3	2,1	1,0
Deuda promedio	6,6	5,3	5,5	4,8	0,9	1,3	1,2	-0,7	1,5	2,9	3,2	6,0	6,1

(*) Información de febrero.

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

Los estándares de crédito son algo más restrictivos para créditos hipotecarios y se mantienen para consumo.

Según la ECB de marzo del 2014, las condiciones de oferta en los créditos hipotecarios son levemente más restrictivas, mientras que para los créditos de consumo no cambian. La razón deuda a garantía hipotecaria reportada por los bancos sigue con una alta concentración de créditos otorgados entre 80 y 90%. Si algo, destaca una leve baja del porcentaje de créditos otorgados con más de 90% de financiamiento y un aumento de aquellos entre 70 y 80% (gráfico III.15).

Los indicadores agregados de pago no se han deteriorado pese al aumento del endeudamiento de los hogares

En los créditos hipotecarios bancarios, la mora de 90 días sigue reduciéndose, tanto en su valor efectivo como en base rezagada. En los de consumo bancario hubo un incremento marginal en el último trimestre del 2013, que se revirtió parcialmente a comienzos del 2014, pero aún está bajo los de los últimos dos años (gráfico III.16). En los oferentes no bancarios, se reducen los indicadores de mora de 90 días en las Casas Comerciales, mientras que se deterioran en las Cajas de Compensación de Asignación Familiar. Esto último, por los cambios regulatorios que han afectado a estos agentes, entre los cuales destaca la homologación de criterios para informar la morosidad (gráfico III.17).

En síntesis, la deuda de los hogares continúa creciendo a tasas similares a las observadas en períodos previos, con una mayor participación del crédito bancario, cuyo crecimiento se ha producido principalmente por un incremento de la deuda promedio. Esto se ha traducido en un leve aumento del endeudamiento agregado sin un deterioro en los indicadores de pago. Lo anterior es coherente con la mayor oferta relativa de deuda hacia hogares de ingresos medios y altos mencionada en los IEF previos.

RECUADRO III.1 RESULTADOS DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO: UNA COMPARACIÓN INTERNACIONAL

Este recuadro presenta una comparación entre los resultados del sector corporativo nacional con distintas muestras de países para el período 2000–2012 en términos de rentabilidad, endeudamiento, costo de financiamiento y cobertura de intereses. Esta comparación permite analizar tanto la evolución como el nivel de estas variables financieras en relación con otras economías consideradas referentes. Como en toda comparación internacional, cabe destacar que aún entre países aparentemente similares pueden existir diferencias en el desarrollo institucional, legal y financiero que la dificulten. Estos factores no son considerados en este recuadro y podrían limitar el alcance de las conclusiones.

La comparación se realiza a través de tres muestras de países: i) "Comparables por PIB per cápita", los cuales corresponden a una muestra de países en desarrollo, según clasificación del FMI (2013); ii) Latinoamérica; y iii) Desarrollados^{1/}. Como fuente de información se utiliza la base de datos financieros internacionales *Datastream*. La información que proviene de esta base difiere de la mostrada en el Capítulo III que corresponde a la información reportada por la SVS. Las principales diferencias son: i) Datastream incluye principalmente firmas listadas en bolsa, siendo un subconjunto de las empresas registradas en la base SVS; ii) Datastream no corrige por el efecto matriz-filial que induce a doble contabilización, corrección realizada internamente por el Banco Central en base a la información de propiedad contenida en los Estados Financieros; y iii) existen diferencias en los valores de las variables financieras provenientes de ambas bases^{2/}.

Resultados

En el período bajo estudio, la rentabilidad del sector corporativo chileno se mantuvo por debajo tanto de los "Comparables por PIB" como de Latinoamérica (gráfico III.18). Cabe destacar que a partir del 2010 se observa una baja generalizada en la rentabilidad de todos los grupos, aunque menos marcada en los Desarrollados.

GRÁFICO III.18
Rentabilidad de los activos (1)(2)
(porcentaje)



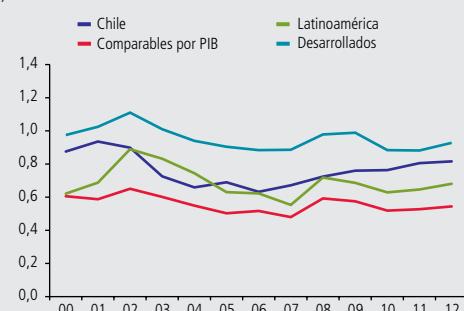
(1) EBIT/total activos. Promedio ponderado por grupo.

(2) Información *Datastream* consultada durante el primer semestre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de *Datastream*.

Respecto del nivel de endeudamiento, Chile está por sobre los "Comparables por PIB" y Latinoamérica, y algo por debajo de los Desarrollados (gráfico III.19).

GRÁFICO III.19
Endeudamiento (1)(2)
(veces)



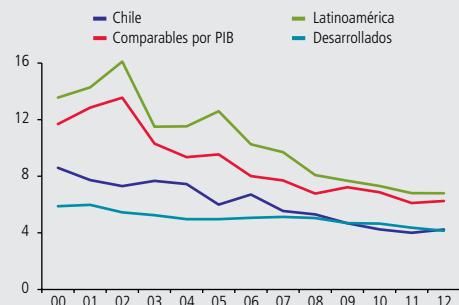
(1) Deuda financiera/patrimonio. Promedio ponderado por grupo.

(2) Información *Datastream* consultada durante el primer semestre del 2014.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de *Datastream*.

^{1/} Comparables por PIB per cápita: Argentina, Brasil, México, Malasia, Polonia, Rusia, Turquía y Sudáfrica. Estos poseen un PIB per cápita que va desde US\$7.900 a 13.930 para el 2011. Latinoamérica: Argentina, Brasil, Colombia, México y Perú. Desarrollados: Canadá, Alemania, España, Francia, Reino Unido, Italia, Japón y Estados Unidos.

^{2/} Para más detalle ver Ramírez y Vásquez (2014).

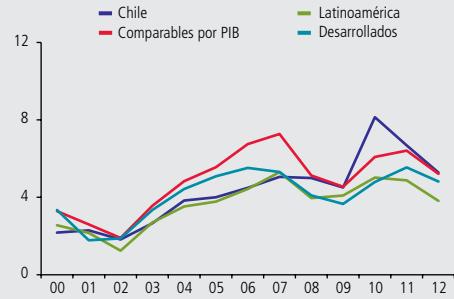
**GRÁFICO III.20**Costo de financiamiento (1)(2)
(porcentaje)

(1) Gastos financieros/deuda financiera. Promedio ponderado por grupo.

(2) Información Datastream consultada durante el primer semestre del 2014.

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

En cuanto al costo de financiamiento, destaca que Chile ha tenido niveles constantemente menores que los observados para los países "Comparables por PIB" y Latinoamérica, igualando al de los Desarrollados. No obstante, los costos de financiamiento han disminuido en los últimos años para los "Comparables por PIB" y Latinoamérica, estos siguen siendo superiores a los Desarrollados (gráfico III.20).

GRÁFICO III.21Cobertura de intereses (1)(2)
(veces)

(1) EBIT/gastos financieros. Promedio ponderado por grupo.

(2) Información Datastream consultada durante el primer semestre del 2014.

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

Finalmente, en los últimos años la cobertura de intereses ha caído transversalmente en todos los grupos, producto de la combinación de una caída en la rentabilidad y la estabilización de los gastos financieros sobre activos (gráfico III.21). El nivel para Chile es similar a los "Comparables por PIB".

En resumen, la tendencia de la rentabilidad, endeudamiento y cobertura de intereses de las empresas chilenas no difiere sustancialmente de los grupos de comparación. Destaca que el nivel de endeudamiento es mayor al de "Comparables por PIB" y Latinoamérica, lo que tiene como contrapartida un costo de financiamiento menor a lo largo de todo el período de comparación. De todos modos, la materialización de los escenarios de riesgos descritos en este IEF podrían suponer cambios significativos en el costo de financiamiento externo, que ante un mayor nivel de endeudamiento y la menor cobertura de intereses podrían generar dificultades en el cumplimiento de las obligaciones. Por ello, es necesario que las empresas mantengan un comportamiento de deuda que asimile correctamente estos factores.

Por último, es necesario reiterar que si bien la base de datos Datastream es una alternativa para realizar comparaciones internacionales, estas deben ser tomadas con precaución considerando las diferencias estructurales entre países aparentemente comparables, y el efecto matriz-filial que no es corregido en esta base de datos.

RECUADRO III.2 PRECIOS DE VIVIENDA EN CHILE

El correcto análisis y medición de precios de viviendas es fundamental para un adecuado diagnóstico del sector inmobiliario y de la estabilidad financiera. Este recuadro describe la metodología y los principales resultados de la implementación de un Índice de Precios de Vivienda para Chile (IPV), que será publicado por el Banco Central^{1/}. El IPV considera aperturas por tipo de propiedad —casas y departamentos— y por zonas geográficas.

Metodología y fuentes de información

El IPV se elabora sobre la base de registros administrativos innominados del Servicio de Impuestos Internos, correspondientes a transacciones efectivas de viviendas nuevas y usadas para el período 2002-2013^{2/}. Esta información se complementa con el Catastro de Bienes Raíces no Agrícolas, que contiene información relevante sobre la superficie del terreno y la calidad, destino y superficie de la construcción, entre otros.

El método empleado es de estratificación o de ajuste mixto, y responde a las características de la información disponible en Chile y a la revisión de las mejores prácticas internacionales^{3/}. A su vez, esta metodología es coherente con las mediciones de cuentas nacionales encadenadas, referencia 2008. Este método se basa en la medición de cambios de precios de diferentes grupos de viviendas de acuerdo con ciertas características.

Se consideraron 14 grupos que combinan:

- 7 zonas geográficas: zona norte, centro —excepto Región Metropolitana (RM)— y sur. La RM fue subdividida, a su vez, en cuatro zonas: oriente, poniente, centro y sur^{4/}; y
- 2 tipos de viviendas: casas y departamentos.

