

INFORME

DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2016



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2016



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS	11
II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES	17
III. USUARIOS DE CRÉDITO	21
IV. SISTEMA BANCARIO	31
V. REGULACIÓN FINANCIERA	37
VI. SISTEMAS DE PAGOS	45
RECUADROS	
TASAS DE INTERÉS EXTERNAS DE LARGO PLAZO: DETERMINANTES Y RIESGOS	15
DESCALCE CAMBIARIO DE FIRMAS EN MONEDAS DISTINTAS AL DÓLAR	28
EJERCICIOS DE TENSIÓN AL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO	29
EVALUACIÓN INTERNACIONAL DE LAS INFRAESTRUCTURAS DEL MERCADO FINANCIERO EN CHILE	49
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	51
GLOSARIO	53
ABREVIACIONES	58

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 Central de Chile en el cumplimiento de dicha función.

El Consejo

RESUMEN

Las tasas de interés externas de largo plazo han revertido su prolongada tendencia a la baja. Estos movimientos se observaron tras conocerse el sorpresivo resultado de las elecciones presidenciales en EE.UU. y afianzarse la visión de que la Reserva Federal (Fed) retomaría el proceso de normalización de tasas en su reciente reunión de diciembre. Así, desde las elecciones hasta el cierre de este IEF, la tasa de interés de los bonos a 10 años del tesoro estadounidense aumentó en torno a 50pb como consecuencia, principalmente, de un aumento en los premios por plazo, alcanzando niveles similares al cierre del 2015. A raíz de estos eventos, se han observado cambios en el apetito por riesgo de los inversionistas, saltos en indicadores de volatilidad y ajustes de portafolios. Por su parte, los premios por riesgo soberano de economías emergentes han experimentado aumentos acotados, pero los flujos de capitales a dichas economías han sufrido importantes caídas. Adicionalmente, el reciente reinicio del proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. ha resultado en nuevos aumentos en las tasas largas.

Eventos geopolíticos han generado episodios de volatilidad financiera, gatillando acciones de política monetaria. Posterior al referendo del Reino Unido en junio, el Banco de Inglaterra amplió su programa cuantitativo y declaró su intención de flexibilizarlo para acomodar apropiadamente la transición de su salida de la Unión Europea. Por su parte, el Banco de Japón reaccionó al alza de las tasas de interés de largo plazo tras las elecciones de EE.UU., anunciando un programa de compra de bonos con el objetivo de controlar la curva de rendimiento. Hacia adelante, los detalles de las propuestas económicas que implemente el nuevo gobierno en EE.UU. podrían conllevar episodios de mayor volatilidad con impactos en precios de activos financieros relevantes para economías emergentes.

Al igual que en el IEF anterior, los riesgos financieros en China se mantienen elevados. El crédito privado continúa creciendo, superando los 250% del PIB, a la vez que se incrementa la exposición de la banca al sector inmobiliario, donde los precios de vivienda mantienen tasas de crecimiento anuales de dos dígitos en las ciudades de mayor demanda. Por su parte, la calidad de la cartera bancaria continúa deteriorándose, en línea con el menor desempeño que ha mostrado el sector corporativo. Esta situación podría agravarse en la medida que las políticas comerciales internacionales adquieran un mayor sesgo protecciónista, dada la aún alta dependencia de la actividad económica China a sus exportaciones.



Las alzas de tasas de interés externas se han traspasado a las tasas locales. Esto ha afectado el valor de los portafolios de mediano plazo de fondos mutuos y de pensiones, especialmente de aquellos concentrados en renta fija, tales como el fondo E. En particular, en el caso de fondos mutuos, se observaron retiros relevantes en fondos de mediano y largo plazo (FM3) que revirtieron parte de los incrementos reportados en IEF previos. Si bien hasta ahora no se han registrado alzas significativas en las tasas del mercado monetario, la mayor dependencia de bancos medianos al financiamiento provisto por estos fondos es un riesgo a monitorear.

La situación financiera de las empresas locales no presenta mayores cambios respecto de IEF previos. La deuda de las firmas se reduce levemente, alcanzando un 119% del PIB al tercer trimestre. Parte importante de la variación se debe a la apreciación del peso con respecto al dólar experimentada en ese período. El conjunto de empresas que reportan a la SVS mantiene una rentabilidad baja y un nivel de endeudamiento alto en relación a patrones históricos. Por otra parte, diversos indicadores dan cuenta de que el riesgo cambiario continúa acotado. Finalmente, la morosidad de la deuda bancaria de las firmas permanece estable en niveles relativamente bajos, aunque el aumento de la cartera comercial subestándar da cuenta de una leve disminución en la capacidad de los deudores de mantener sus pagos al día. Esta situación podría deteriorarse ante un escenario económico más adverso, derivado de menor actividad económica o de mayores gastos financieros. Estos últimos podrían observarse si los aumentos del costo de financiamiento externo se traspasaran a las tasas de colocación locales, afectando así a las firmas que tengan que refinanciar sus pasivos.

Los indicadores de riesgo de los hogares se mantienen relativamente estables, en línea con la mayor resiliencia observada en el mercado laboral. El endeudamiento agregado de los hogares continúa incrementándose debido a la mayor contribución de los créditos hipotecarios. Las menores tasas de interés registradas hasta septiembre contribuyeron a mantener una carga financiera agregada relativamente estable alrededor de 15%. Por otra parte, la morosidad tanto de créditos de consumo como hipotecarios se mantuvo en niveles acotados y sin cambios relevantes desde el semestre anterior. Las excepciones son los créditos de consumo otorgados por las Cajas de Compensación y Asignación Familiar y los créditos hipotecarios bancarios de las regiones del norte, en las cuales se observa una disminución de la calidad crediticia. Así, un deterioro del mercado laboral podría dificultar la capacidad de pago de los hogares.

Los precios de vivienda y el crédito hipotecario moderan sus tasas de crecimiento. Diversos indicadores de precios de vivienda mostraron tasas de crecimiento menores a las de trimestres anteriores, las que se encuentran en línea con la dinámica de sus factores. Aunque datos de firmas inmobiliarias que reportan a la SVS no indican un aumento de la tasa de desistimiento al tercer trimestre del 2016, cabe señalar que este riesgo persiste dado que gran parte de los proyectos promesados durante el año pasado debieran ser entregados durante el último trimestre del 2016 y el 2017. Si bien en este ciclo económico la tasa de desempleo se ha mantenido baja, se ha observado durante el presente año un aumento en el pie exigido por los bancos para acceder a un crédito hipotecario,

lo cual podría incrementar la tasa de desistimientos de aquellos hogares que no hayan acumulado los ahorros necesarios para cumplir con tal pie.

La rentabilidad del sistema bancario disminuye en tanto que la capitalización se recupera en lo más reciente. La disminución en rentabilidad se debe a una menor contribución del margen de intereses. Esto último puede explicarse por el cambio de composición de la cartera de crédito hacia productos de menor retorno relativo —desde consumo hacia hipotecario— así como también por la migración hacia clientes de menor riesgo, a quienes se les ofrecen menores tasas de interés. Por su parte, las capitalizaciones realizadas durante el primer semestre de este año elevaron los indicadores de adecuación de capital (IAC) del sistema bancario, fortaleciendo su posición para enfrentar escenarios económicos adversos. En efecto, las pruebas de tensión señalan que la banca tiene niveles de capital suficientes para enfrentar un escenario de estrés severo.

Las brechas de capital se mantienen en relación tanto a países comparables como a los niveles sugeridos por Basilea III. Si bien se han realizado varios aumentos de capital en lo más reciente, no se han observado cambios en las políticas de retención de dividendos por parte de los bancos que permitan incrementar endógenamente la base de capital. En un contexto internacional, el nivel de IAC del sistema bancario se mantiene por debajo del percentil 25 tanto entre países OCDE como de la región. Dado esto, es importante dar curso a iniciativas legislativas que contribuyan a fortalecer la capitalización de la banca, en línea con los esfuerzos que han realizado otros países para converger a los requerimientos de Basilea.

En síntesis, si bien no hay cambios fundamentales en el panorama de riesgos, la fortaleza financiera de los agentes locales ha disminuido gradualmente durante los últimos años debido al menor dinamismo de la actividad económica. El endeudamiento de empresas y hogares ha aumentado moderada pero persistentemente, la rentabilidad de las firmas no financieras ha caído en línea con la acotada expansión del producto —reduciendo su capacidad de enfrentar escenarios de mayores gastos financieros— y la rentabilidad y capitalización de la banca se han reducido. Aunque las menores tasas de interés han contribuido a que estos desarrollos no se hayan materializado en tensiones financieras, la capacidad de los agentes de enfrentar un escenario externo adverso es menor que hace algunos años, especialmente si este resulta en una disminución adicional del crecimiento de la actividad. En este contexto, es especialmente importante que algunas tendencias observadas en los últimos trimestres, como el menor crecimiento de la deuda de las firmas y la mayor capitalización de la banca, se consoliden.

I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

La economía global enfrenta mayor incertidumbre política, macroeconómica y financiera, lo cual ha exacerbado algunos de los riesgos levantados en el IEF anterior. Las tasas de interés de largo plazo han revertido su prolongada tendencia a la baja. Eventos geopolíticos han generado episodios de volatilidad, gatillando acciones de política monetaria.

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

Tras las elecciones presidenciales en EE.UU., los mercados financieros internacionales mostraron movimientos importantes, incrementando los índices de volatilidad.

Los resultados de las elecciones presidenciales en EE.UU. sorprendieron a los mercados, generando fuertes variaciones en precios de materias primas, monedas e índices bursátiles. Si bien varios de estos movimientos se corrigieron rápidamente, algunos precios no retornaron a niveles previos. Por su parte, los índices de volatilidad implícita se incrementaron tras este evento, situación coherente con la mayor sensibilidad que han mostrado a episodios de incertidumbre política, como por ejemplo tras el referendo del Reino Unido (gráfico I.1). En particular, no se ha observado una reversión en el indicador de volatilidad implícita de bonos a 10 años (TYVIX), lo que se encuentra en línea con el ajuste importante que experimentó la tasa de interés a dicha madurez.

Las tasas de interés de largo plazo de economías desarrolladas revirtieron su tendencia a la baja.

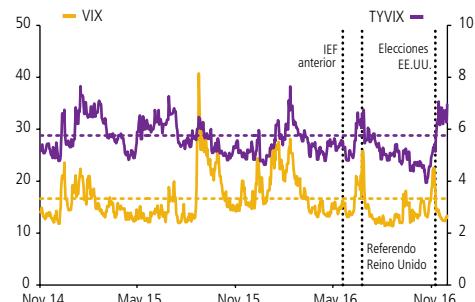
Al cierre del IEF anterior, las tasas de interés de bonos soberanos a 10 años de las principales economías desarrolladas, seguían mostrando la tendencia a la baja observada en los últimos años, la cual se revirtió a partir de julio para EE.UU. y desde septiembre para otras economías (gráfico I.2). En particular, el aumento observado en noviembre se debería principalmente a una descompresión del premio por plazo. Adicionalmente, las expectativas de mayor inflación en EE.UU. y el Reino Unido sugieren que estas reversiones no serían transitorias.

Los eventos geopolíticos ocurridos en los últimos meses han llevado a acciones de política monetaria en economías desarrolladas.

La discrepancia entre lo comunicado por la Reserva Federal (Fed) y lo que esperaba el mercado respecto de la trayectoria de su tasa de referencia (Federal Funds Rate, FFR) empezó a reducirse durante el semestre, intensificándose luego del resultado electoral en EE.UU. Así, el foco de atención volvió a ser el ritmo con el que la Fed

GRÁFICO I.1

Volatilidad de mercados financieros (*)
(porcentaje)

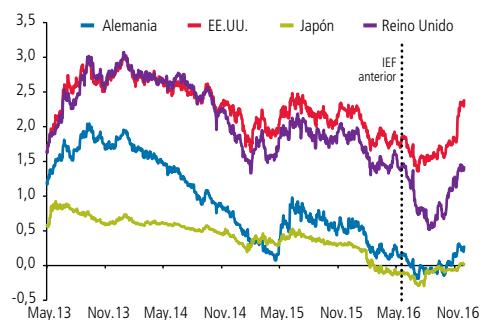


(*) Las líneas horizontales corresponden a los promedios de las series respectivas durante el 2015.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2

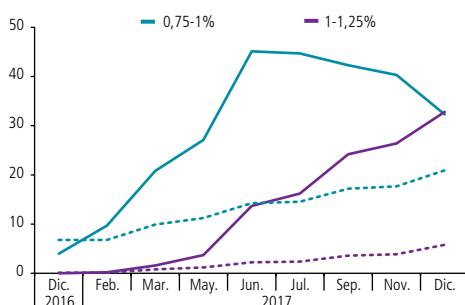
Tasas de interés de bonos soberanos a 10 años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.3**

Probabilidad implícita de alza de la FFR (*)
(porcentaje)

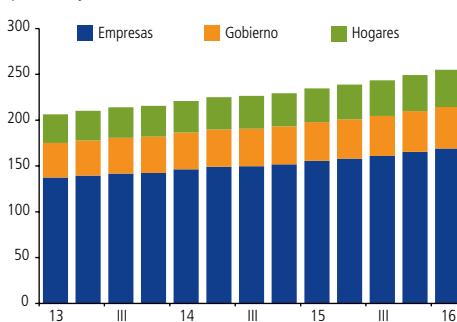


(*) La probabilidad que la FFR se ubique en los rangos indicados en la leyenda, es calculada en base a precios de futuros al 28 de julio (línea punteada) y 30 de noviembre (línea continua) de 2016.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.4

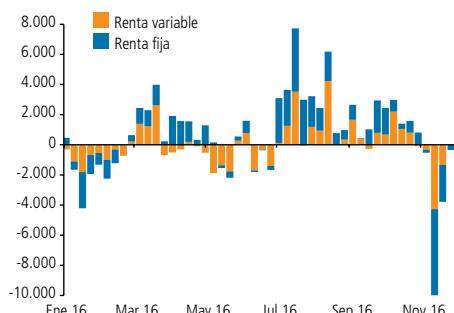
Crédito al sector no financiero en China
(porcentaje del PIB)



Fuente: Bank for International Settlements.

GRÁFICO I.5

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



(*) Flujos de inversión extranjera en acciones y deuda en bonos hacia mercados emergentes. Cifras se obtienen a partir de una encuesta realizada a 1.600 fondos de inversión internacional.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

normalizaría su política monetaria. En efecto, respecto de fines de julio pasado, los precios de activos señalaban al cierre de este IEF que la probabilidad de que a junio del 2017, la FFR se ubique en el rango 0,75-1% aumentó desde 15 a 45%. De la misma forma, la probabilidad de que a fines del 2017 la FFR se ubique en 1-1,25% subió desde 5 a 33%, confirmando un escenario donde la velocidad de ajuste sería mayor (gráfico I.3).

Respecto de la política monetaria de otras jurisdicciones, el Reino Unido amplió su programa de estímulo cuantitativo tras el referendo, con el fin de acomodar apropiadamente la transición de su salida de la Unión Europea. Por su parte, luego del alza de tasas de interés que siguió a las elecciones de EE.UU., el Banco de Japón anunció la primera compra de deuda para apoyar su programa cuantitativo^{1/}. Finalmente, el Banco Central Europeo anunció que mantendrá el programa de compra de bonos soberanos reportado en el IEF anterior hasta marzo de 2017, para luego extenderlo hasta diciembre del mismo año, pero con un ritmo de compras menor (60.000 millones de euros mensuales).

Los riesgos financieros en China se mantienen, en tanto se observaron salidas importantes de flujos de capitales desde economías emergentes.

Los indicadores coyunturales de la economía china dan cuenta de una mejora en las perspectivas de crecimiento, el cual continúa siendo impulsado por el crédito, que equivale a más de 250% del PIB (gráfico I.4). El sector inmobiliario residencial es uno de los que presenta mayor dinamismo, en línea con el crecimiento de los precios de vivienda que, en algunas localidades, presenta tasas anuales sobre dos dígitos. Cabe destacar que las empresas de este sector se encuentran altamente apalancadas, lo cual configura un riesgo para la banca. Además, diversos indicadores dan cuenta del menor dinamismo del sector corporativo, entre ellos el aumento de la fracción de firmas que exhiben pérdidas contables (Natixis, 2016). Hacia adelante, este sector podría enfrentar nuevos desafíos, dependiendo de la evolución de las condiciones locales y de si se materializarán medidas proteccionistas por parte de economías avanzadas.

Durante casi todo el 2016, la mejora en indicadores macroeconómicos de varias economías emergentes contribuyó a que éstas fueran, a nivel agregado, receptoras netas de capitales extranjeros (gráfico I.5). Sin embargo, en el contexto más reciente, de mayor aversión al riesgo y de rebalanceo de portafolios globales hacia renta variable en economías avanzadas, se observaron salidas importantes de capitales desde economías emergentes, dejando en evidencia la sensibilidad de inversiones de no residentes a factores globales (Eichengreen y Gupta, 2016).

Un escenario de mayor aversión al riesgo podría complicar la situación de algunas economías emergentes.

Las favorables condiciones financieras externas observadas este año podrían revertirse en el mediano plazo ante una descompresión de primas por riesgo y continuas salidas de flujos de capitales. Estos elementos conllevarían una pérdida del valor de monedas de economías emergentes con respecto al dólar, afectando así los stocks de deuda en dicha moneda. Si bien este escenario

^{1/} El objetivo del programa cuantitativo del Banco de Japón es resguardar la curva de rendimiento de los riesgos asociados al sostenido bajo nivel de las tasas de interés de largo plazo. Específicamente, el reciente anuncio de compra de deuda local busca contener la parte larga de la curva en torno a cero.

adverso podría ser suavizado a través de medidas económicas, algunos países presentan vulnerabilidades —como elevados déficit de cuenta corriente o significativos desvíos en tasas de inflación—, debilitando su espacio de política.

PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La intensificación del alza de tasas largas de interés de largo plazo en economías desarrolladas podría tener impactos significativos en el resto del mundo.

Hacia adelante, existen varios escenarios para la evolución de las tasas de interés de largo plazo externas (Recuadro I.1). Por una parte, es posible que los factores estructurales que han contribuido a la tendencia decreciente de las tasas, se mantengan, generando presiones a la baja o limitando posibles alzas adicionales. Por otra parte, los factores coyunturales podrían continuar generando presiones al alza. Esto último, podría traspasarse a las tasas de interés en economías emergentes.

Estimaciones con datos históricos sugieren que el coeficiente de traspaso para Chile se ubicaría entre 50 y 60%, sin embargo en períodos de mayor volatilidad este coeficiente sería más alto^{2/}, por lo que el evento de noviembre refuerza la posibilidad de alzas en las tasas largas locales. Mayores tasas de interés reducen el valor del portafolio de deuda de mediano y largo plazo (FM3), lo cual gatillaría retiros de activos que, en caso de ser masivos, podrían afectar los precios en algunos mercados. Con todo, tras el alza registrada en noviembre, se observaron retiros relevantes desde FM3, aunque sus impactos en precios de activos fueron acotados (Capítulo II).

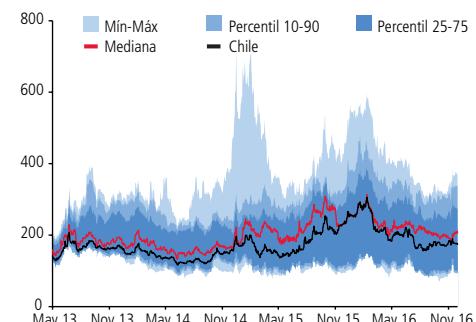
Por otra parte, el costo de financiamiento podría aumentar por el traspaso que se genere desde la tasa soberana a las tasas de créditos que otorga el sector bancario local. Así, es posible que el gasto financiero para aquellas firmas que se financian principalmente con la banca sea mayor. En tanto, para las empresas que han emitido deuda con vencimientos a más largo plazo, el impacto sería potencialmente menor (Recuadro III.2). Así, los hogares más afectados serían aquellos que utilizan intensivamente el crédito rotativo, y nuevos compradores de viviendas que requieran créditos hipotecarios (Capítulo III).

Eventos geopolíticos podrían gatillar nuevos incrementos en volatilidad financiera y reacomodos de portafolio.

Si bien el programa económico de la nueva administración de EE.UU. aún es desconocido, los mercados esperan que éste resulte en mayor crecimiento e inflación, pero con una profundización del déficit fiscal y un abultamiento de la deuda pública en el mediano plazo. Esto conllevaría un entorno macroeconómico con mayores tasas de interés. Del mismo modo, las propuestas tributarias realizadas previo a las elecciones permiten entender parte del impulso observado en los índices bursátiles en dicho país.

^{2/} Ver Capítulo II, IEF del primer semestre del 2015.

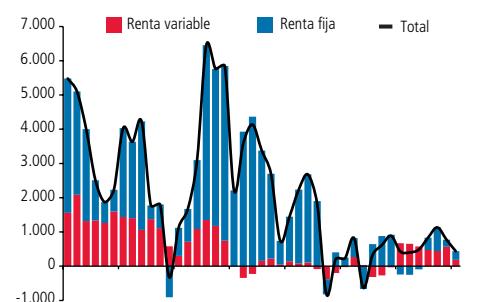
GRÁFICO I.6
EMBI de economías seleccionadas (*)
(puntos base)



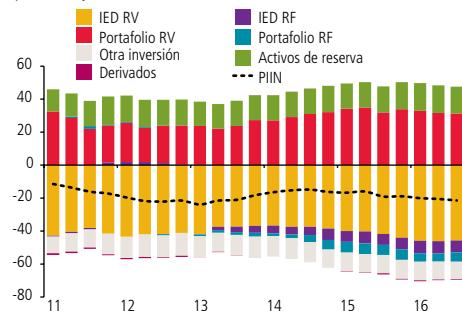
(*) Incluye Brasil, Chile, China, Colombia, Filipinas, India, Indonesia, Lituania, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

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

GRÁFICO I.7
Entradas brutas de capital de portafolio a Chile
(millones de dólares, suma móvil tres meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO I.8**Posición de inversión internacional neta (PIIN)
(porcentaje del PIB) (*)

(*) PIB a tipo de cambio real constante (índice base Sep.16 = 100)

Fuente: Banco Central de Chile.

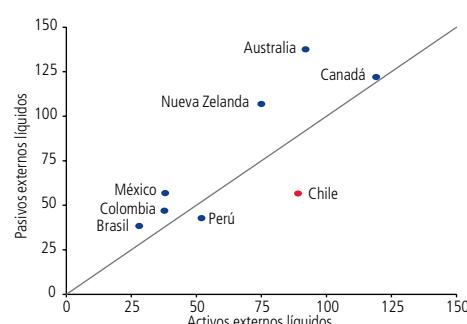
En la medida que se conozcan los detalles de las propuestas económicas de la nueva administración estadounidense, podrían observarse nuevos episodios de volatilidad y cambios en el apetito por riesgo, lo cual reincentivaría las salidas de capitales desde economías emergentes. Cabe destacar que la corrección del EMBI de Chile en torno a los eventos geopolíticos de junio y noviembre fue acotada. En efecto, esta medida de premio por riesgo soberano se mantuvo por debajo de la mediana de una muestra de economías emergentes, subiendo menos de 10pb desde las elecciones en EE.UU. (gráfico I.6). Sin embargo, no se puede descartar un alza del EMBI ante un evento idiosincrático en alguna economía emergente relevante^{3/}.

SITUACIÓN EXTERNA DE CHILE***Los flujos de capitales hacia Chile se mantuvieron en niveles bajos para patrones históricos.***

Desde abril del 2016 se observó un leve repunte en la entrada de capitales extranjeros a instrumentos de renta variable. Por otro lado, se observaron leves aumentos de capital hacia instrumentos de renta fija, los cuales se explican por emisiones de bonos en el exterior realizadas durante el tercer trimestre del 2016 (gráfico I.7).