^{1/} Más detalles de la metodología de cálculo se encuentra disponible en Banco Central de Chile (2014b).

^{2/} Las ventajas de esta fuente de información es que se basa en transacciones efectivas, y no en valoraciones teóricas (Eurostat, 2013), y además cuenta con cobertura nacional.

^{3/} Otras metodologías utilizadas para estos fines son: ventas repetidas y precios hedónicos. En el primer caso, no se dispone de una serie de tiempo suficientemente extensa, en tanto que para la metodología hedónica la base de datos no cuenta con información detallada de las características de las viviendas (Vio, 2012).

^{4/} La zona norte incluye las regiones de Arica y Parinacota, Tarapacá, Antofagasta y Atacama. La zona centro a las regiones de Coquimbo, Valparaíso, Libertador Bernardo O Higgins y del Maule. La zona sur a las regiones del Bío Bío, la Araucanía, los Ríos, los Lagos, Aysén y Magallanes.

El índice agregado de precios combina el promedio simple del indicador de precios de cada grupo —en Unidades de Fomento, por metro cuadrado— usando como ponderadores los metros cuadrados transados el año anterior^{5/}.

El IPV agregado y su descomposición por tipo de propiedad y zona geográfica tendrán frecuencia trimestral, y será publicado semestralmente por el Banco Central.

Resultados

Tal como se analiza en el Capítulo III, el índice agregado de precios de vivienda continuó creciendo durante el 2013 (gráfico III.10). Por tipo de propiedad, en tanto, destaca la diferencia entre el crecimiento para casas y departamentos (gráfico III.22). Hasta fines del 2009, ambos índices presentaron un crecimiento similar, en torno a 3% promedio real anual. Sin embargo, a partir del primer trimestre del 2010, el índice de precios de casas aumentó más que el de departamentos, alcanzando un crecimiento de 8% promedio real anual durante el período 2010-2013. Cabe destacar que el terremoto de febrero del 2010 podría haber influido en este desarrollo debido al aumento relativo de la demanda por casas versus departamentos.

GRÁFICO III.22
Precio por tipo de vivienda (*)
(índice 2008 = 100)



(*) Resultados preliminares.

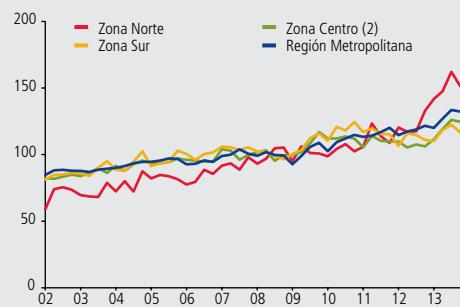
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

^{5/} Cabe destacar que este índice no refleja cambios de calidad y composición que podrían producirse dentro de cada grupo.



Los resultados por zonas geográficas también muestran dispersión. A partir del tercer trimestre del 2012, la zona norte ha presentado una expansión superior al resto del país (gráfico III.23). Esto se vincula, en parte, con el dinamismo de las inversiones mineras en la zona. También destaca la evolución del sector oriente de la Región Metropolitana, que desde comienzos del 2013 presenta tasas de crecimiento mayores al resto de la Región Metropolitana (gráfico III.24). Como se ha señalado en IEF anteriores, RM oriente mantiene inventarios particularmente bajos y potenciales limitaciones en la oferta de terrenos, que podrían explicar este aumento de precios.

GRÁFICO III.23
Precios de viviendas por zona geográfica del país (1)
(índice 2008 = 100)



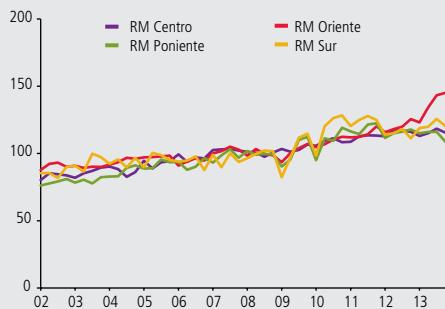
(1) Resultados preliminares.

(2) Excluye Región Metropolitana.

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

GRÁFICO III.24

Región Metropolitana: precios de viviendas por zona (*)
(índice 2008 = 100)



(*) Resultados preliminares.

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

IV. SISTEMA BANCARIO

La expansión de los créditos comerciales y de consumo se reduce acorde al estado cíclico de la economía. Algunos indicadores de riesgo de la cartera comercial se han deteriorado, mientras que los de consumo se estabilizan. El impacto de un escenario de estrés resulta ser mayor que en IEF previos.

El aumento del crédito comercial y de consumo ha bajado, acorde con el menor dinamismo de la economía, mientras que el crecimiento de los créditos de vivienda sigue en torno a 10% real anual.

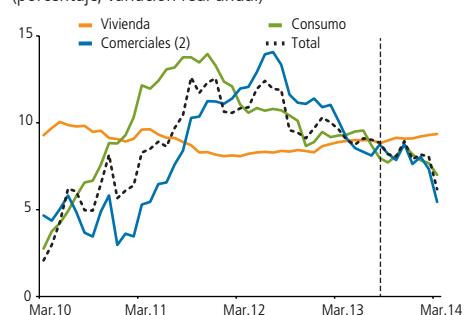
La moderación de la expansión de los créditos ha sido más intensa en la cartera comercial, coincidiendo con el menor dinamismo de la actividad y la caída en la inversión (gráfico IV.1). Esto fue más visible a fines del primer trimestre, cuando su crecimiento real anual se ubicó en 5,5%, luego de promediar en torno a 8% durante la segunda mitad del 2013. Por sectores, destaca lo ocurrido en la Construcción y la Minería (gráfico IV.2). Los Servicios, como el financiero y seguros, han continuado explicando gran parte del crecimiento agregado. En tanto, en los créditos de consumo, el descenso de su tasa de crecimiento fue más moderado, pasando de 8 a 7% real anual en igual lapso.

La morosidad del crédito comercial sigue estable, pero aumenta en los sectores productivos y en empresas con deuda de menor tamaño.

Los indicadores de pagos de las empresas con deuda de menor tamaño se han deteriorado en los últimos dos años, en particular para el tramo 500 - 18.000 UF, que se asocia generalmente a pymes (gráfico IV.3). Más allá de esto, en el 2013 se apreció un aumento transversal de la mora entre sectores productivos —descontado los servicios—, alcanzando en algunos casos los mayores niveles en los últimos cinco años (Capítulo III). Esto no ha generado un alza importante de la mora comercial agregada por la estabilidad en el pago del sector servicios, especialmente del financiero, que es una parte importante de la cartera comercial de la banca. Con todo, el stock en provisiones del sistema bancario ha subido, permitiendo niveles de cobertura estables.

El menor crecimiento del crédito y la mayor mora en algunos sectores ha coincidido también con que la banca ha declarado estándares de aprobación más restrictivos para los créditos comerciales. Según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB), entre diciembre del 2013 y marzo del 2014, las condiciones de oferta se volvieron más restrictivas tanto para empresas grandes como pymes. En contraste, en los créditos de consumo, el neto de los encuestados señaló que no existen cambios en las condiciones de oferta entre ambos períodos.

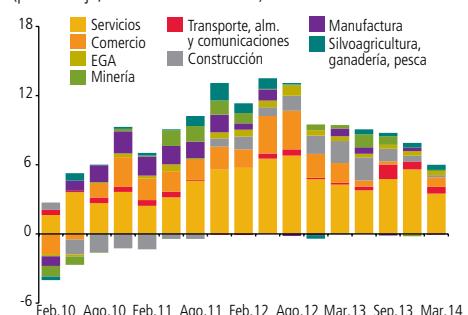
GRÁFICO IV.1
Crecimiento de las colocaciones (1)
(porcentaje, variación real anual)



(1) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF anterior.
(2) No incluyen colocaciones de comercio exterior.

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

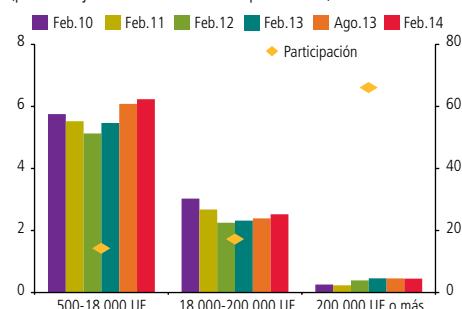
GRÁFICO IV.2
Contribución al crecimiento de las colocaciones a empresas por sector económico
(porcentaje, variación real anual)



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

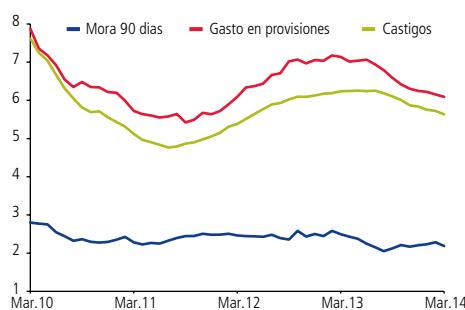


GRÁFICO IV.3
Mora y participación de colocaciones comerciales por tamaño de deuda
(porcentaje de la cartera correspondiente)



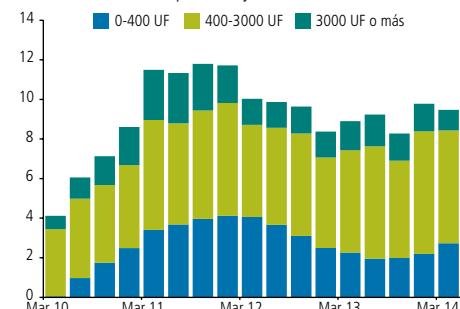
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.4
Indicadores de riesgo de la cartera de consumo
(porcentaje de las colocaciones)



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

GRÁFICO IV.5
Contribución al crecimiento de las colocaciones de consumo por tramo de deuda (*)
(variación real anual, porcentaje)



(*) Incluye deuda de consumo de las cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la SBIF.

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

La morosidad de consumo se estabiliza y el crecimiento de estos créditos se basa en montos de mayor tamaño.

La morosidad de la cartera de consumo se estabilizó en los primeros meses del 2014, lo que se ha acompañado por un menor tamaño de los castigos y el gasto en provisiones desde mediados del 2013 (gráfico IV.4). Ello se puede asociar al cambio en la composición de crecimiento bancario hacia sectores de ingreso medio y alto, en desmedro de los de menores ingresos, lo que también se ha reflejado en una reducción de las divisiones especializadas de los bancos grandes. Así, el crecimiento en consumo ha sido impulsado por el tramo de deuda entre 400 y 3.000 UF (gráfico IV.5).

Los indicadores de rentabilidad de la banca se recuperan aunque en parte asociados a factores transitorios, mientras que los niveles de solvencia se mantienen en torno a 13%.

La rentabilidad de la banca ha aumentado en los últimos meses, en lo principal por la mayor inflación, que se reflejó en el aporte del margen de reajuste. En los bancos de mayor participación de mercado, también han incidido menores gastos de apoyo. En este grupo, dichos efectos compensan los menores ingresos por comisiones y margen de intereses (gráfico IV.6). Esto último, se asocia a la reorientación mencionada hacia montos más altos y que son otorgados a tasas más bajas que los préstamos a montos menores.

A febrero, el índice de adecuación de capital (IAC) se mantuvo en torno a 13% para el sistema. El capital suplementario subió, producto de la emisión de bonos subordinados por cerca de US\$650 millones en el último trimestre del año pasado (grafico IV.7). De todas formas, el IAC se encuentra bajo de la media de un grupo amplio de países (Recuadro IV.1)

Las fuentes de financiamiento externo siguieron diversificándose y aumentando el plazo promedio.

Las condiciones de financiamiento externo para la banca siguen favorables, con una deuda externa en torno a 10% del total de los pasivos. Tras mantenerse dinámicas en la segunda mitad del 2013, las emisiones de efectos de comercio en EE.UU. perdieron fuerza en el primer cuarto del 2014. En cambio, se aprecia que los bonos externos han crecido más que otros créditos en el exterior (gráfico IV.8). En lo que va del año, el monto de estas emisiones superó lo registrado a igual fecha del 2013. Además, el plazo promedio de la deuda externa aumentó. El descalce de operaciones activas y pasivas en moneda extranjera se mantiene estable en torno a 5% del patrimonio efectivo.

Se mantiene un grado de dependencia relevante de financiamiento mayorista local, aunque se reduce para los bancos medianos.

En el mercado local, el costo de financiamiento se ha reducido para emisiones de corto y largo plazo (Capítulo II). Acorde con lo reportado en IEF previos, la dependencia del financiamiento mayorista difiere entre tipos de bancos, teniendo los de menor tamaño una mayor exposición. Durante el primer trimestre del 2014, destaca el aumento de esta fuente de financiamiento por parte de este grupo de bancos (anexo gráficos).

FACTORES DE RIESGO

Una desaceleración económica pronunciada podría implicar mayores alzas del riesgo de crédito, especialmente en la cartera comercial.

En los últimos meses, coherente con la situación cíclica de la economía, la rentabilidad de las empresas ha disminuido y se ha deteriorado el cumplimiento de los pagos de la deuda bancaria en algunos sectores. Esto ha sido más visible en los sectores más expuestos al ciclo, en particular la Construcción, y en empresas con deuda de menor tamaño. Una mayor desaceleración de la economía podría aumentar el deterioro de la cartera comercial tanto en estos como en el resto de los sectores. El nivel de provisiones constituido en cada caso es un elemento relevante para mitigar el impacto de estos riesgos.

En principio, el mayor crecimiento de los préstamos bancarios hacia los sectores de mayor tamaño e ingreso reduce los riesgos de crédito, pero de seguir acentuándose podría revertir esa tendencia.

Ello, porque es posible que esta estrategia pudiera estar incrementando la carga financiera y el endeudamiento de estos hogares a niveles cuyos riesgos sobrepasen su menor exposición al ciclo. Por otra parte, los hogares de menores ingresos aún representan una parte importante de la cartera, por lo cual una desaceleración pronunciada de la actividad que afecte su comportamiento de pago afectaría particularmente a los bancos más expuestos a ese segmento.

Es posible que la banca enfrente períodos de volatilidad y mayores costos de financiamiento en el mercado interno y externo.

La materialización de los escenarios de riesgo externos (Capítulo I) podría dificultar la renovación de deuda en el exterior y subir el costo de financiamiento de la banca. Este riesgo se atenúa por el nivel acotado de financiamiento externo en el agregado y la mayor diversificación de los bancos en el uso de los instrumentos de deuda, como la emisión de bonos y efectos del comercio.

En lo interno, dado su bajo nivel, el costo de financiamiento podría aumentar. Cambios abruptos en los portafolios de inversionistas institucionales podrían generar reversiones importantes en los spreads y afectar en particular a los bancos pequeños que mantienen una alta exposición al financiamiento mayorista. Por otro lado, aunque el spread en el mercado interno siguiera bajo, ante un deterioro en el escenario externo existe el riesgo que agentes de mayor tamaño demanden más recursos financieros en el mercado local, reduciendo la disponibilidad de fondos para el resto de los participantes.

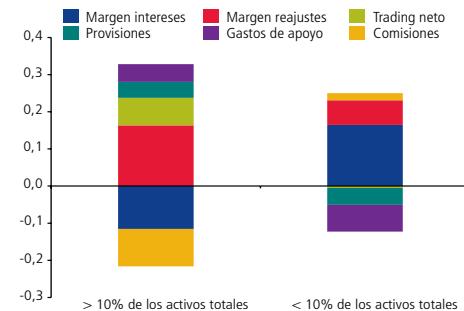
EVALUACIÓN DE ESCENARIOS DE ESTRÉS^{1/}

Los ejercicios muestran que el sistema bancario está en una posición financiera suficiente para absorber la materialización de un escenario de tensión severo. Sin embargo, este tendría un impacto en rentabilidad algo mayor que el reportado en IEF anteriores.

^{1/} El análisis se basa en la metodología descrita en Jara et al (2007) y en Alfaro y Sagner (2011). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

GRÁFICO IV.6

Variación de los principales componentes del ROA (*) (entre marzo 2014 y septiembre 2013, porcentaje)

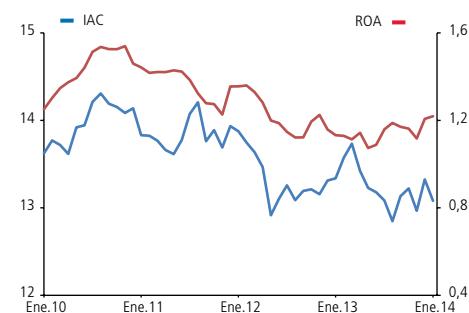


(*) En base a estados financieros consolidados.

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

GRÁFICO IV.7

IAC y rentabilidad sobre activos (*) (porcentaje)

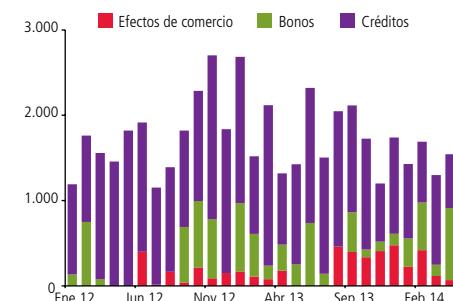


(*) En base a estados financieros consolidados.

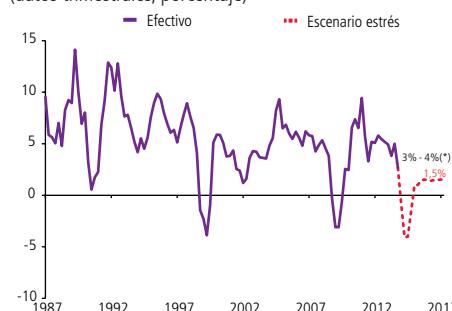
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.8

Emisión de deuda bancaria en el exterior (millones de dólares)

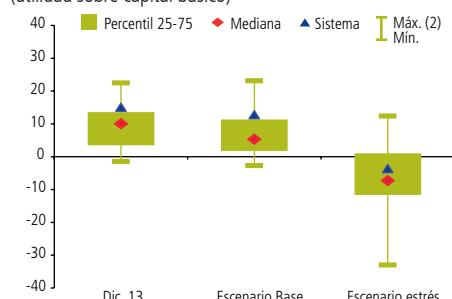


Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.9**Crecimiento anual del PIB
(datos trimestrales, porcentaje)

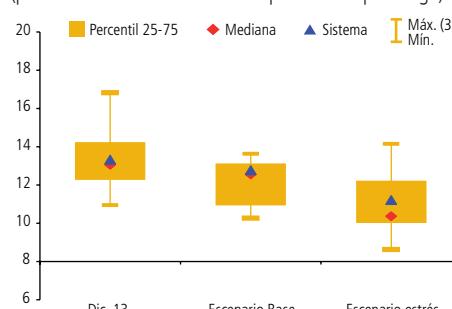
(*) Corresponde al escenario base del IPoM de marzo 2014, con un crecimiento en el rango 3-4% para el 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.10Impacto de distintos escenarios sobre la rentabilidad del capital (1)
(utilidad sobre capital básico)

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

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

GRÁFICO IV.11Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital (1)(2)
(patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)

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

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

Los ejercicios de tensión emplean información macro y contable del sistema bancario a diciembre del 2013. Para el cálculo del riesgo de crédito se estima un modelo que relaciona provisiones —que reflejan la calidad de las carteras de crédito de los bancos — principalmente con la actividad económica. En tanto, el cálculo del riesgo de mercado considera tres tipos de exposición: moneda, valoración y reprecio. Ambos riesgos se evalúan en escenarios base y de estrés, siguiendo la metodología del IEF anterior.

El escenario de estrés considera una caída del PIB en el corto plazo y un menor crecimiento en el mediano plazo. En él, la actividad cae 2,7% promedio el 2014 y luego converge a un aumento de 1,5% en el 2016. Ello intenta replicar episodios relevantes de fragilidad financiera pasados (gráfico IV.9) ^{2/}.