La posición de inversión internacional neta se hace levemente más deudora, pero la liquidez externa se mantuvo estable (gráfico I.8).

Al tercer trimestre del 2016, la deuda externa total representa 65% del PIB, nivel que se ha mantenido durante el año. Igual situación se observa respecto del componente de corto plazo residual (DECPR), con lo cual la razón reservas internacionales a DECPR se ubica levemente por debajo de 90%. Sin embargo, si se adicionan a las reservas los fondos soberanos, la razón sobre DECPR se incrementa hasta 120%. En una comparación internacional de liquidez externa, Chile se encuentra en una posición relativamente favorable, dado que parte importante del stock de sus pasivos externos corresponde a inversión extranjera directa (IED), tipo de inversión que, en promedio, es menos sensible a eventos de volatilidad financiera (Koepke, 2015). En tanto, el stock de los activos externos de la cuenta financiera de Chile se componen en su mayoría por instrumentos de portafolio, que son de más fácil repatriación en caso de haber necesidades de liquidez (gráfico I.9).

GRÁFICO I.9Activos y pasivos externos líquidos (*)
(porcentaje del PIB)

(*) Corresponde a la diferencia del stock total de activos (pasivos) externos menos los activos (pasivos) IED. Datos al primer trimestre del 2016 a excepción de Australia, Nueva Zelanda y Perú, para los cuales el último dato disponible es del cuarto trimestre del 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile y FMI.

^{3/} Estimaciones propias indican que el EMBI para Chile es altamente sensible a cambios en el VIX y al EMBI de economías emergentes como Brasil, y en segundo orden, China (ver Recuadro I.1 del IEF del segundo semestre del 2015).

RECUADRO I.1

TASAS DE INTERÉS EXTERNAS DE LARGO PLAZO: DETERMINANTES Y RIESGOS

Durante las últimas tres décadas, las tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas presentaron una marcada tendencia a la baja, la cual se acentuó después de la crisis financiera global (CFG). En lo más reciente, se observó una reversión significativa en dichas tasas. Esto motiva la revisión de los factores detrás de su evolución, así como los riesgos asociados. En este recuadro, se resumen los determinantes coyunturales y estructurales que explican esta tendencia y se identifican posibles escenarios de riesgo.

Determinantes coyunturales

Uno de los principales determinantes coyunturales de las tasas de interés de largo plazo es la política monetaria. Desde la CFG, los grandes bloques económicos adoptaron políticas monetarias ultra expansivas en conjunto con medidas cuantitativas. Esto ha contribuido a reducir las tasas de interés para todos los plazos. En efecto, Kaminska y Zinna (2014) estiman que, entre el 2008 y 2012, el programa de compras de activos impulsado por la Fed redujo la tasa a 10 años de los bonos del tesoro de EE.UU. en torno a 140pb^{1/}.

La preferencia de los inversionistas por renta fija soberana es otro determinante coyuntural relevante. Esta puede aproximarse a través de los premios por plazo^{2/}. Distintas mediciones de estos sugieren que han disminuido en la mayoría de las economías avanzadas, alcanzando, en algunos casos valores negativos. Hördahl et al. (2016) documentan que, desde la CFG, este fenómeno también se ha observado para economías emergentes, donde el traspaso entre premios por plazo desde economías avanzadas es cercano al 80%.

Determinantes estructurales

Los determinantes estructurales se relacionan con la tasa de interés de equilibrio de largo plazo. Uno de estos determinantes es el cambio observado en niveles deseados de ahorro e inversión globales. Rachel y Smith (2015) estiman que la tasa de interés global real ha disminuido cerca de 450pb durante los últimos 30 años, y que cerca de dos tercios de esta tendencia pueden ser atribuidos a mayor ahorro^{3/}. En particular, destacan como relevantes los cambios

demográficos que ha experimentado la población mundial en ese período, específicamente el aumento en la proporción de personas en edad de trabajar y ahorrar.

Desde una perspectiva financiera, Caballero (2006, 2010) postula que la oferta de activos de bajo riesgo no ha podido satisfacer plenamente la demanda global para ser usados como reserva de valor y colateral, llevando un aumento en el precio de estos.

Riesgos para estabilidad financiera

Los determinantes coyunturales se asocian a cambios abruptos en tasas de interés de largo plazo. En efecto, utilizando estimaciones publicadas por la Fed de Nueva York, se observa que el 75% del alza en las tasas largas en EE.UU. de noviembre se explica por un aumento del premio por plazo. Este premio depende fuertemente de la volatilidad en distintos mercados financieros (Abrahams et al., 2015), y responde a cambios en la percepción del riesgo global, como ocurrido tras los eventos geopolíticos recientes. En particular, alzas abruptas en las tasas de interés en economías avanzadas originadas por estos factores son seguidas, generalmente, por salidas de capitales desde economías emergentes.

Por otra parte, los determinantes estructurales implicarían un período prolongado de tasas de interés en niveles bajos. Esta situación podría llevar una sobrevaloración de algunos activos y continuar incentivando la búsqueda de retorno por parte de inversionistas institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguro de vida (GFSR, 2016; Turner, 2011 y 2013). Además, menores tasas de interés de largo plazo afectarían la rentabilidad de los bancos en el corto plazo (Alessandri y Nelson, 2014; Borio et al., 2015).

A los riesgos identificados anteriormente, se adiciona la incertidumbre sobre los distintos aspectos de la política económica a ser ejecutada en EE.UU., que podría presionar la inflación al alza. Esto, en conjunto con una mayor velocidad de ajuste de la FFR impulsaría las tasas de interés externas aún más al alza, elevando el costo de financiamiento para economías emergentes.

^{1/} Las estimaciones de varios estudios fluctúan entre 15 y 25pb de caída de la tasa por cada US\$600 millones de compras (Williams, 2014; Tabla 1).

^{2/} El premio por plazo corresponde al retorno extra requerido por los inversionistas para mantener un bono de largo plazo en lugar de una serie de bonos de menor plazo.

^{3/} Los autores utilizan la tasa de interés global construida por King y Low (2014) a partir de bonos del G7 indexados a inflación.

II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

El mercado de capitales sigue caracterizado por un bajo costo de financiamiento a todos los plazos y una fuerte demanda de inversionistas institucionales por instrumentos de renta fija local. No obstante, el traspaso del aumento de las tasas de interés externas de largo plazo a tasas locales implica un riesgo para estos agentes.

PRECIOS DE ACTIVOS

Las condiciones de financiamiento en el mercado monetario en pesos se mantuvieron estables.

Las tasas de interés swap promedio cámara se han mantenido relativamente estables desde el IEF anterior (gráfico II.1). La leve tendencia a la baja observada en los últimos meses está en línea con las expectativas sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el corto plazo. En particular, la Encuesta de Expectativas Económicas de diciembre señala que la TPM se ubicaría en 3% al cierre del 2017.

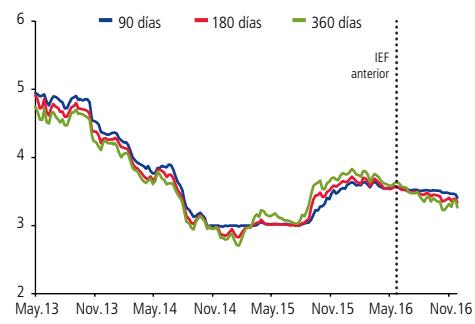
Por su parte, las tasas de depósitos transados en bolsa mostraron una leve alza a finales de noviembre (gráfico II.2). Este fenómeno también se verifica en las tasas prime y podría relacionarse con presiones estacionales de liquidez. En contraste, el costo de financiamiento en dólares de los bancos ha presentado un aumento en los últimos meses (anexo estadístico).

Las tasas locales de largo plazo revirtieron su tendencia a la baja, en línea con referentes externos.

El aumento observado en las tasas de interés locales de largo plazo durante noviembre fue de similar magnitud que el de las tasas largas en economías desarrolladas. Esta alta relación entre las tasas locales y externas, se ha observado en otros períodos de mayor turbulencia financiera y es elevada respecto de un coeficiente de traspaso estimado para los últimos años. Cabe destacar que, para una muestra amplia de países emergentes, el evento de noviembre tuvo una intensidad menor que la observada luego del Taper Talk en mayo del 2013 (gráfico II.3). Con todo, la tasa de interés de largo plazo doméstica se encuentra en línea con los movimientos de las tasas externas y otros determinantes (gráfico II.4).

GRÁFICO II.1

Tasas swap (*)
(porcentaje)

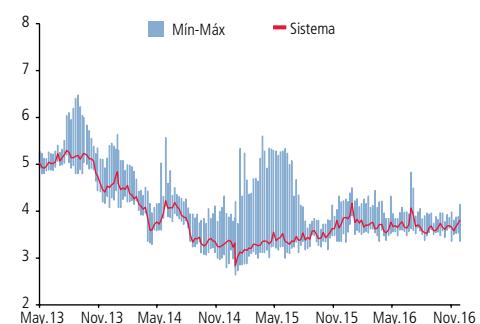


(*) Datos en frecuencia semanal.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2

Tasas de depósitos a 30 días (*)
(porcentaje)

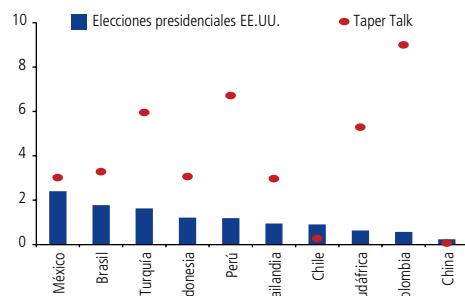


(*) Estadísticas semanales calculadas a partir de datos diarios de transacciones de depósitos en bolsa y fuera de bolsa, por emisor.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS y DCV.



GRÁFICO II.3
Razón entre tasas de bonos soberanos (*)
(veces)



(*) Razón entre el cambio de la tasa de interés soberana a 10 años de cada país y la tasa de interés soberana a 10 años de EE.UU., 10 días hábiles después del Taper Talk (22 de mayo de 2013) y de las elecciones presidenciales de EE.UU. (8 de noviembre de 2016).

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

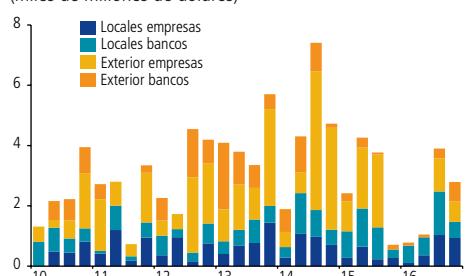
GRÁFICO II.4
Tasa de bonos soberanos de largo plazo locales (*)
(porcentaje)



(*) Líneas horizontales azul claro indican una desviación estándar. Líneas horizontales azul oscuro indican dos desviaciones estándar. Mayor detalle sobre estimación, ver set de gráficos.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS y DCV.

GRÁFICO II.5
Colocaciones de bonos de bancos y empresas
(miles de millones de dólares)



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

Las colocaciones de bonos locales mostraron un repunte en el segundo semestre del 2016.

Las colocaciones de bonos alcanzaron US\$8.500 millones a noviembre, impulsadas principalmente por emisiones de la banca en el mercado local (gráfico II.5 y Capítulo IV), lo que contrasta con el menor dinamismo observado en el IEF pasado. Por su parte, el costo de financiamiento para emisores privados aumentó cerca de 60pb desde el IEF anterior, explicado por aumentos tanto en la base como en el spread (gráfico II.6).

La bolsa local y el tipo de cambio nominal presentaron en el año movimientos similares a sus referentes externos.

Durante el 2016, el IPSA se movió en línea con los indicadores bursátiles de otras economías emergentes, acumulando un aumento de 14% al cierre de este IEF (gráfico II.7). Pese a los vaivenes observados tras las elecciones presidenciales en EE.UU., la volatilidad del retorno del IPSA sigue siendo acotada respecto de una muestra amplia de países (anexo estadístico). Por su parte, el peso muestra una apreciación de 5,4% respecto al dólar al cierre estadístico. Esta cifra es más pronunciada que para otros países comparables, debido al mejor desempeño que ha presentado el precio del cobre (tabla II.1). En los últimos meses, se ha observado un aumento de la volatilidad cambiaria, la cual se ubicó en torno a 11% al cierre de este IEF (anexo estadístico).