Respecto del ejercicio del IEF previo, con información a junio del 2013, la situación del actual ejercicio es más favorable en rentabilidad y muy similar en capitalización. La rentabilidad del capital (ROE) del sistema bancario es 1,4pp superior —15 versus 13,6%— y el IAC muy similar —pasó de 13,2 a 13,3%.

En el escenario de estrés, el ROE caería a -3,6 pp del capital básico (tabla IV.1), inferior a los 2,1pp del ejercicio del IEF anterior. A nivel de instituciones, bancos que representan 62% del capital básico del sistema tendrían resultados negativos (gráfico IV.10). A su vez, un grupo que representa 60% del capital básico del sistema mantendría un IAC sobre 11% (gráfico IV.11)^{3/}. Estas cifras se comparan, respectivamente, con 47 y 62% del ejercicio anterior.

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

TABLA IV.1Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad
(porcentaje del capital básico)

	Escenario de estrés
ROE inicial	15
Riesgo de mercado	-2,3
Valoración	-1,0
Reprecio	-1,3
Moneda	0,0
Riesgo de crédito	-20,2
Consumo	-8,6
Comercial	-9,9
Vivienda	-1,8
Margen	3,9
ROE final	-3,6

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

^{2/} El escenario base es coherente con el IPoM de marzo 2014: crecimiento del PIB entre 3 y 4% el 2014. Tanto la tasa de interés en UF para colocaciones entre 1 y 3 años como la de créditos hipotecarios a más de 20 años proyectadas a junio del 2014 son 4,7%.

^{3/} Estos resultados consideran reinversión de las utilidades.

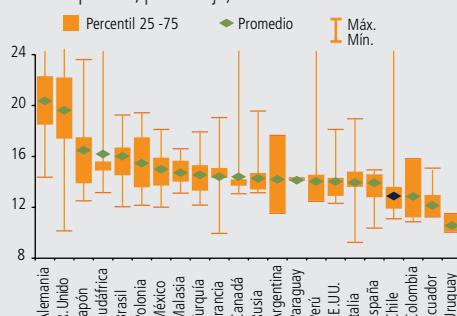
RECUADRO IV.1 COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA SOLVENCIA DE LA BANCA CHILENA

En el negocio bancario se considera que el capital funciona como un *buffer* para las pérdidas inesperadas, mientras que las provisiones actúan de manera análoga con las pérdidas esperadas (Borio et al., 2001). Para determinar el nivel de solvencia de la banca se requiere al menos evaluar su posición de capital y su nivel de provisiones. Este Recuadro compara la posición relativa internacional de la banca local en estas dimensiones. Además, se identifican algunos elementos de medición y de regulación relevantes para completar este análisis.

Capital

Las comparaciones internacionales sobre niveles de capital de los sistemas bancarios, como se ha mencionado en IEF anteriores^{1/}, se basan en el Indicador de Adecuación de Capital (IAC) y de apalancamiento. En términos del IAC, Chile se encuentra bajo la media de un grupo amplio de países (gráfico IV.12)^{2/}

GRÁFICO IV.12
Índice de adecuación de capital (*)
(último dato disponible, porcentaje)



(*) Considera el último dato disponible entre el 2012 y 2013.

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

Sin embargo, es importante recordar que el IAC se define como la razón entre el capital regulatorio y los activos ponderados por riesgo (APR). Para definir la magnitud total de los APR, es

^{1/} Recuadro V.1, IEF segundo semestre 2012.

^{2/} Se escogió la misma muestra de países que en el Recuadro III.1, excepto para Latinoamérica, que incluye más países. Para cada país se consideran los 15 mayores bancos, tomando el último dato disponible entre el 2012 ó 2013, de acuerdo con la base Bankscope. También se incluyen los bancos cooperativos cuando la legislación local los considera como bancos. Esta metodología tiene inconvenientes, pues para algunos países, los bancos de la muestra pueden no ser representativos del sistema completo. Además se consideran los bancos consolidados en cada país, lo que implica que se incluyen activos de "otros países". Esta metodología es similar a la seguida por Arregui (2014).

fundamental la definición de los "ponderadores". En Chile, estos ponderadores son fijos por categoría de riesgo y en algunos casos más altos que las propuestas de modelos estándar incorporados en Basilea II y mantenidos en Basilea III (tabla IV.2), lo cual podría sesgar el IAC hacia abajo respecto de países que siguen estas normas.

TABLA IV.2

Ponderadores por riesgo modelo estándar Basilea II y Chile (LGB) (porcentaje)

	Basilea II	LGB
Efectivo	0	0
Exposición a deuda soberana o bancos centrales	0-100	10 o 100 (2)
Créditos comerciales (1)	0-100	100
Hipotecarias comerciales	100	100
Bancos Multilaterales de desarrollo	0	100
Bancos (1)	20-100	100
Consumo	75	100
Hipotecarias para vivienda	35 o >	60
Cartera en mora 90 (neta de provisiones) (1)	100	100
Cartera en mora 90 (neta de provisiones) créditos hipotecarios	50-100	100

(1) Se podría aplicar un ponderador mayor a 150% a: Deuda soberana, entidades públicas, bancos o valores de empresas con rating bajo B-; créditos comerciales bajo BB-; y créditos hipotecarios en mora con provisiones menores a 20% de la deuda.

(2) Deuda soberana o de banco central chileno 10%, resto 100%.

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

Una complicación adicional en la comparación internacional del IAC es el tratamiento del riesgo operacional y de mercado. En particular, si cargos por estos riesgos son incluidos en los APR. La regulación chilena no los incorpora, aunque la normativa de regulación sobre el riesgo de mercado requiere constituir más capital para cubrir la Exposición a Riesgos de Mercado (ERM)^{3/}. Estimaciones de la SBIF, que buscan corregir estas diferencias entre la normativa local e internacional, sugieren que la banca chilena cumpliría, en promedio, con los estándares de Basilea III, aun cuando este esquema no se ha incorporado específicamente en nuestra legislación.

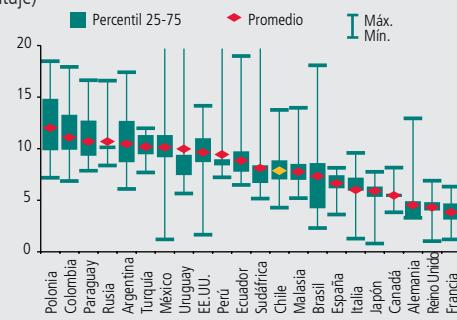
Las dificultades en la comparación del IAC entre países favorecen el uso de indicadores más simples que sean a la vez más robustos a diferencias regulatorias, tales como el índice de apalancamiento (definido en este caso como patrimonio sobre activos). Al utilizar esta medida, la posición relativa de solvencia de Chile mejora,

^{3/} Capítulo IIIIB del CNF del Banco Central de Chile.



ubicándose cerca del medio de la muestra (gráfico IV.13). Es importante considerar que esta medida de apalancamiento se incorpora en Basilea III, como una mejora sustantiva respecto de Basilea II, asociada a un límite mínimo de 3%, de manera muy similar a la exigencia de apalancamiento incorporada en la Ley General de Bancos (LGB) desde los ochenta^{4/}.

GRÁFICO IV.13
Apalancamiento del sistema bancario (*)
(porcentaje)

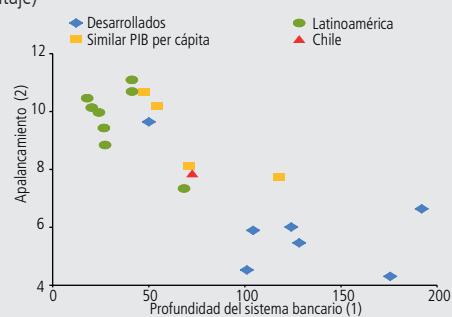


(*) Considera el último dato disponible entre el 2012 y 2013.

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

Otro aspecto a considerar, es que los sistemas financieros más desarrollados tienden a presentar menores niveles de capital. Al agrupar los países según nivel de desarrollo financiero (medido como crédito bancario interno sobre PIB), se aprecia que en Chile los indicadores de apalancamiento son coherentes con el nivel de profundidad bancaria (gráfico IV.14).

GRÁFICO IV.14
Apalancamiento y profundidad del sistema bancario
(porcentaje)



(1) Crédito bancario interno al sector privado como porcentaje del PIB al 2012.
(2) Patrimonio como porcentaje de los activos al 2013.

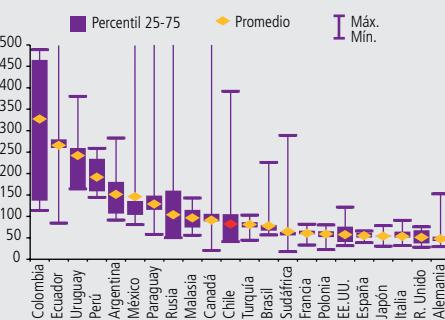
Fuente: FMI, Banco Mundial, estimaciones OECD y Bankscope.

^{4/} El ratio de leverage de Basilea III no es estrictamente comparable al apalancamiento aquí mostrado, debido a que el numerador debería incluir Tier 1 adicional y principalmente por ciertos ajustes al denominador no disponibles en los datos financieros de los bancos.

Provisiones

Las provisiones permiten reconocer por anticipado el riesgo de una cartera de colocaciones. En la medida que las provisiones constituidas sean suficientes, la probabilidad de impactos inesperados sobre los resultados del banco y, en consecuencia sobre sus niveles de capital, se reducen. El ratio de cobertura es un indicador ampliamente usado para este fin. Chile presenta indicadores de cobertura en la media de los países de la muestra (gráfico IV.15).

GRÁFICO IV.15
Ratio de cobertura de provisiones (*)
(porcentaje)



(*) Se calcula como el stock de provisiones dividido por la cartera con morosidad mayor a 90 días. Considera el último dato disponible entre el 2012 y 2013.

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

Conclusiones

La solvencia de la banca en Chile, medida tanto por los niveles de capital como el constituido por provisiones de riesgo de crédito, son comparables con países con niveles de desarrollo similar, bajo las métricas consideradas en este Recuadro.