TABLA II.1
Índices de monedas respecto al dólar estadounidense (1)
(porcentaje)

	Chile	Exportadores de materias primas	Países de la región	Índice dólar
2012	-7,6	-4,3	-3,0	-0,6
2013	9,8	8,4	8,8	0,3
2014	15,4	11,5	13,8	12,7
2015	16,8	16,1	28,5	9,3
2016 (2)	-5,4	-3,8	0,8	2,1

(1) Mayor detalle sobre series, ver set de gráficos.

(2) Datos disponibles para el 2016, hasta el 30 de noviembre.

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

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Los fondos de pensiones (FP) migraron hacia activos de renta fija local.

Desde el IEF anterior, los FP han invertido más de US\$4.000 millones en bonos soberanos locales y US\$3.000 millones en bonos de bancos locales (gráfico II.8). Este posicionamiento en renta fija local es el máximo observado desde el 2008, correspondiendo a 51% del total del portafolio. Con ello, la participación de los FP en el stock de bonos soberanos locales alcanza 70% al cierre de este IEF (anexo estadístico). La migración de los FP ha sido un reflejo de la masiva respuesta de afiliados a los llamados a cambiarse hacia fondos más conservadores. En particular, cerca de US\$11.000 millones han ingresado al fondo E en lo que va del año (tabla II.2), lo que significó que el tamaño de este fondo aumentara en 64% en el período.

TABLA II.2
Traspasos anuales entre fondos
(millones de dólares)

	Fondo A	Fondo C	Fondo E
2012	-2.300	-1.663	6.212
2013	916	-739	1.034
2014	-3.094	-264	5.027
2015	583	634	-1.064
2016 (*)	-4.975	-2.598	10.985

(*) Datos disponibles hasta el 30 de noviembre.

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

La mayor exposición en renta fija de los FP fue acompañada por un aumento en la madurez promedio del portafolio, en línea con los instrumentos disponibles en el mercado (tabla II.3).

TABLA II.3
Madurez promedio de bonos soberanos
(años)

	2012		2013		2014		2015		2016 (*)	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
FP	11,7	11,8	11,7	11,8	12,0	12,5	12,2	12,1	12,7	14,0
Total	9,0	8,9	8,9	9,2	9,1	9,3	9,4	9,6	9,9	11,0

(*) Datos disponibles hasta el 25 de noviembre de 2016.

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

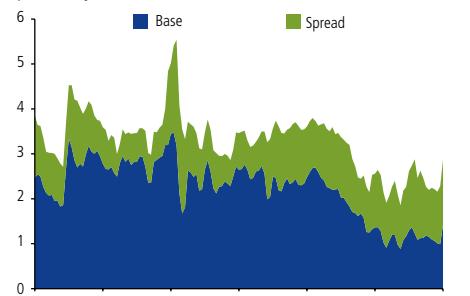
Este contexto de alta participación en bonos soberanos locales, que además son de mayor madurez, exacerbaría las pérdidas de valor de fondos de renta fija ante alzas en las tasas de interés de largo plazo.

El patrimonio administrado por los fondos mutuos (FM) alcanzó máximos históricos en septiembre, impulsados por el fuerte incremento en los fondos monetarios (FM1).

Respecto del IEF anterior, los FM1 incrementaron su patrimonio en 27%, alcanzando 530 millones de UF a noviembre del 2016. En tanto, los fondos de renta fija (FM3) totalizan cerca de 330 millones de UF a igual fecha, lo que corresponde a una disminución de 5% desde el IEF previo (gráfico II.9).

Los FM3 suelen enfrentar retiros ante variaciones importantes en las tasas de interés de largo plazo. En situaciones de tensión en mercados financieros, esto último podría conllevar impactos en el mercado monetario, afectando a los bancos que tienen mayor dependencia de fondeo mayorista. En efecto, en noviembre, se registraron rescates netos de FM3 equivalentes a 12% de su patrimonio a octubre. Lo anterior no ha tenido, hasta el cierre de este IEF, mayores implicancias en las tasas de interés del mercado monetario. En parte, esto se debe a que dichos retiros no han resultado en egresos netos para la industria, sino que se reasignaron hacia el FM1.

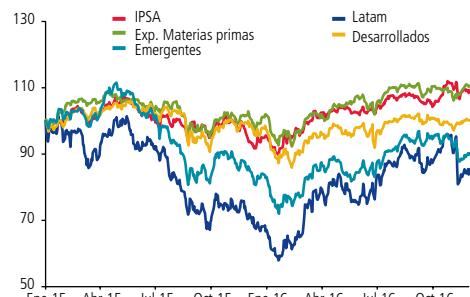
GRÁFICO II.6
Costo de financiamiento local (*)
(porcentaje)



(*) Considera bonos en UF de empresas privadas con clasificación de riesgo AA y duración entre 4 y 6 años.

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

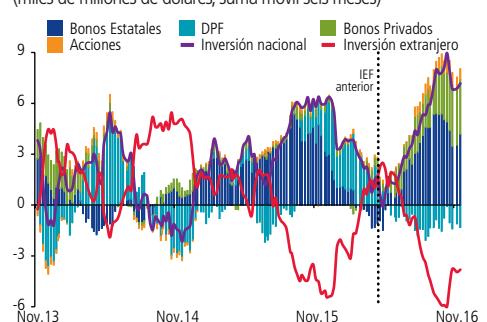
GRÁFICO II.7
Índices de mercados accionarios (*)
(índice base 100 = Ene.15, moneda local)



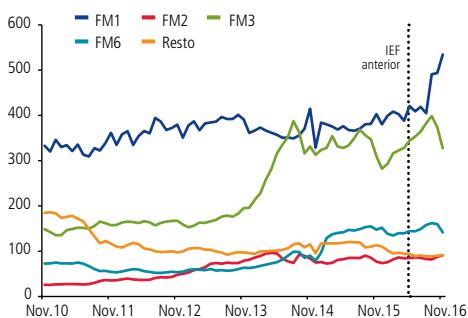
(*) Mayor detalle sobre series, ver set de gráficos.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.8
Portafolio de inversión de los fondos de pensiones
(miles de millones de dólares, suma móvil seis meses)

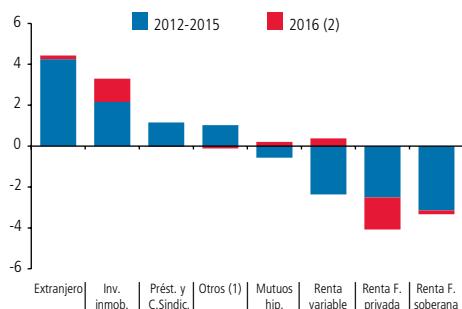


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

**GRÁFICO II.9**Patrimonio de fondos mutuos (*)
(millones de UF)

(*) Mayor detalle de series, ver set de gráficos.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

GRÁFICO II.10Cambio en inversiones de las CSV
(porcentaje del portafolio)

(1) Incluye efectivo y otra inversiones financieras. Excluye inversiones que respaldan productos con ahorro.

(2) Datos disponibles hasta septiembre.

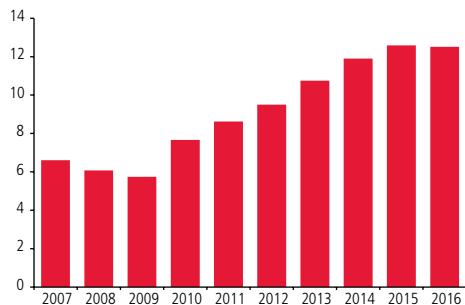
Fuente: Banco Central de Chile.

Por otra parte, los fondos de inversión que reportan sus portafolios a la SVS han presentado un crecimiento promedio de 15% real anual en los últimos diez años. Uno de los principales desafíos que enfrentan estos vehículos de inversión es la apropiada valoración de sus activos, que son poco líquidos. En efecto, en octubre, fondos asociados a una administradora presentaron manipulación en su valoración que, aunque fueron montos relativamente bajos, dejaron en evidencia lo importante de avanzar hacia mejores prácticas de información, transparencia y control de la valorización en esta industria, toda vez que gran parte de los activos que administran no tiene un precio derivado directamente de mercados financieros. Esto último se torna especialmente importante en un escenario donde los FP aumenten su exposición a activos alternativos.

Los flujos de inversiones de las compañías de seguros de vida (CSV) en activos inmobiliarios e instrumentos de renta fija internacional continuaron aumentando.

En el 2016, los aumentos en las inversiones inmobiliarias y en el extranjero por parte de la CVS correspondieron a 1,3% de su portafolio, mientras la disminución en renta fija local fue de 1,8% del portafolio (gráfico II.10). Así, se sigue observando la búsqueda de activos que presentan mayor riesgo y retorno, como se ha visto en los últimos cinco años. El ROE de estas firmas se han mantenido en torno a 12%, en tanto que la rentabilidad del portafolio en promedio permanece cerca de 90pb por sobre la tasa comprometida en sus pólizas.

Recientemente, se promulgó la “Ley de Productividad” que, entre otras cosas, flexibiliza los mandatos de inversión de FP y CSV (Capítulo V). En el caso particular de las CSV, esta Ley flexibilizaría la inversión en el exterior, que actualmente se encuentra limitada al 20% del patrimonio de riesgo más reserva técnica. A nivel del sistema, las inversiones de las CSV en el exterior alcanzan actualmente 12% del patrimonio de riesgo más reserva técnica, sin embargo algunas firmas presentan poca holgura (gráfico II.11).

GRÁFICO II.11Inversiones en el exterior de las CSV (*)
(porcentaje)

(*) Inversiones de las CSV en el exterior como porcentaje de la suma entre patrimonio de riesgo y reserva técnica. Datos al 2016 hasta septiembre.

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

III. USUARIOS DE CRÉDITO

El balance de riesgos para firmas y hogares se mantiene relativamente similar a lo reportado en el IEF anterior. La rentabilidad de las firmas a nivel país alcanza en el 2015 su mínimo en seis años, en tanto que los hogares continúan incrementando su nivel de endeudamiento. Por su parte, en el sector inmobiliario residencial tanto los precios de vivienda como el crédito hipotecario moderan sus tasas de crecimiento.

EMPRESAS

El endeudamiento de las empresas disminuyó durante el 2016, aunque se mantuvo alto para parámetros históricos.

Al tercer trimestre, la deuda exhibió un crecimiento negativo el cual fue explicado por la disminución de su componente externo y la ralentización de las fuentes locales (tabla III.1). En tanto, la deuda local en moneda extranjera se mantuvo en torno a 9% de la deuda total (anexo estadístico). Así, la deuda total de empresas no bancarias alcanzó 119% del PIB (gráfico III.1)^{1/}.

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

Indicador	2010							2016			Participa- ción	Contri- bución al crecimiento
	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	III				
Deuda local												
Préstamos bancarios y otros	3,5	12,1	7,2	6,9	1,8	3,7	1,9	2,0	0,6	59,0	0,3	
Colocaciones comerciales (2)	4,6	13,9	9,4	7,3	2,9	5,4	2,6	3,1	0,7	48,8	0,3	
Factoring, leasing y otros	3,3	13,4	9,5	7,4	2,4	5,8	2,8	3,5	0,8	42,3	0,3	
Instrumentos de oferta pública locales	13,8	16,6	8,5	6,9	6,1	3,0	1,5	0,7	0,0	6,5	0,0	
Deuda externa												
Préstamos	6,8	17,9	9,2	26,4	27,7	22,5	14,3	13,3	-7,4	41,0	-3,2	
Créditos comerciales	-10,7	6,4	0,3	2,9	15,2	4,3	-2,5	4,7	-11,7	8,1	-1,0	
Bonos	20,5	29,1	-19,1	-0,7	-3,7	-1,2	-2,7	-1,6	-9,8	2,3	-0,2	
Préstamos asociados a IED	24,0	27,8	12,2	42,1	43,3	22,5	12,2	7,1	-8,5	12,3	-1,1	
Tipo de cambio	22,0	20,7	37,4	49,2	33,4	38,2	28,8	25,2	-4,2	18,3	-0,8	
Total	4,4	13,7	7,8	12,7	10,5	11,0	6,8	6,4	-2,9	100	-2,9	

(1) Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos. Datos preliminares para celdas sombreadas.

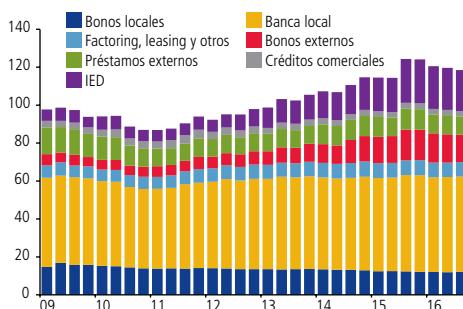
(2) Incluye créditos comerciales de empresas y personas, COMEX y contingentes. No incluye créditos universitarios a personas.

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

^{1/} En este IEF, la serie de deuda total de las empresas incluye deudas contraídas con compañías de seguros de vida (CSV). Debido a esto, existen algunas diferencias con las cifras de deuda reportadas anteriormente. Estos créditos corresponden principalmente a operaciones de leasing y conforman parte habitual de la cartera de inversiones de las CSV. Así, en promedio, las CSV aumentan el endeudamiento en 1,5pp durante todo el período, y en 2,3pp a junio del 2016.

GRÁFICO III.1

Deuda total de empresas no bancarias (*)
(porcentaje del PIB)

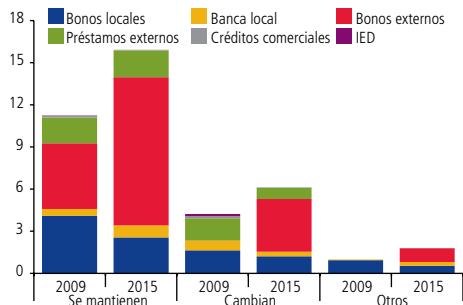


(*) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

GRÁFICO III.2

Evolución en la estructura de financiamiento de empresas emisoras de bonos externos (*)
(porcentaje del PIB)

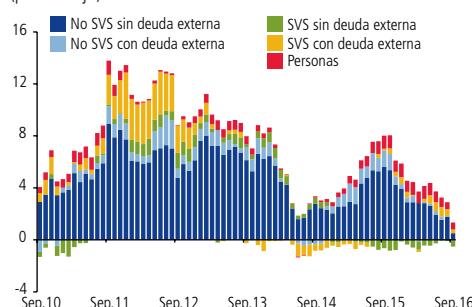


(*) "Se mantienen" corresponde al grupo de empresas que tiene bonos externos en ambas fechas; "Cambian", al grupo que parte con préstamos externos o IED al comienzo y que tiene bonos externos al final del período; y "Otros", al grupo con combinaciones de deuda al comienzo distintas a los dos anteriores y que tiene bonos externos al final del período.

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



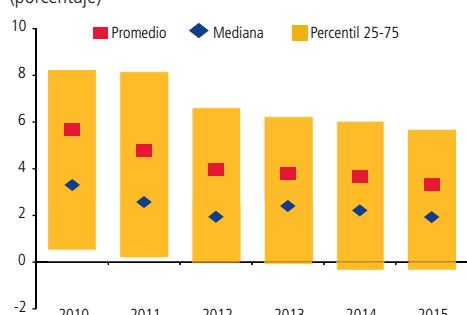
GRÁFICO III.3
Crecimiento de la deuda bancaria local (*)
(porcentaje)



(*) Se incluyen créditos contingentes y de comercio exterior. Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

GRÁFICO III.4
Rentabilidad de las empresas a nivel país (*)
(porcentaje)



(*) Utilidad del ejercicio sobre activos totales (sin considerar valores intangibles, nominales, transitorios y de orden). Valores ponderados por activos totales. No considera servicios financieros ni minería. Cifras sujetas a cambios^{3/}.

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

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



(*) A la izquierda de la línea punteada, datos anuales hasta el 2006. A la derecha, datos trimestrales. Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

Más allá de la caída reciente, y tal como se ha mencionado en IEF anteriores, el alto crecimiento de la deuda total entre el 2009 y 2015 se debió en gran parte a aquella asociada a IED y a la emisión de bonos externos. La primera se origina en una relación matriz-filial, lo que amerita su diferenciación del resto de las fuentes de financiamiento. La segunda está explicada principalmente por empresas que ya tenían deuda por este concepto al comienzo del período y, en menor medida, por firmas que se financiaban vía préstamos externos (gráfico III.2). De esta forma, el aumento de la deuda de bonos externos proviene de firmas que tienen experiencia en la contratación y pago de este tipo de obligación, lo que atenúa en alguna medida el riesgo de crédito asociado.

El crecimiento de las colocaciones comerciales bancarias sigue siendo explicado mayoritariamente por firmas que no reportan a la SVS y que no tienen deuda externa. Sin embargo, desde fines del 2015 la contribución de este grupo al crecimiento de las colocaciones comerciales ha disminuido, ubicándose en el tercer trimestre de este año en niveles históricamente bajos (gráfico III.3)^{2/}.

La rentabilidad de las firmas nacionales se redujo nuevamente en el 2015, alcanzando su mínimo de los últimos seis años (gráfico III.4).

La disminución de la rentabilidad observada desde el 2010 fue generalizada para firmas de distinto tamaño (anexo estadístico). En efecto, la rentabilidad sobre activos de las firmas grandes se redujo de 5,2 a 2,9% en ese período, y la de las firmas de menor tamaño lo hizo de 7,5 a 5,2%^{3/}.

La menor rentabilidad observada en el 2015 está en línea con el bajo dinamismo de la actividad económica, por lo que es esperable que la información al 2016 muestre un nuevo ajuste a la baja en este indicador. Lo anterior podría conllevar un deterioro en la capacidad de pago de las firmas. Hasta ahora, la morosidad de los créditos comerciales bancarios no ha aumentado, pero otros indicadores de la calidad de esta cartera dan cuenta de algún grado de deterioro (Capítulo IV).

A septiembre del 2016, los indicadores financieros de las empresas del sector corporativo SVS fueron algo superiores que los del año anterior (tabla III.2).

Sin embargo, en relación a lo observado durante el 2009 y 2010, tanto la rentabilidad como el endeudamiento del sector presentan niveles algo más deteriorados. Las tendencias en ambos indicadores se encuentran en línea con lo que se observa para una muestra de países comparables (anexo estadístico)^{4/}.

^{2/} De forma complementaria observamos que esta menor contribución se explica por la reducción en la participación de deudores con al menos un año de créditos vigentes. Ambos elementos son consistentes con menores necesidades de financiamiento por parte de firmas ya establecidas.

^{3/} Las cifras de rentabilidad están sujetas a cambios debido a que se revisan los directorios de empresas lo que afecta tanto la clasificación de tamaño como de sectores económicos de cada firma. A modo de ejemplo, en el IEF del segundo semestre del 2014 la rentabilidad reportada del 2010 para firmas grandes y de menor tamaño fue 4,9 y 8%, respectivamente.

^{4/} Para mayor detalle acerca de la metodología de comparación, ver Recuadro III.1 del IEF del primer semestre del 2014. Para una actualización de los resultados, ver anexo estadístico.

TABLA III.2

Indicadores financieros de las empresas SVS (*)
(porcentaje, veces)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Jun.15	Jun.16	Sep.15	Sep.16
Rentabilidad											
Promedio	7,6	8,2	6,9	6,3	5,8	6,1	5,9	6,4	6,4	6,3	6,6
Mediana	6,6	7,5	7,5	6,1	6,2	5,7	5,4	5,6	5,6	5,5	5,7
Endeudamiento											
Promedio	64	63	68	73	71	73	73	71	71	73	73
Mediana	57	52	50	62	66	63	57	60	54	58	63
Cobertura											
Promedio	3,9	4,4	3,5	3,1	2,9	3,1	3,1	3,3	3,3	3,2	3,3
Mediana	4,0	4,3	3,9	2,8	3,1	2,8	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0

(*) Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos. Datos preliminares para celdas sombreadas. Rentabilidad (porcentaje) definida como EBIT sobre activos totales. Endeudamiento (porcentaje) como deuda financiera sobre patrimonio. Finalmente, Cobertura (veces) se define como EBIT sobre gastos financieros anuales.

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

El descalce cambiario se mantuvo estable, a pesar de las variaciones de tipo de cambio experimentadas en los últimos trimestres.

El descalce cambiario de las empresas SVS con contabilidad en pesos se mantuvo estable y acotado (anexo estadístico). La fracción de firmas con un descalce mayor a 10% de sus activos, y por lo tanto más expuestas a una depreciación del peso, ha disminuido desde fines del 2015 (gráfico III.5). En términos de plazos, el descalce suele estar concentrado en el largo plazo, excepto para empresas con contabilidad en dólares^{5/}.

De diversas reuniones realizadas durante este año con firmas con deuda en moneda extranjera o con inversiones en el exterior, se desprende que éstas gestionan sus riesgos cambiarios utilizando una serie de herramientas de forma de considerar dimensiones complementarias al descalce de balance usualmente reportado (Recuadro III.1).

Un ejercicio de tensión muestra que la rentabilidad de las empresas que reportan a la SVS responde de manera acotada a aumentos en el costo de financiamiento y en el tipo de cambio (Recuadro III.2). Esto último debido a que gran parte de la deuda financiera es a plazos que exceden el horizonte del ejercicio y los descalces cambiarios son acotados. Sin embargo, es importante considerar que los vencimientos de deuda aumentan de manera relevante a contar del 2019.

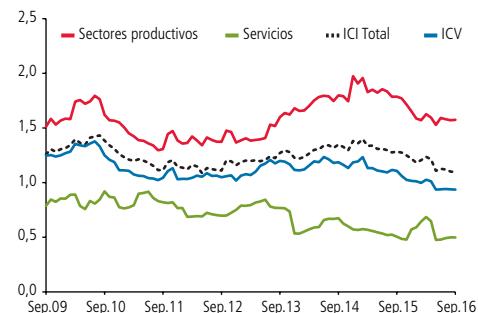
Si bien los indicadores de no-pago de las firmas permanecieron relativamente estables, algunos desarrollos deben ser monitoreados.

A septiembre de este año, el Índice de Cuota Impaga (ICI) se mantuvo en niveles similares a los reportados en el IEF anterior (gráfico III.6). Si bien este indicador es menor que el observado el 2015, ello se explica principalmente por cuotas que superan los tres años de atraso y que son excluidas en el cálculo, debido a que debiesen corresponder a deuda castigada por los bancos. Por ello, esta caída en el ICI no puede ser interpretada completamente como una disminución en el riesgo de crédito de las firmas.

^{5/} Para la muestra de empresas con moneda funcional dólar el descalce cambiario se calcula en relación al peso.

GRÁFICO III.6

Índice de cuota impaga (*)
(porcentaje de las colocaciones)

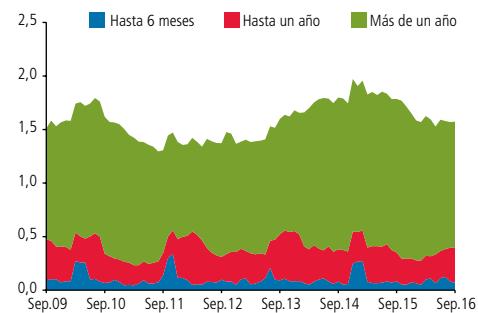


(*) Colocaciones no consideran créditos contingentes. La clasificación de actividad económica proviene de un directorio al 2015. Resultados sujetos a potenciales cambios en la medida que se actualice dicha información. Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

GRÁFICO III.7

ICI de sectores productivos, por máximo nivel de atraso (*)
(porcentaje)

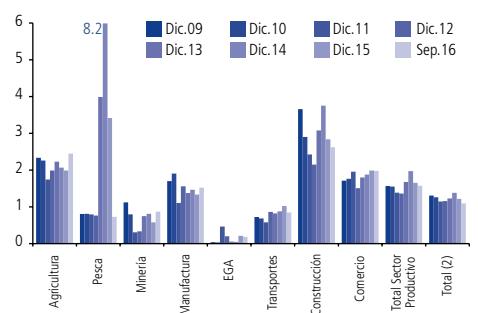


(*) Las firmas se clasifican según la cuota que presente mayor atraso. Para clasificación económica, ver notas de gráfico III.6.