Aunque los niveles de solvencia parecen apropiados, sigue siendo relevante avanzar en el desarrollo de una reforma a la legislación bancaria que incorpore los requerimientos de solvencia según los desarrollos y el consenso internacional en esta materia. Ello no solo los acercaría a las mejores prácticas internacionales, sino que además facilitaría la comparación internacional de la banca local. Esta modificación legal resultaría importante, especialmente en el caso de los niveles de capital que permanecen consignados en esta legislación con definiciones específicas asociadas a Basilea I. En el caso de la definición de los niveles de provisiones, en los últimos años, la SBIF ha utilizado apropiadamente las atribuciones que se le confieren en la LGB para perfeccionar su regulación de provisiones de manera continua.

V. REGULACIÓN FINANCIERA

Este capítulo revisa los desarrollos regulatorios más importantes a nivel local durante el semestre, así como los más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel internacional^{1/}.

REGULACIÓN NACIONAL

Nueva normativa de liquidez

Entre el 9 de mayo y el 6 de septiembre de 2014 permanecerá en consulta una propuesta de perfeccionamiento de la regulación del Banco Central de Chile sobre gestión de riesgos de liquidez de las empresas bancarias. Esta regulación, persigue los siguientes objetivos:

- Fortalecer las políticas de gestión del riesgo liquidez en la banca, dando mayores responsabilidades al directorio y la administración, y lineamientos mínimos para el desarrollo de ejercicios de tensión y planes de contingencia.
- Aumentar la cantidad y calidad de información disponible para el supervisor y el mercado, para lo que se incluyen nuevas variables de monitoreo, como los ratios de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR) y de financiamiento estable neto (*Net Stable Funding Ratio*, NSFR) de Basilea III; un indicador para el monitoreo de la liquidez de corto plazo bajo un escenario de reducción idiosincrática del financiamiento mayorista; y variables de monitoreo de activos líquidos de distinta calidad y de concentración de fuentes de financiamiento. En términos de información al público, se agregan nuevos requerimientos cuantitativos y cualitativos.
- Perfeccionar los actuales requerimientos normativos, al agregar requerimientos en base consolidada para los descalces de plazo, complementarios a los individuales, y entregar lineamientos para el tratamiento de las filiales bancarias en el exterior. Además, se incorporan ajustes que permitan estandarizar criterios en la utilización de modelos internos (base ajustada), en el espíritu de que flujos similares tengan tratamientos similares a través de los bancos.

Más allá de estos perfeccionamientos, por ahora no se incorporan a los actuales límites normativos. Una vez que la nueva regulación entre en vigencia, la SBIF y el Banco podrán estimar con mayor precisión el LCR y NSFR. Además de una mayor calidad de información y frecuencia, por ejemplo, sobre Activos

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



Líquidos de Alta Calidad (ALAC) y fuentes de financiamiento, la información capturada en el periodo de observación, de alrededor de un año, permitirá hacer los ajustes y calibraciones necesarios para que, a través de una nueva modificación de la regulación, sea posible, por ejemplo, la adopción del LCR como requerimiento normativo y avanzar a mayores perfeccionamientos de los límites vigentes.

Mayores detalles de la norma puesta en consulta están disponibles en el sitio web del Banco Central^{2/}. El Recuadro V.1 evalúa el avance en la implementación de la normativa de liquidez de Basilea III a nivel internacional.

Transacción de valores extranjeros en pesos

La Ley de Mercado de Valores (LMV) establece que los valores extranjeros deben ser expresados en monedas extranjeras, o bien en moneda nacional siempre que su pago se efectúe en divisas. Para ser transados y pagados en pesos, se requiere de una autorización del Banco Central. Al otorgarla, este puede establecer términos y condiciones para la realización de dichas operaciones^{3/}.

En los últimos años, la oferta de valores extranjeros aumentó en el mercado local, principalmente cuotas de ETF y acciones. Además, diversos agentes del sector privado han solicitado al Banco que dé la autorización contemplada en la LMV. Por parte del Banco, se consideró que ello puede facilitar el desarrollo de un espectro más amplio de alternativas de inversión, tal como la autorización conferida el 2006 para que no residentes pudieran emitir bonos en pesos (*"huaso bonds"*); además de permitir que las transacciones de estos instrumentos sean compensadas y liquidadas a través de entidades de contraparte central, infraestructuras más robustas y que cuentan con sistemas de gestión de riesgo operacional y garantías.

Así, luego de un proceso de consulta pública, en mayo del 2014 el Banco autorizó que las transacciones de cuotas de fondos de inversión que correspondan a los denominados *Exchange Traded Funds* (ETF, por su sigla en inglés), acciones y Certificados de Depósitos de Valores representativos de dichos instrumentos, puedan ser expresadas y pagadas en pesos.

Entre las condiciones establecidas destacan: i) que los instrumentos sean susceptibles de ser ofrecidos públicamente en los mercados de valores del país emisor u otros; ii) que el emisor esté constituido en un país que sea miembro del Grupo de Acción Financiera Internacional o de alguna organización equivalente, destinada a combatir el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo, y que no figure en listas de países no cooperativos o de paraísos fiscales; iii) que los instrumentos estén inscritos en el Registro de Valores Extranjeros a cargo de la SVS; y iv) que sean transados en bolsa.

Asimismo, se establece que estos instrumentos deberán mantenerse en custodia en una empresa de depósito y custodia de valores, establecida de conformidad con la Ley N°18.876. Esta(s) empresa(s) deberá(n) informar mensualmente al Banco Central sobre las variaciones, a nivel agregado, de la custodia mantenida

^{2/} http://www.bcentral.cl/normativa/consulta-publica/Antecedentesconsultaliquidez_09052014.pdf.

^{3/} La posibilidad del Banco de extender esta autorización se incorporó junto con la denominada Reforma al Mercado de Capitales III, promulgada en el 2010.

en estos instrumentos. Las bolsas en que se transen deberán informar el volumen total de transacciones de forma mensual. Por último, la autorización también se refiere a aspectos de cumplimiento de la normativa cambiaria. Así, si bien las transacciones de estos instrumentos en pesos entre residentes no son operaciones de cambios, sí pueden existir operaciones de cambios asociadas a estas transacciones, como la compra o venta de los valores extranjeros en el exterior, y la compra o venta de estos valores en el mercado local por parte de no residentes, las que deberán cumplir con la normativa vigente.

Modificaciones a las normas para la emisión y operación de tarjetas de prepago

El Banco Central publicó para consulta cambios a su normativa sobre emisión y operación de tarjetas con provisión de fondo (prepago), contenida en el Capítulo III.J.3 del Compendio de Normas Financieras (CNF). El objetivo es remover requerimientos normativos que pudieran estar inhibiendo el desarrollo de este medio de pago, sin introducir riesgos adicionales para el sistema de pagos minorista. Cabe destacar que, para la eventual emisión de tarjetas de prepago por parte de entidades no bancarias, actualmente se discuten modificaciones legales en el Congreso y, por lo tanto, no forma parte de las modificaciones planteadas al Capítulo III.J.3.

Las principales modificaciones son: i) supresión del requisito de autorización previa por parte del Banco Central para que entidades bancarias puedan emitir tarjetas de prepago, así como para que distintas empresas puedan prestar el servicio de Operación de dichas tarjetas, ii) integración de la regulación aplicable a Operadores de estas Tarjetas, de modo que una misma entidad, cumpliendo ciertos requisitos, pueda operar tarjetas de débito, crédito y prepago, iii) aumento del límite para la emisión de tarjetas innominadas y desechables, iv) autorización para el uso en el extranjero de tarjetas de prepago nominadas. Mayores detalles están disponibles en el sitio web del Banco Central^{4/}.

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

REGULACIÓN INTERNACIONAL

Con el objetivo de dimensionar y precisar de mejor manera los desafíos pendientes para Latinoamérica de la reforma global del mercado de derivados OTC, el Banco organizó en enero pasado un seminario en conjunto con el FMI.

Como ha sido discutido en IEF anteriores, tras la crisis financiera internacional del 2008, el G20 adoptó una serie de compromisos para robustecer la infraestructura para derivados OTC. Las primeras economías en materializarlos fueron Estados Unidos, a través de la Ley Dodd-Frank, y la Unión Europea a través de la regulación EMIR^{5/}. Los compromisos del G20 se reflejan en una

^{4/} Ver IEF primer y segundo semestre 2012 y segundo semestre 2013.

^{5/} El FSB indica que existen 12 CCP para derivados de *commodities*, 6 para derivados de crédito, 7 para derivados accionarios, 9 para contratos de moneda y 16 para derivados de tasa de interés. Ver OTC Derivatives Market Reforms: Seventh Progress Report on Implementation. FSB, 8 April 2014.

**TABLA V.1**

Principales normas promulgadas durante el primer semestre del 2014

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
03-12-2013	SVS	NCG N°355	Elevar los estándares de funcionamiento de las Empresas de Auditoría Externa (EAE), enfocándose en la idoneidad técnica e independencia de sus socios y participantes.
04-12-2013	SVS	RESOLUCIÓN EXENTA N° 423	Incorporar la liquidación y compensación de instrumentos derivados en las Normas de Funcionamiento de CCLV, Contraparte Central S.A.
19-12-2013	SVS	NCG N°357	Facilitar el patrocinio en la inscripción de valores extranjeros en el registro de SVS, por parte de administradoras.
06-03-2014	SVS	NCG N°361, NCG N°362	Elevar los estándares de funcionamiento y modernización respecto a la inscripción de Clasificadoras de Riesgo y establecer condiciones para la realización de actividades complementarias
20-03-2014	Banco Central	MODIFICACIONES CAPÍTULO VI COMPENDIO DE NORMAS DE CAMBIOS INTERNACIONALES	Incorpora cobro de Comisiones por solicitudes de reembolso cursadas por el Banco Central a las "Instituciones Autorizadas" locales y acota los instrumentos susceptibles de ser canalizados al amparo del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos-ALADI
30-04-2014	SVS	NCG N°363	Establece los plazos e información que deberán presentar todos aquellos que deban inscribirse en el Registro de Administradoras de Carteras.
05-05-2014	Banco Central	ACUERDO N° 1820-03-140430	Autoriza transacción y pago en pesos de cuotas de participación de fondos mutuos o fondos de inversión extranjeros que correspondan a ETF, acciones de S.A. extranjeras y Certificados de Depósitos de Valores, con el fin de promover alternativas de inversión en el mercado local, y permitir la liquidación y compensación a través de entidades de contraparte central.

TABLA V.2

Principales normas puestas en consulta pública durante el primer semestre del 2014

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
18-12-2013	SBIF	PRÓRROGA DE CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA CAPÍTULO B -1 COMPENDIO DE NORMAS CONTABLES	Perfeccionamientos para alinear la normativa local a los estándares internacionales e introducir nuevos elementos prudenciales que promuevan un desarrollo de sanas prácticas de gestión de los riesgos.
28-01-2014	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA DEROGA CIRCULAR N° 1.898 DE 2008 SOBRE APV y APVC	Revisar y modernizar los actuales requisitos establecidos para la oferta de planes APV y APVC con el fin de impulsar la competitividad y eficiencia de la industria.
13-02-2014	SBIF	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA ANEXO N°2 CAPÍTULO B-1 COMPENDIO DE NORMAS CONTABLES	Perfeccionamientos para recoger el riesgo de crédito en las provisiones bancarias y a promover en forma gradual las mejores prácticas de gestión de riesgos asegurando así la preservación en el tiempo de la robustez del sistema bancario local
07-03-2014	SBIF	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA CAPÍTULO 20-7 DE LA RAN	Avanzar hacia un modelo donde los propios bancos adoptarán la decisión de externalizar determinados servicios sin requerir autorización previa de la SBIF, cumpliendo diversos requisitos contemplados en la normativa relacionados con la gestión del riesgo operacional.
16-04-2014	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA REEMPLAZA CIRCULAR N° 2.027 Y DEROGA CIRCULARES N° 1.538, N°1.754, N°1.841, N°1.947 y N°2.032, ASÍ COMO OFICIOS CIRCULARES N°19, N° 417, y N°704.	Establece los contenidos mínimos que deben tener los Reglamentos Internos, Contratos y Reglamento General de los fondos mutuos y de inversión, así como otros requisitos de información, en virtud de las disposiciones contenidas en la Ley 20.712.
09-05-2014	Banco Central	MODIFICA CAPÍTULO III.B.2 DEL COMPENDIO DE NORMAS FINANCIERAS DEL BCCH	Incorporar los desarrollos y consensos internacionales sobre la regulación del riesgo de liquidez, en especial las lecciones de la última crisis financiera internacional. Considera las orientaciones de Basilea III. Paralelamente, incorpora el aprendizaje de aplicación de la regulación en Chile desde su última modificación, en octubre de 2003.
22-05-2014	Banco Central	MODIFICA CAPÍTULO III.J.3 DEL COMPENDIO DE NORMAS FINANCIERAS DEL BCCH	Remover requerimientos regulatorios que puedan estar inhibiendo el desarrollo de los medios de pago con provisión de fondos.

revisión y actualización de los Principios para Infraestructura de Mercados Financieros (PFMI, por su sigla en inglés) definidos por CPSS-IOSCO. La versión final de los PFMI fue publicada en abril del 2012, y reemplaza los tres sets de estándares independientes previos para sistemas de pagos de importancia sistémica, contrapartes centrales y sistemas de liquidación de valores. El nuevo set estandariza y fortalece los principios anteriores e incorpora algunos nuevos.

Hoy, un conjunto relevante de jurisdicciones se encuentran en proceso de incorporar estos nuevos principios. Según el *Financial Stability Board* (FSB), en los países miembros existen varias CCP operativas para derivados basados en los principales activos subyacentes^{6/}. Además, el FSB ha reportado que una fracción significativa de los derivados OTC de tasa y de crédito se están canalizando vía estas CCP, y que se observó un aumento importante en esta modalidad durante el 2013 (gráfico V.1). Destaca EE.UU., donde desde el 2013 se está aplicando el mandato para centralizar ciertas clases de derivados OTC estandarizados. En su reporte anual de mayo del 2014, el *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) indica que en EE.UU. los derivados de crédito procesados en CCP pasó de 0 a 81% entre el 2009 y febrero del 2014 (gráfico V.2).

Principales Lecciones del seminario “OTC Derivatives Global Reform”, del Banco Central de Chile y el FMI

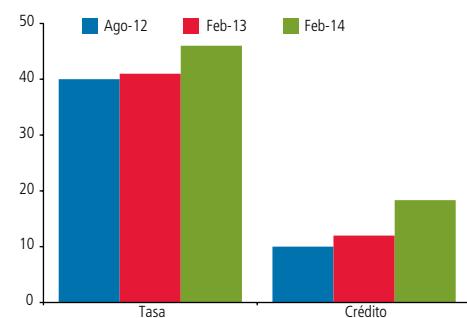
Las acciones a tomar para dar cumplimiento a los acuerdos del G20 antes mencionados, respecto de las transacciones de derivados OTC transfronterizas, se enmarcan en cuatro lineamientos generales:

- i) Reconocimiento de las CCP locales por parte de jurisdicciones extranjeras, en particular EE.UU. y la UE, ello implica demostrar previamente que, en términos de derivados, se cuenta con una legislación y supervisión equivalente a las de estas jurisdicciones.
- ii) De forma alternativa o complementaria, se requeriría de un reconocimiento local de CCP extranjeras que procesen transacciones, en las que sea contraparte un agente local.
- iii) Cumplir con los PFMI, al menos en lo vinculado con las infraestructuras relacionadas con derivados. En este punto, se requiere de cambios legales y regulatorios en la mayor parte de las jurisdicciones, de manera de lograr la adecuación a estos principios.
- iv) Acuerdos explícitos de coordinación entre autoridades, tanto a nivel local como internacional.

Desde la perspectiva de las autoridades locales, las implicancias de las iniciativas internacionales pueden dividirse en dos grupos. Primero, están aquellas acciones o reformas que no son estrictamente necesarias en el corto plazo, pero que se relacionan con el cumplimiento de las recomendaciones internacionales, tales como la implementación de los PFMI y el cumplimiento con los criterios del G-20. Resulta importante distinguir que si bien el no adecuarse

GRÁFICO V.1.

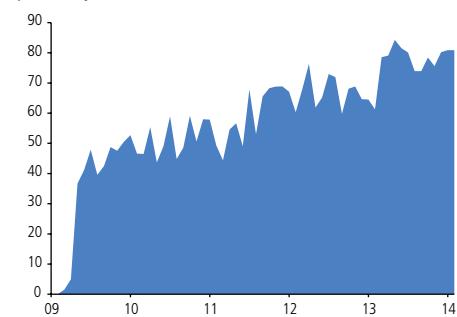
Fracción de derivados procesados a través de CCP en países miembros del FSB según clase de activo subyacente.
(porcentaje)



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

GRÁFICO V.2.

Fracción de derivados de crédito procesados a través de CCP en EE.UU.
(porcentaje)



Fuente: DTCC a través de FSOC.

^{6/} http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/108622.pdf



a esta estructura no repercute en el funcionamiento de los mercados locales, observar estos estándares podría influir, por ejemplo, en los requerimientos internacionales de colaterales y capital para los bancos locales en sus transacciones transfronterizas. También, podría afectar, en el mediano y largo plazo, el potencial de integración financiera de Chile con el mundo. Segundo, son las gestiones necesarias para que los agentes chilenos participantes de transacciones transfronterizas puedan seguir operando con normalidad con sus contrapartes extranjeras. Aun si Chile no adhiriera a los PFMI, o a los estándares del G20, las contrapartes extranjeras de los agentes locales están sujetas a sus respectivos marcos regulatorios, es decir obligatoriedad de informar la transacción a un TR y/o de procesarla a través de CCP. Para el reporte de transacciones a un TR foráneo debe estudiarse la necesidad y conveniencia de acuerdos internacionales de acceso recíproco a la información, considerando la normativa local de acceso a información financiera. Para las transacciones procesadas a través de CCP extranjeras se deberían determinar los criterios bajo los que estas se reconocerían, las condiciones en que se permitiría a los agentes locales participar en esos servicios y el carácter que tendrían las obligaciones que contraigan las entidades locales con esas contrapartes.

Avances en la Unión Bancaria Europea

Como reacción a la crisis financiera internacional, las autoridades de la Unión Europea (UE) se comprometieron a desarrollar una "Unión Bancaria" declarando, entre sus objetivos principales, asegurar que los contribuyentes no enfrenten pérdidas por futuras crisis y cortar el vínculo entre las finanzas de la banca y el soberano. En junio del 2009, el Consejo Europeo recomendó establecer un set de reglas único aplicable a todas las instituciones financieras en el mercado común^{7/}. Conceptualmente, la Unión Bancaria se basa en cuatro elementos fundamentales: un esquema de seguro de depósitos uniforme, requerimientos prudenciales comunes, un supervisor bancario único y un mecanismo de resolución bancaria único.

Desde la recomendación inicial del 2009, las autoridades europeas han avanzado progresivamente en la materialización de la Unión Bancaria. En julio del 2010, la Comisión propuso cambios sustanciales al esquema de garantía de depósitos, para simplificar, agilizar y homogeneizar estos seguros^{8/}; en julio del 2013 entró en vigor la Directiva sobre requerimientos de capital bancario (CRDIV, por su sigla en inglés), la que implementará Basilea III^{9/}; y en octubre del 2013, se adoptó el esquema de supervisor único, el que debiera estar totalmente operativo en noviembre del 2014. Finalmente, en los primeros meses del 2014 se han logrado avances sustanciales respecto de la resolución de entidades bancarias con problemas de solvencia. Así, en marzo el Parlamento y el Consejo europeos llegaron a un acuerdo político que permitió apoyar la propuesta de la Comisión Europea para un Mecanismo Único de Resolución, mientras que en abril, el Parlamento adoptó las directivas de resolución bancaria y de seguro de depósitos. Estos eventos marcan un hito relevante en el proceso de reformas

^{7/} http://ec.europa.eu/internal_market/bank/guarantee/index_en.htm

^{8/} Para más detalles sobre esta Directiva ver http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-690_en.htm

^{9/} http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-244_en.htm

asociadas a la Unión Bancaria, por cuanto constituyen la consolidación los lineamientos fundamentales del nuevo esquema.