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

GRÁFICO III.8

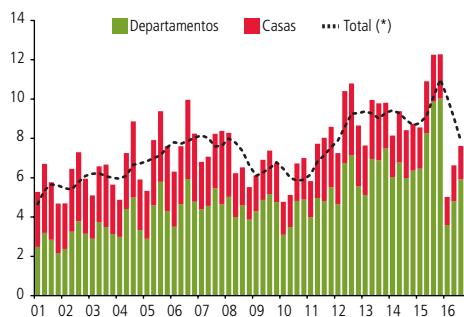
ICI por sector económico (1)
(porcentaje de las colocaciones)



(1) Mayor detalle, ver set de gráficos y notas de gráfico III.6.

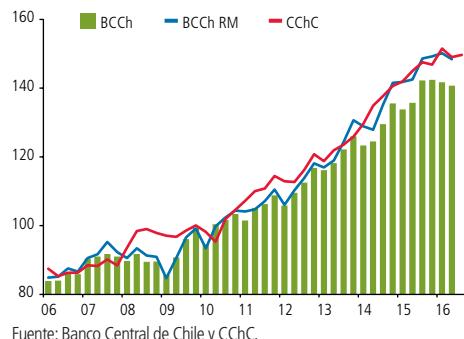
(2) Incluye servicios, créditos sin clasificación sectorial y a personas.

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

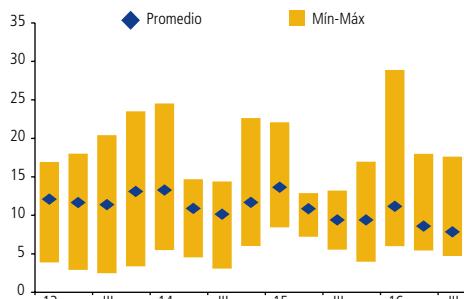
**GRÁFICO III.9**Ventas de viviendas nuevas en Santiago
(miles de unidades)

(*) Media móvil doce meses.

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

GRÁFICO III.10Precios reales de vivienda
(índice, base 2010=100)

Fuente: Banco Central de Chile y CChC.

GRÁFICO III.11Tasa de desistimiento de empresas inmobiliarias supervisadas por la SVS (*)
(porcentaje)

(*) Calculada a partir de estados razonados, de 6 empresas de un total de 7 que reportan sus estados financieros a la SVS. Promedio de tasa de desistimiento es ponderado por unidades promesadas.

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

El ICI de sectores productivos se ha mantenido relativamente estable desde finales del 2015. Sin embargo, la contribución al incumplimiento de empresas que tienen atrasos entre 3 y 12 meses aumentó en el margen (gráfico III.7). Desagregado por sectores, Pesca retorna a sus niveles de incumplimiento históricos luego de presentar una importante alza entre el 2013 y 2015. De igual manera, Construcción presenta una disminución en su ICI, aunque se mantiene en niveles altos. En contraste, Agricultura y Manufactura muestran alzas en lo más reciente (gráfico III.8).

En resumen, a septiembre del 2016 se observó una disminución en el nivel de endeudamiento agregado de las empresas en términos del PIB, respecto de diciembre del 2015. Además, a igual fecha, los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS mejoraron marginalmente respecto a igual fecha del año anterior, siendo el descalce cambiario relativamente acotado. Si bien, los indicadores de no-pago de las firmas se mantuvieron estables en el agregado, en lo más reciente se observó un incremento del ICI asociado a atrasos entre 3 y 12 meses. Lo anterior pone una nota de riesgo si es que estas firmas no logran regularizar su situación, en un escenario de menor actividad económica o aquel que contenga mayores costos de financiamiento.

SECTOR INMOBILIARIO

La venta de viviendas nuevas en Santiago se recuperó gradualmente hacia el tercer trimestre del 2016, mientras que los precios de vivienda presentaron menores tasas de crecimiento.

Como fue señalado en el IEF anterior, el adelantamiento de compras asociado a la entrada en vigencia del IVA inmobiliario resultó en niveles excepcionales de ventas durante el 2015. Consecuentemente, durante los primeros tres trimestres del 2016 las ventas de viviendas nuevas en Santiago fueron marcadamente menores, en comparación con igual período del año anterior (gráfico III.9).

El crecimiento de los indicadores de precios de vivienda mostró una moderación en lo más reciente, en línea con el menor dinamismo del ingreso disponible y otros determinantes. Al segundo trimestre del 2016, el crecimiento anual de los precios de vivienda (IPV) calculado por el BCCh —que incluye transacciones efectivas de propiedades nuevas y usadas— se desaceleró en un año de 11,4 a 4,2% para la Región Metropolitana de Santiago (RM) y de 9 a 3,7% a nivel nacional. En tanto, la tasa de crecimiento de los precios de viviendas nuevas para la RM, calculado por la CChC, se ubicó en 1,5% al tercer trimestre del 2016, cifra muy por debajo del 7,2% observado en igual período del 2015 (gráfico III.10).

Los indicadores financieros de las empresas del sector inmobiliario no presentaron signos de deterioro al tercer trimestre del 2016.

El conjunto de empresas constructoras e inmobiliarias que reportan a la SVS mostró una rentabilidad en torno a 6%, al tercer trimestre de este año, similar a la registrada el 2015. Los indicadores de endeudamiento total y de corto plazo tampoco presentaron cambios relevantes en dicho período. Dada la fuerte caída de ventas de viviendas nuevas, la estabilidad de estos indicadores es un desarrollo positivo. Sin embargo, un escenario de riesgo derivado de una

possible profundización de la caída en las ventas en trimestres venideros plantea la necesidad de seguir monitoreando su evolución.

La tasa de desistimientos de promesas de compra se ha mantenido relativamente estable para empresas inmobiliarias de mayor tamaño (gráfico III.11). Esto obedecería, en parte, a los resguardos tomados por estas firmas, como programar el pie en cuotas y realizar una selección más estricta de compradores que firman una promesa. Sin embargo, el riesgo de un aumento en los desistimientos originado por un deterioro en el mercado laboral, o por un endurecimiento de las condiciones de otorgamiento de crédito persiste, debido a que los proyectos promesados el 2015 se entregarían hacia finales del 2016 y comienzos del 2017.

La razón deuda a garantía (LTV) se redujo en línea con lo esperado, afectando la dinámica del crédito hipotecario.

Según datos de transacciones efectivas a junio del 2016, la razón LTV de los créditos hipotecarios otorgados por instituciones bancarias ha fluctuado en torno a 80%, desde la entrada en vigencia de la normativa de provisiones hipotecarias de la SBIF en enero de este año (gráfico III.12). Este requerimiento de mayor ahorro previo a la compra de viviendas puede afectar de dos maneras al crecimiento del crédito hipotecario: primero, reduciendo el monto de crédito para un mismo deudor; y segundo, postergando la decisión de compra de algunos potenciales deudores. La reducción del número de operaciones hipotecarias registradas desde el 2015 se relaciona a este segundo canal (Capítulo IV). Además, la postergación de compras estaría incrementando la demanda por arriendos, lo cual es coherente con información de mercado. Sin embargo, la rentabilidad bruta de la estrategia de "comprar para arrendar" continúa disminuyendo, lo que podría comprometer la capacidad de pago de los deudores hipotecarios que están tomando esta estrategia de inversión.

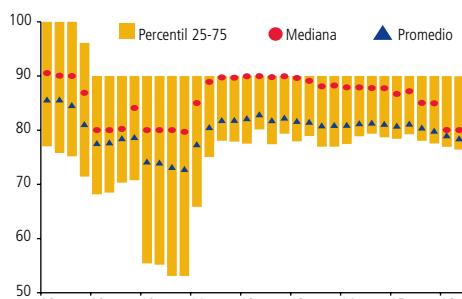
La tasa de vacancia y los precios de arriendo de oficinas se mantuvieron estables.

Durante el segundo y tercer trimestre del 2016, no se observaron ingresos de nuevos proyectos al mercado de oficinas prime (A+/A), lo que disminuyó marginalmente su tasa de vacancia (gráfico III.13). Sin embargo, se espera que esta tendencia se revierta en el corto plazo debido al ingreso de 50 mil metros cuadrados para el cuarto trimestre del 2016 y otros 120 mil durante el 2017. Lo anterior ubicaría la tasa de vacancia de este segmento entre 9 y 10%. En el caso del mercado de oficinas tipo B, la tasa de vacancia se ha mantenido estable en 12%. Por su parte, los precios de arriendo de oficinas de ambos tipos se mantuvieron estables al segundo trimestre del 2016.

En resumen, las dinámicas de los indicadores del sector inmobiliario residencial han estado en línea con la evolución de la situación macroeconómica y el nuevo marco de referencia, el cual se genera a partir de los cambios normativos y tributarios discutidos en IEF previos. Así, los precios presentaron una menor tasa de crecimiento y el crédito hipotecario redujo su tasa de expansión. Finalmente, un mayor ajuste en el mercado del trabajo así como un endurecimiento en los estándares de otorgamiento de créditos, son factores que conllevarían un aumento en desistimientos de promesas.

GRÁFICO III.12

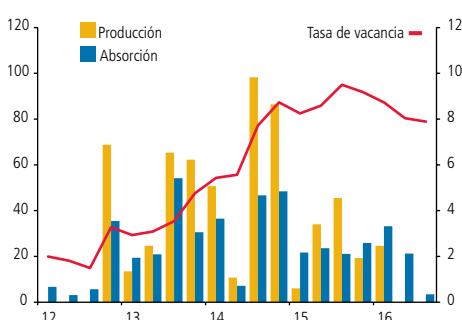
Razón entre crédito y valor de la vivienda (porcentaje)



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

GRÁFICO III.13

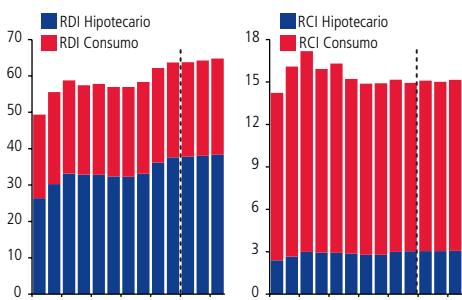
Mercado de oficinas A y A+ (miles de metros cuadrados, porcentaje)



Fuente: Global Property Solutions.

GRÁFICO III.14

Endebudamiento de los hogares (*) (porcentaje del ingreso disponible)

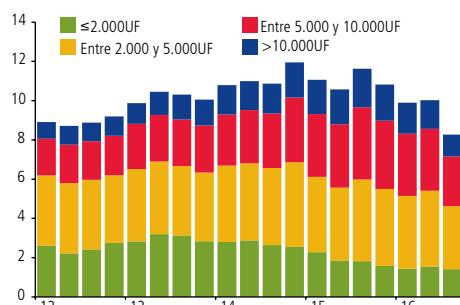


(*) Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

**GRÁFICO III.15**

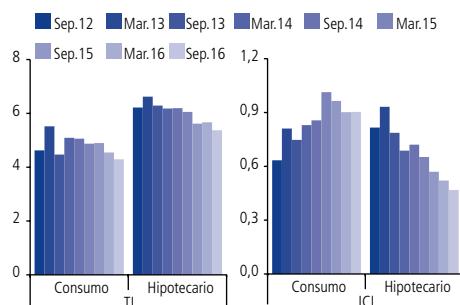
Contribución al crecimiento de colocaciones hipotecarias
(variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO III.16

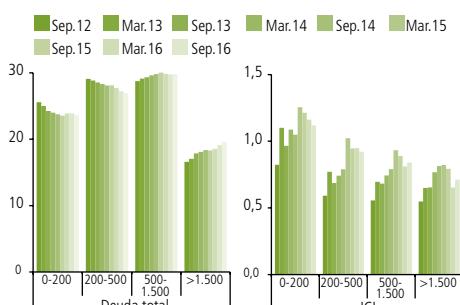
Indicadores de no-pago bancarios - consumo e hipotecario
(porcentaje)



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

GRÁFICO III.17

Distribución de deuda y cartera en incumplimiento
por tramo de stock - consumo
(porcentaje del total respectivo, UF)



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

HOGARES

La razón entre deuda e ingreso (RDI) de los hogares continuó aumentando, impulsada por el componente hipotecario y por el menor dinamismo del ingreso. Por su parte, la carga financiera sobre ingreso (RCI) permanece estable (gráfico III.14).