Con la Directiva sobre Garantía de Depósitos (DGS, por su sigla en inglés) propuesta por la Comisión el 2010, y recientemente adoptada por el Parlamento, las autoridades han avanzado hacia un esquema de seguro de depósitos más homogéneo a través de la UE y han acordado mantener la garantía estatal a los depósitos con una cobertura de 100 mil euros. Además, el acuerdo contempla agilizar el proceso de acceso a los fondos, a través de un calendario para reducir gradualmente el tiempo de reembolso desde los actuales veinte días hábiles a solo siete.

Los nuevos requerimientos prudenciales para la banca europea, establecidos a través de CRDIV implementarán Basilea III en Europa e incorporan elementos que van más allá del esquema de solvencia y liquidez. Entre otros, se añaden requisitos para fortalecer el gobierno corporativo de los bancos, en especial en cuanto al monitoreo de riesgos por parte del directorio; se introducen nuevos requerimientos de información de manera de mejorar la transparencia de la industria bancaria; y además se introducen requisitos para que las entidades bancarias reduzcan el uso de ratings de agencias clasificadoras de riesgo.

En el marco del nuevo esquema de supervisor único para la Eurozona (SSM, por sus siglas en inglés), el Banco Central Europeo (BCE) tendrá a su cargo la supervisión directa de las entidades bancarias consideradas "significativas", aquellas con activos mayores a 30 mil millones de euros o que representen al menos 20% del PIB de su país de origen. Los bancos que han recibido apoyo fiscal o de planes europeos también quedarán bajo la supervisión directa del BCE. Lo anterior equivale a cerca de 130 entidades bancarias, que representan el 85% de los activos bancarios europeos. El 16 de abril pasado, el BCE publicó la normativa que establece el marco general de cooperación con las autoridades de supervisión bancaria nacionales. En este contexto, las autoridades nacionales apoyarán al BCE en su nuevo rol de supervisión y además deberán realizar el monitoreo y la supervisión directa del resto de los bancos.

La Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (BRRD, por sus siglas en inglés), aún en discusión, constituirá un set de reglas único para la recuperación y resolución de entidades bancarias en la UE, y se espera que contemple herramientas de prevención, intervención y resolución. Consecuentemente, la BRRD exigirá que los bancos diseñen planes de recuperación con las medidas necesarias para superar eventos de estrés; y requerirá que las autoridades desarrollen planes de resolución para bancos en situaciones críticas, tanto a nivel de grupo como de entidades individuales. Esto, para preservar las funciones y servicios más cruciales para el buen funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. Por su parte, las principales herramientas de resolución consideradas corresponden a la liquidación de líneas de negocio, incorporación de entidades puente, mecanismos de separación de activos y un esquema de "*bail-in*",



para asegurar que los primeros agentes que enfrentarán las pérdidas sean los accionistas y acreedores del banco en cuestión, reduciendo así la posibilidad de recurrir a fondos fiscales y manteniendo la protección a los depositantes.

El Mecanismo Único de Resolución (SRM, por su sigla en inglés) será la herramienta de implementación de la BRRD. El SRM centralizará la toma de decisiones sobre la resolución de un banco, con la participación del BCE y las autoridades nacionales. La Comisión y el Consejo europeos asumirán un rol de control en el proceso. El SRM prevé la creación de un fondo único de resolución con aportes de las entidades bancarias, que en 8 años alcanzaría a 55 mil millones de euros.

La tabla V.3 muestra los principales documentos publicados sobre temas regulatorios a nivel internacional, con énfasis en temas de administración de riesgo y gobierno corporativo.

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

Documento	Título	Organismo	Solvencia / Liquidez	Infraestructura / Transparencia	SIFIs	Adm. Riesgo / Governance	Supervisión
1/	FSB member jurisdictions' action plans to reduce reliance on CRA ratings	FSB				*	
2/	Thematic Review of the FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings (final report)	FSB				*	
3/	Seventh Progress Report on OTC derivatives reform implementation	FSB		*			
4/	Consultative Document: Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions	FSB			*		
5/	Guidance on Supervisory Interaction with Financial Institutions on Risk Culture (A Framework for Assessing Risk Culture)	FSB				*	
6/	Supervisory Intensity and Effectiveness (Progress Report on Enhanced Supervision)	FSB	*			*	*
7/	Basel III leverage ratio framework and disclosure requirements	BIS	*	*			
8/	Liquidity coverage ratio disclosure standards	BIS	*	*			
11/	Capital requirements for bank exposures to central counterparties - final standard	BIS	*				
12/	Supervisory framework for measuring and controlling large exposures - final standard	BIS				*	*
13/	Guidance for Supervisors on Market-Based Indicators of Liquidity	BIS	*				*
14/	Revised good practice principles for supervisory colleges - consultative document	BIS					*
15/	A sound capital planning process: fundamental elements	BIS	*			*	
16/	External audits of banks - final document	BIS		*		*	*

Fuente: Sitios Web de cada institución.

RECUADRO V.I GRADO DE AVANCE EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LA NORMATIVA DE LIQUIDEZ DE BASILEA III

En respuesta a la crisis financiera internacional del 2008, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) revisó su documento de "Principios para la Sana Supervisión y Administración del Riesgo de Liquidez" (BCBS, 2000 y 2008) y propuso, por primera vez, estándares cuantitativos que complementan estos principios (BCBS, 2010).

En primer lugar, se introdujo la *razón de cobertura de liquidez* (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR), que busca que la entidad cuente con activos líquidos de alta calidad (ALAC) suficientes para asegurar su sobrevivencia en un escenario de estrés de 30 días. Además, se introdujo la *razón de financiamiento estable neto* (*Net Stable Funding Ratio*, NSFR), que busca complementar al LCR, asegurando un perfil de vencimientos sustentable para activos y pasivos en el plazo de un año. Estos indicadores entrarán en vigencia a partir del 2015 y 2018, respectivamente, con periodos de introducción progresiva, según el calendario propuesto por el BCBS, en el que se espera que las entidades alcancen un grado de cumplimiento de 100%.

La primera definición formal de estos indicadores se introdujo en el 2010 (BCBS, 2010) y, desde entonces, se ha estado monitoreando su cumplimiento para los bancos de países del G-20.

Revisiones

Los indicadores de liquidez propuestos por Basilea III no han estado exentos de críticas. En particular, se ha producido un debate en torno a la definición de los ALAC y el impacto que podría tener sobre la demanda por títulos soberanos y por liquidez de los bancos centrales, así como en la implementación de la política monetaria. Asimismo, ha habido cuestionamientos sobre la calibración de los ponderadores estandarizados para los distintos flujos, y su congruencia entre ambos indicadores; sobre el impacto en el costo de financiamiento de los bancos y el crédito; y sobre la interacción de la normativa de liquidez con otras regulaciones, como la de solvencia.

Parte de esta discusión ha sido abordada en las sucesivas revisiones del BCBS. En efecto, los estándares para el LCR fueron revisados en enero del 2013 (BCBS, 2013), agregando una

nueva categoría de ALAC —los de nivel 2B¹—; y modificando las tasas de descuento de los distintos flujos considerados. Si bien su entrada en régimen se mantuvo para el 1 de enero de 2015, el mínimo normativo se redujo a 60%, aumentando 10 puntos porcentuales cada año hasta alcanzar el 100% el 1 de enero de 2019.

Adicionalmente, esta revisión consideró la inclusión de tres mecanismos alternativos para jurisdicciones con oferta insuficiente de ALAC²:

- i) Facilidades de liquidez contractualmente comprometidas por el banco central y con un costo tal que no desincentive la tenencia directa de ALAC.
- ii) Contabilizar ALAC en moneda extranjera para cubrir el riesgo de liquidez en moneda local, con *haircuts* por moneda.
- iii) El uso de una mayor proporción de activos de nivel 2A, con una tasa de descuento más alta para la fracción por sobre el límite del 40%.

Lo anterior, en respuesta a inquietudes de países como Australia, Hong Kong y Singapur, cuyos ejercicios de impacto cuantitativo identificaron una oferta limitada de títulos soberanos para cumplir con los requerimientos de ALAC de nivel 1, así como de deuda corporativa (no bancaria) que calificara en el nivel 2.

Por su parte, los estándares para el NSFR fueron revisados y puestos en consulta en enero del 2014 (BCBS, 2014a). Esta revisión reconoce una mayor contribución de las fuentes estables de financiamiento minorista de corto plazo en el numerador, diferencia las necesidades de liquidez según la calidad de la cartera de colocaciones en el denominador, y mejora la coherencia con los ponderadores revisados del LCR. El BCBS fijó para el 1 de enero de 2018 su entrada en vigencia, aunque

¹/ Basilea III clasifica a los ALAC en dos niveles. Los de nivel 1 pueden ser contabilizados sin límite dentro del stock y, en principio, no tienen *haircuts*. Los de nivel 2 (A y B) requieren *haircuts* y tienen un límite máximo de 40% para ser incluidos en el stock de ALAC. Los activos de nivel 2B tienen menor calidad relativa, por lo que requieren mayores *haircuts* y tienen un límite de participación máximo de 15%.

²/ La insuficiencia se mide respecto del nivel de cumplimiento de 100%. El texto fija también principios para la supervisión y monitoreo del uso de estos mecanismos alternativos.



todavía no es claro cuál será el nivel introductorio requerido ni el período de implementación gradual.

Experiencia internacional

La Unión Europea debiera emitir una normativa final en torno al cumplimiento del LCR hacia mediados del 2014 (BCBS, 2014b). Hasta ahora, la Directiva de Requerimientos de Capital IV (CRD IV) incorpora la obligación de cumplir con el LCR a un nivel de 60% a partir del 1 de enero de 2015, con incrementos anuales que lleven este indicador a 100% en el 2018, un año antes de lo sugerido por Basilea III. La normativa aplicará a todos los bancos e instituciones financieras no bancarias consideradas de importancia sistémica.