Al tercer trimestre del 2016, el RDI alcanzó 65%, explicado principalmente por el aumento de la deuda hipotecaria bancaria (anexo estadístico). En el mismo lapso, el RCI se mantuvo en valores cercanos a 15%. La estabilidad de este último se explica por menores tasas de interés y una mayor preponderancia de la deuda hipotecaria^{6/}. Información granular, obtenida de un módulo anexo a la Encuesta de Ocupación y Desocupación (EOD) para el Gran Santiago, muestra que el RCI promedio de hogares que tienen alguna deuda se redujo marginalmente alcanzando un 20% al tercer trimestre del 2016.

En el 2016, la deuda total de los hogares mantuvo un crecimiento levemente superior a 7% (tabla III.3)^{7/}.

La deuda hipotecaria continúa siendo la que contribuye mayormente al crecimiento de la deuda total de los hogares. Sin embargo, durante el segundo y tercer trimestre de este año, ésta ha moderado su crecimiento de manera importante. En términos de montos, el menor dinamismo fue relativamente transversal, con algo menos de fuerza en el tramo inferior a 2.000 UF (gráfico III.15). Por su parte, la deuda de consumo muestra un repunte en el tercer trimestre del 2016, con heterogeneidad por oferentes. En efecto, las Cajas de Compensación y Asignación Familiar (CCAF) presentaron una contracción durante todo el 2016, en tanto las Casas Comerciales mostraron un aumento en sus tasas de crecimiento en igual período.

Los indicadores de no-pago de los deudores bancarios, tanto hipotecario como consumo, se mantienen en niveles acotados (gráfico III.16).

Los deudores de consumo con deudas de menos de 500 UF continúan disminuyendo su participación, lo cual es compensando con un aumento en el grupo cuya deuda supera las 1.500 UF. Por su parte, los ICI presentan una disminución con respecto al año anterior, la cual es transversal entre tramos de deuda (gráfico III.17). La migración hacia deudores con mayores montos también se observa en la cartera hipotecaria. En efecto, el grupo con deudas inferiores a 2.000 UF ha disminuido su participación, en beneficio de una mayor relevancia del grupo de deudores con montos superiores a 5.000 UF. En relación a los ICI, desde el 2012 se observa una reducción generalizada (gráfico III.18). Si bien a nivel agregado los indicadores de no-pago se mantuvieron estables en el último tiempo, se observa un deterioro de la calidad de la cartera en ciertas regiones de la zona norte. Esto coincide con los aumentos en la tasa de desempleo observados en dicha área geográfica (gráfico III.19).

^{6/} En este IEF se presentan cifras actualizadas de RDI y RCI debido a un ajuste en el ingreso disponible y deuda universitaria. Para esta última se consideran los Créditos con Aval del Estado (Ley 20.027) adquiridos por el Fisco. Dicha información fue obtenida de los reportes de la Comisión Ingresos y el Informe de Pasivos Contingentes de la DIPRES y se encuentra en frecuencia anual hasta el 2015 por tanto se mantiene fijo el monto para el 2016. Este supuesto no difiere mayormente de la evolución histórica de dicha deuda.

^{7/} Para los efectos de esta sección se considerará la deuda de consumo excluyendo el componente universitario. En el segundo trimestre del 2015, las colocaciones bancarias se vieron afectadas por la venta de la cartera de consumo de Banco Paris a una filial de Scotiabank.

TABLA III.3

Deuda de los hogares (1)
(variación real anual, porcentaje)

	2010 IV						2016			Contri- bución al crecimiento	Participa- ción
	2011 IV	2012 IV	2013 IV	2014 IV	2015 IV	I	II	III			
Hipotecario	6,8	7,3	7,6	8,9	9,9	9,6	9,2	8,1	7,2	4,3	58,9
Bancaria	9,1	8,2	8,3	9,1	10,5	10,6	9,9	8,6	7,5	4,0	53,5
No bancaria	-7,2	0,9	2,5	6,9	4,7	1,1	2,8	3,2	5,0	0,3	5,4
Consumo	8,3	10,3	5,5	8,3	3,4	5,6	5,1	5,9	7,1	2,9	41,1
Bancaria sin D.U. (2)	9,4	14,2	9,7	9,1	3,3	3,3	3,1	5,3	5,8	1,3	22,4
No bancaria	4,9	-0,2	-9,8	2,4	0,7	1,0	-0,1	1,2	1,7	0,2	8,8
Casas Comerciales	6,1	-1,3	-19,3	4,1	1,0	1,9	3,2	6,1	6,9	0,3	4,6
CCAF	3,8	5,2	3,5	4,1	2,5	-0,6	-4,9	-5,9	-6,7	-0,2	2,8
Cooperativas	3,2	-5,3	-3,3	-5,6	-4,3	1,1	0,3	1,5	3,7	0,1	1,4
Otras	12,0	18,9	18,4	13,8	7,2	17,4	16,6	12,5	15,5	1,4	9,9
Total	7,5	8,6	6,7	8,6	7,1	7,9	7,5	7,2	7,2	7,2	100

(1) Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos. Datos preliminares para celdas sombreadas.

(2) Excluye deuda universitaria, que con anterioridad se reportaba como deuda de consumo. Actualmente se reporta en otras consumo.

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

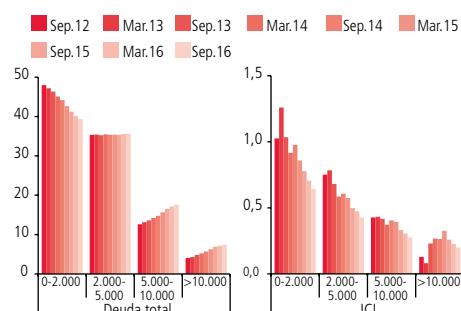
La información proveniente de la EOD, indica que la tasa de incumplimiento de los hogares se ha mantenido estable en el último año. Esto se encuentra en línea con simulaciones realizadas con datos de la Encuesta Financiera de Hogares (EFH) del 2014, las cuales indican que los niveles actuales de la tasa de desempleo serían consistentes con los indicadores de no-pago observados (Madeira, 2016).

Por otro lado, la mora de las CCAF continuó deteriorándose desde el IEF anterior, llegando a 9,5% en junio del 2016, mientras que para las casas comerciales este indicador se observa relativamente estable en 3,7% (anexo estadístico).

En resumen, el endeudamiento de los hogares continúa al alza principalmente por la contribución de la cartera hipotecaria. En deuda bancaria, tanto de consumo como hipotecaria, se continúa observando una recomposición hacia deudores de mayores montos y que usualmente tienen menores niveles de incumplimiento. Así, los indicadores de no-pago se mantuvieron acotados, salvo para las CCAF, que continúan mostrando cierto deterioro. Con todo, la estabilidad de los índices de incumplimiento es consistente con la dinámica del mercado laboral, en el que la tasa de desempleo se ha mantenido relativamente estable pese a la menor actividad económica. De esta forma, el principal riesgo que podrían enfrentar los hogares, es un aumento de la tasa de desempleo lo que disminuiría el ingreso disponible para servir la deuda vigente.

GRÁFICO III.18

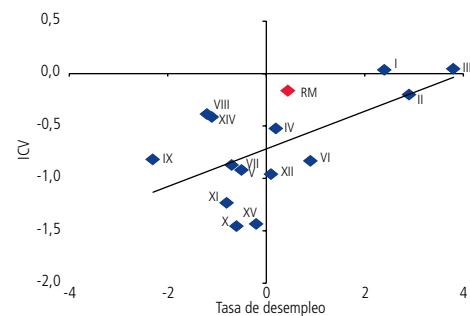
Distribución de deuda y cartera en incumplimiento por tramo de stock - hipotecario
(porcentaje del total respectivo, UF)



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

GRÁFICO III.19

Cambio en tasa de desempleo y cambio en ICV en moneda reajustable por regiones (*)
(puntos porcentuales)



(*) Cambio en tasa de desempleo entre marzo del 2013 y marzo del 2016. Cambio en ICV entre agosto del 2013 y agosto del 2016.

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



RECUADRO III.1

DESCALCE CAMBIARIO DE FIRMAS EN MONEDAS DISTINTAS AL DÓLAR

El indicador de descalce cambiario usualmente publicado en el IEF captura apropiadamente los riesgos asociados a la exposición a deuda en dólares de las firmas cuya moneda funcional es el peso. Estas firmas han cubierto adecuadamente sus deudas en dicha moneda a través del uso de instrumentos derivados y activos en dólares (Capítulo III). Sin embargo, para una evaluación del riesgo cambiario del sector corporativo más amplia, se requiere adicionar otras dimensiones. En particular, en este recuadro se abordan el descalce cambiario de firmas cuya moneda funcional es el dólar, y el descalce en otras monedas de firmas con contabilidad en pesos.

Descalce según moneda funcional

Algunos emisores locales de deuda en moneda extranjera tienen como moneda funcional el dólar, por lo que presentan una exposición opuesta a las firmas que llevan su contabilidad en pesos^{1/}. Para evaluar el riesgo cambiario de este grupo de firmas, se calcula el descalce cambiario de manera opuesta a la usual, utilizando información de una muestra representativa de emisores de bonos externos durante el período 2012-2015^{2/}. Los resultados indican que estas firmas presentan un mayor descalce de corto plazo que aquellas cuya moneda funcional es el peso. Esto dado que sus operaciones ocurren en Chile y, por lo tanto, requieren financiamiento local para capital de trabajo. Con todo, el descalce de estas empresas se ha mantenido acotado en los últimos años, representando menos de 1% de los activos totales de esta muestra de firmas.

Inversiones en el exterior

Las firmas chilenas con inversiones en el exterior están expuestas a un efecto contable en sus balances debido a variaciones cambiarias. Esto ocurre porque el patrimonio de las filiales en el exterior —activo de la matriz— está denominado en una moneda distinta a la moneda funcional de la matriz. Así, cambios en las paridades relevantes impactan el valor libro de

las inversiones, lo cual se compensa contablemente a través de cuentas patrimoniales. Considerando firmas que tienen como moneda funcional el peso, se calculan los descalces con respecto al dólar y a otras monedas. Para junio del 2016, el conjunto de firmas que presenta descalces acotados (i.e. menores al 10% de sus activos en valor absoluto) tanto en dólares como en otras monedas representa el 67% de los activos del sector. Del resto de las firmas, aquellas que presentan descalces acotados en otras monedas pero inferiores a -10% en dólares, suman 16% de los activos del sector. En tanto, las firmas que presentan descalces inferiores a -10% en otras monedas, suman 13% de los activos del sector. Notar que un descalce negativo está en línea con que estas empresas invierten en otros países, como por ejemplo en Latinoamérica.

Cabe señalar que el uso de derivados para cubrir los efectos patrimoniales de inversiones en el exterior es una práctica poco habitual. En diversas reuniones con agentes de la industria^{3/} se señaló que este riesgo es incorporado dentro del proceso de valoración de las firmas. Por su parte, el riesgo cambiario asociado a los flujos en moneda extranjera es comúnmente cubierto con la contratación de derivados (forwards de monedas)^{4/}.

Consideraciones finales

La expansión de firmas locales hacia el exterior implica que, para tener una apropiada evaluación del riesgo cambiario, es necesario considerar otras monedas al análisis de descalce. Los diversos análisis de sensibilidad presentados por las propias firmas en sus análisis razonados, entrevistas con agentes del sector y los resultados de pruebas de tensión (Recuadro III.2) permiten establecer que el riesgo cambiario en sus distintas dimensiones se encontraría acotado.