En octubre del 2013, la Reserva Federal de EE.UU. publicó para consulta una propuesta de LCR para conglomerados bancarios de gran tamaño, con exigencias diferenciadas dependiendo del tamaño. La normativa final se publicaría durante el 2014 y el indicador entraría en vigencia a un nivel de 80% en enero del 2015, con un periodo de implementación progresiva de solo dos años^{3/}.

En las economías emergentes también se observan avances, entre los que se pueden destacar los siguientes:

- En China, la Comisión Reguladora de la Banca publicó en febrero del 2014 una normativa sobre la administración del riesgo de liquidez en la banca comercial, incluyendo el LCR con el mismo periodo de implementación progresiva que fijó el BCBS. Esta normativa entró en vigencia en marzo de este año (BCBS, 2014b).
- En Sudáfrica, a principios del 2013 se introdujo una regulación que incorpora el monitoreo del LCR, con miras a su adopción final dentro de la agenda fijada por el BCBS (BCBS, 2014b).
- En Latinoamérica, Colombia emitió en el 2011 normativa en torno a la gestión del riesgo de liquidez, que ajusta su Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) a los estándares del LCR, la que entró en vigencia en el 2012^{4/}. Esta regulación aplica no solo a bancos sino que, en general, a establecimientos de crédito, organismos cooperativos de grado superior y corredoras de bolsa.
- En Perú, a fines del 2012 se emitió un "Reglamento para la Gestión del Riesgo de Liquidez" que introduce un requerimiento

de liquidez similar al LCR^{5/}, con un límite inicial de 80% a partir de enero del 2014, que llegaría a 100% en enero del 2016, aunque solo para entidades con financiamiento relevante en el mercado minorista o que puedan representar riesgo sistémico^{6/}.

- Brasil cuenta desde el 2012 con un marco regulatorio para la gestión del riesgo de liquidez alineado con los principios del BIS^{7/}, y se espera que durante el segundo trimestre del 2014 publique el borrador de la regulación que introduce el LCR (BCBS, 2014b).

Avances en Chile

En Chile, la normativa publicada para consulta por el Banco Central a principios de mayo de este año, pretende alinear la regulación local con los estándares cualitativos y cuantitativos internacionales (Capítulo V). La entrada en vigencia de esta regulación marcará el inicio del periodo de observación de los indicadores de liquidez de Basilea III en la banca chilena, lo que permitirá evaluar y resolver consecuencias indeseadas, y realizar los ajustes necesarios antes de incorporar límites normativos. Cabe notar que estimaciones preliminares del FMI, el Banco Central y la SBIF muestran que la banca está bien posicionada para cumplir con estos indicadores a nivel de sistema, aunque con diferencias a nivel de instituciones (FMI, 2013b; Banco Central de Chile, 2010).

El LCR propuesto en el borrador para consulta corresponde a una versión estricta de Basilea III, ajustada a la realidad del mercado local, que asegure su credibilidad y comparabilidad a nivel internacional. La evaluación que se haga durante el periodo de observación sobre las brechas existentes entre la oferta y demanda de ALAC —que se traduzcan en dificultades para alcanzar un nivel de cumplimiento de 100%—, permitirá revisar los criterios propuestos, evaluar la necesidad o conveniencia de establecer mecanismos de liquidez alternativos, y definir un periodo apropiado de introducción progresiva, con niveles y plazos eventualmente distintos de los establecidos por el CSBB. Lo anterior, sin abandonar el marco general que definen los estándares internacionales y con el mínimo impacto posible sobre la estabilidad del sistema.

^{3/} Para mayor detalle, ver http://www.federalreserve.gov/news_events/press/bcreg/20131024a.htm.

^{4/} IRL= activos líquidos ajustados por liquidez de mercado y riesgo cambiario/ requerimientos netos de liquidez. Véase Capítulo VI de la "Circular Básica Contable y Financiera" de la Superintendencia Financiera de Colombia.

^{5/} RCL= [ALAC + min {ingresos, 75% egresos}]/egresos. Se mide independientemente en moneda nacional y extranjera. Véase Resolución S.B.S. N° 9075 – 2012.

^{6/} Esto es, aquellas con una participación por activos superior al 1% de los activos totales del sistema financiero.

^{7/} Resolución 4090 del 24 de mayo de 2012, Banco Central de Brasil.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alfaro, R. y A. Sagner. 2011. Stress Tests for Banking Sector: A Technical Note. Documento de Trabajo 610. Banco Central de Chile.
- Arregui, N. 2014. Chilean Bank's Loan to Deposit ratio. FMI. Nota de investigación a ser publicada.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2010. Revisión de los Estándares Internacionales de Capital y Liquidez de la Banca y su Aplicación al Caso Chileno. Recuadro V.1, Informe de Estabilidad Financiera, Segundo Semestre 2010.
- Banco Central de Chile. 2014a. Informe de Política Monetaria. Marzo.
- Banco Central de Chile. 2014b. Índice de Precios de Vivienda en Chile: Metodología y Resultados. Estudios Económicos Estadísticos por publicar.
- BCBS. 2000. Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organizations. Febrero.
- BCBS. 2008. Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision. Septiembre.
- BCBS. 2010. Basilea III: Marco Internacional para la Medición, Normalización y Seguimiento del Riesgo de Liquidez. Diciembre.
- BCBS. 2013. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools. Consultative Document. Enero.
- BCBS. 2014a. Basel III: The Net Stable Funding Ratio. Consultative Document. Enero.
- BCBS. 2014b. Progress Report on Implementation of the Basel Regulatory Framework. Abril.
- BID. 2014. La Recuperación Global y la Normalización Monetaria. ¿Cómo Evitar una Crónica Anunciada? 2014 Latin American and Caribbean Macroeconomic Report. Coordinado por Andrew Powell. Marzo.
- Borio, C., C. Furfine y Ph. Lowe. 2001. Pro-cyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options. En Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability. BIS Paper N°1. Marzo.
- CBRE Chile. 2013. Market View Oficinas Santiago. Cuarto trimestre 2013.
- Contreras, G., A. Pistelli y M. Siravegna. 2012. Determinantes e Impacto de Episodios de Reversión Abrupta de Flujos de Capitales: ¿Es Distinto un Sudden Stop de un Sudden Flight? Documento de trabajo N° 665. Banco Central de Chile.
- Eurostat. 2013. Handbook on Residential Property Prices Indices (RPPIs). Eurostat Methodologies & Working Papers.
- FMI. 2011. People's Republic of China. Spillover Report for the 2011 Article IV. Julio.
- FMI. 2013a. World Economic Outlook. Octubre.
- FMI. 2013b. Chile: 2013 Article IV Consultation.
- FMI. 2014a. Global Financial Stability Report. Abril.
- FMI. 2014b. Global Prospects and Policy Challenges. Group of Twenty. Febrero.
- FMI. 2014c. World Economic Outlook. Abril.
- González, M. y E. Levy. 2006. Global Factors and Emerging Market Spreads. Documento de trabajo N° 552. Banco Interamericano de Desarrollo. Mayo.
- GPS. 2013. Informe del Mercado de Oficinas. Cuarto trimestre 2013.
- Hartelius, K., K. Kashiwase y L. Kodres. 2008. Emerging Market Spread Compression: Is it Real or is it Liquidity? Documento de trabajo N° 08/10. Fondo Monetario Internacional.

- 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.
- Longstaff, F., J. Pan, L. Pedersen y K. Singleton. 2011. How Sovereign is Sovereign Credit Risk? American Economic Journal: Macroeconomics 3. Abril.
- Reinhart, C. y K.S. Rogoff. 2014. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. Annals of Economics and Finance, Society for AEF, vol. 15(2). Noviembre.
- Ramírez, V. y F. Vásquez. 2014. Resultados del Sector Corporativo No Financiero: Una Comparación Internacional. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Vio, C. 2012. Residential Property Price Index: Preliminary Results for Chile. IFC Bulletin No 36.
- Yellen, J. 2013. Comunication in Monetary Policy. Discurso en Conferencia del 50° Aniversario de la Sociedad Americana de Editores y Escritores de Negocios. Abril.

GLOSARIO

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

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

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

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

Bonos 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 reconoce haber recibido un depósito por determinado plazo a determinada tasa de interés. En esencia es un tipo de depósito a plazo fijo negociable (documentado por el certificado).

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



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

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

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

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

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

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.

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

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

ICI: Índice de Cuota Impaga. Medida de riesgo de crédito calculada como la razón entre cuotas con un atraso superior a 90 días sobre el total de deuda. Para el caso de los créditos comerciales de empresas se consideran las cuotas con atrasos hasta 3 años. Para los créditos comerciales a personas se consideran atrasos de hasta 1 año.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RCI: Razón de carga financiera a ingreso disponible. Mide el desembolso que deben realizar los hogares para 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 de los hogares con distintas entidades financieras y no financieras como porcentaje de su ingreso disponible.

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

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

Riesgo de crédito: Es la posibilidad 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 de una entidad financiera, por los movimientos adversos en los precios de mercado.

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

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

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

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



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

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

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

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

Tasa máxima convencional: Es el límite superior que puede alcanzar la tasa de interés y corresponde 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.

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

ABREVIACIONES

- Achef:** Asociación Chilena de Empresas de Factoring.
- 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.
- ECB:** Encuesta de Crédito Bancario.
- EMBI:** Emerging Market Bond Index.
- FFR:** Federal Fund Rate (Tasa de política de la Reserva Federal de Estados Unidos)
- FSI:** Financial Soundness Indicators.
- 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.
- LGB:** Ley General de Bancos.
- MSCI:** Morgan Stanley Capital International.
- PIIN:** Posición de Inversión International Neta.
- SBIF:** Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
- SII:** Servicio de Impuestos Internos.
- SP:** Superintendencia de Pensiones
- SuSeSo:** Superintendencia de Seguridad Social.
- SVS:** Superintendencia de Valores y Seguros.
- VIX:** Volatility Index.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

JUNIO 2014

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Primer Semestre 2014