^{1/} Las firmas eligen su moneda funcional según el entorno económico en el que desarrollan sus actividades. Así, varias empresas que operan en mercados internacionales utilizan como moneda funcional el dólar.

^{2/} Las muestras de firmas analizadas en este recuadro excluyen empresas estatales, mineras y financieras.

^{3/} Sostenidas durante el 2016 como parte del monitoreo realizado por el BCC.

^{4/} Para el caso de las firmas que reportan a la SVS, dichos riesgos son discutidos en mayor detalle en los análisis razonados de los estados financieros. Por su parte, las visitas a firmas confirman que éstas gestionan activamente sus riesgos cambiarios tomando distintas estrategias de cobertura.

RECUADRO III.2

EJERCICIOS DE TENSIÓN AL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO

Las pruebas de tensión son una herramienta útil en el marco de la evaluación y monitoreo del riesgo financiero de las firmas (Chow, 2015). En este recuadro se resume la metodología y los resultados de ejercicios de tensión realizados al sector corporativo nacional. En ellos se evalúa la respuesta del sector a shocks en actividad, tasas de interés y tipo de cambio. El impacto se mide en gastos financieros y cobertura de intereses^{1/}.

Caracterización de la muestra

La información utilizada proviene de los reportes individuales recopilados con fines estadísticos por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) a diciembre del 2015^{2/}. A este nivel, se cuenta con información de balance, estado de resultado y descomposición de la deuda financiera por tipo de fuente (banco y bonos) y por plazo (corto y largo). Además, se cuenta con la apertura del descalce cambiario, en términos de tenencia de activos y pasivos en moneda externa y de derivados cambiarios, estos últimos recolectados por el BCCh. La muestra contiene un total de 359 empresas^{3/}, contabilizando 6.300 millones de UF en activos y 1.600 millones de UF en deuda financiera, al cierre del 2015.

Principales shocks y supuestos

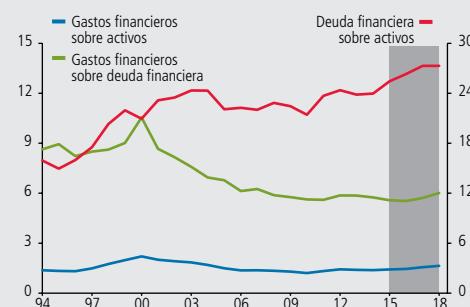
Para evaluar los efectos de los shocks se realiza una proyección de los indicadores financieros antes mencionados para el período 2016-2018 bajo distintos escenarios. El shock en actividad corresponde a una caída de la ganancia bruta equivalente a 0,6pp de los activos por año, consistente con el deterioro en rentabilidad observado entre el 2010 y 2012. El shock en tasas de interés corresponde a un aumento de 250pb para deuda mantenida en bonos y bancos, con el impacto dependiendo de la maduración de la deuda. Finalmente, para el shock cambiario, se

asume una depreciación del peso de 40% en dos años^{4/}. Cabe destacar que, en este ejercicio, frente a un empeoramiento en las condiciones externas, las firmas no toman medidas para revertir el deterioro progresivo en sus indicadores financieros.

Resultados

Los principales resultados indican que el efecto conjunto de los shocks al final del horizonte considerado es de una caída de 2,1pp en la rentabilidad sobre activos, siendo 1,8pp atribuidos a la reducción de la ganancia bruta. Respecto del deterioro en variables financieras observamos que el aumento de la deuda financiera sobre activos —únicamente asociado a depreciación cambiaria— alcanza cerca de 2pp al final del período de proyección (gráfico III.20).

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



(*) Datos individuales a diciembre de cada año. Área gris indica horizonte de proyección.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

El impacto relativamente acotado del tipo de cambio se debería al bajo descalce cambiario de balance que tiene el sector corporativo (Recuadro III.1). Por otra parte, los gastos financieros experimentan un alza en relación a la deuda financiera, debido a los shocks en tasas de interés y tipo de cambio, alcanzando

^{1/} El costo de financiamiento está definido como la razón de gastos financieros anuales sobre deuda financiera total, en tanto la cobertura de intereses se define como la razón de utilidad antes de gastos financieros e impuestos sobre los gastos financieros anuales. Así una cobertura de intereses menor a uno indica que la firma tiene pérdidas antes de impuestos.

^{2/} La elección de utilizar los cierres anuales radica en el hecho que éstos presentan un mayor número de firmas que reportan sus estados financieros a la SVS. Específicamente, el promedio de empresas al cuarto trimestre del 2015 es 63% mayor al promedio de los otros trimestres del mismo año, lo que se traduce en un 10% más de activos.

^{3/} Se excluyen empresas estatales y los sectores de servicios financieros y minería.

^{4/} Para más detalle sobre los supuestos ver Espinosa et al. (2016).



6% al 2018. Este menor efecto en el costo de la deuda se debe a que gran parte de la deuda financiera es a largo plazo (82% del total al 2015).

Con todo, el impacto del escenario de tensión se traduce en un aumento de la proporción de firmas que presentan pérdidas (cobertura de intereses inferior a uno), alcanzando al 2018 el 34% de los activos totales del sector corporativo (gráfico III.21).

Del mismo modo, se reduce la fracción de firmas que tienen una cobertura de intereses superior a dos, representando menos de un tercio de la deuda financiera (gráfico III.22)^{5/}. En ambos casos, el efecto del shock en actividad es el que tiene mayor incidencia y los resultados son similares a los observados en la crisis asiática.

Si bien ambas cifras alcanzan niveles similares a los observados durante la crisis asiática las fuentes de vulnerabilidades son distintas. En efecto, en dicho período las firmas presentaban mayores rentabilidades sobre activos pero su exposición a los shocks financieros era más alta, debido a un mayor descalce cambiario.

Conclusiones

Las pruebas de tensión son una herramienta que permite evaluar el impacto de potenciales escenarios de riesgo sobre algún sector del sistema financiero, en este caso el sector corporativo SVS, y no constituyen proyecciones de la evolución de este sector. Los ejercicios muestran que, en los escenarios considerados, el principal efecto en indicadores de rentabilidad se encuentra dado por la caída en la actividad. Así, el impacto de cambios en variables financieras (tasa de interés y tipo de cambio) es menor, lo que se explica por un descalce cambiario acotado y vencimientos de deuda de largo plazo, los que ocurren fuera del horizonte de análisis del ejercicio.

GRÁFICO III.21

Empresas con pérdidas, por tipo de shock (*)
(porcentaje de los activos totales)



(*) Empresas con pérdidas es equivalente a aquellas con cobertura de intereses menor a 1.

Datos individuales a diciembre de cada año. Área gris indica horizonte de proyección.

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

GRÁFICO III.22

Empresas con cobertura menor a dos, por tipo de shock (*)
(porcentaje de la deuda financiera)



(*) Datos individuales a diciembre de cada año. Área gris indica horizonte de proyección.

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

^{5/} Límite tomado desde GFSR de octubre del 2015.

IV. SISTEMA BANCARIO

El crédito bancario mantiene un crecimiento en línea con la actividad económica. Los indicadores de riesgo de crédito permanecen estables pero se aprecian riesgos en la cartera comercial. La rentabilidad de la banca disminuye y la capitalización se recupera marginalmente desde el último IEF. Los ejercicios de tensión indican que el sistema bancario continúa en una posición financiera suficiente para enfrentar un escenario de estrés severo.

EVOLUCIÓN RECENTE

El dinamismo de los créditos a empresas continuó en línea con el ciclo, mientras que las colocaciones hipotecarias se desaceleraron y las de consumo presentaron alguna recuperación.

Las colocaciones comerciales redujeron su tasa de expansión desde el IEF anterior, alcanzando en octubre un crecimiento anual de 2,6% (gráfico IV.1). Descontando el efecto del tipo de cambio, la cartera muestra una incipiente recuperación hasta agosto, la que se disipa en los últimos dos meses (gráfico IV.2). Un análisis por componentes sugiere que el factor de demanda, que se extrae de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB), sería uno de los más relevantes en la dinámica reciente de estos créditos (gráfico IV.3).

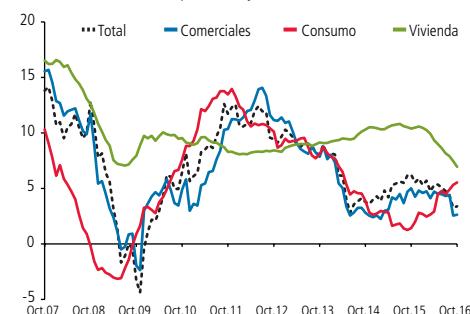
El crecimiento de los créditos de consumo se recuperó desde el último IEF, llegando a 5,5% en octubre, explicado principalmente por el mayor dinamismo de la banca mediana. En tanto, las colocaciones hipotecarias redujeron sostenidamente su tasa de expansión desde inicios de este año, alcanzando 7% en octubre. Por el lado de la oferta, la entrada en vigencia de la normativa que relaciona las provisiones de la cartera de vivienda con la razón deuda a garantía, ha vuelto algo más restrictivos los estándares de otorgamiento de crédito. Esto es coherente con los resultados de la ECB desde el cuarto trimestre del 2015 a la fecha y con la caída del número de operaciones (gráfico IV.4). Por su parte, la ECB señala que la demanda se ha debilitado desde el IEF anterior, en línea con el menor ritmo de la actividad económica.

Los indicadores de riesgo de crédito tanto de hogares como de empresas se mantuvieron estables, pero surgen algunas vulnerabilidades en el segmento comercial.

Por una parte, empresas deudoras de mayor tamaño (i.e. grandes y mega), muestran un aumento marginal en su mora en el tercer trimestre. Asimismo, en la cartera comercial evaluada individualmente, la participación de la cartera subestándar ha seguido aumentando, hasta alcanzar 4,8% de las colocaciones comerciales del sistema a octubre de este año (gráfico IV.5)¹¹.

GRÁFICO IV.1

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

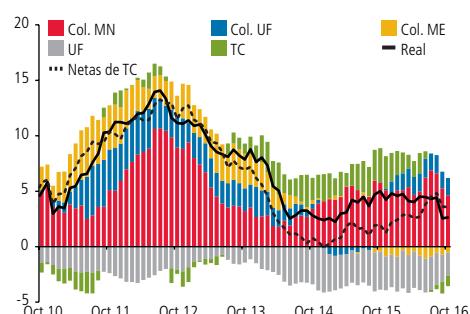


(*) Basado en estados financieros individuales. La actividad de las carteras de consumo y comercial se vieron influenciadas por una operación puntual que vincula a Cencosud y Scotiabank.

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

GRÁFICO IV.2

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

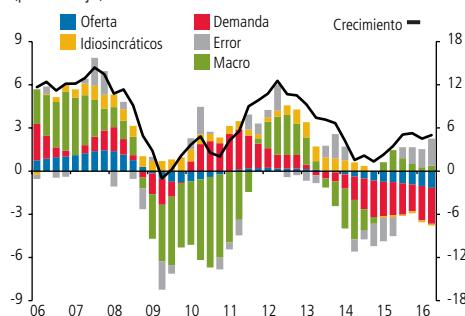


(*) Desagregado por causa de la variación. Incluye créditos contingentes.

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

**GRÁFICO IV.3**

Estimación del crecimiento de las colocaciones comerciales (*) (porcentaje)

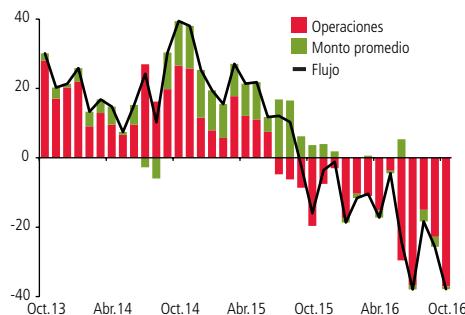


(*) El análisis sigue la metodología de Del Giovane et al. (2011) y se basa en información de percepciones de oferta y demanda de créditos reportadas en la ECB. Con el objeto de facilitar la exposición, en los determinantes se omite la constante. Para detalles ver Jara et al. (2016).

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

GRÁFICO IV.4

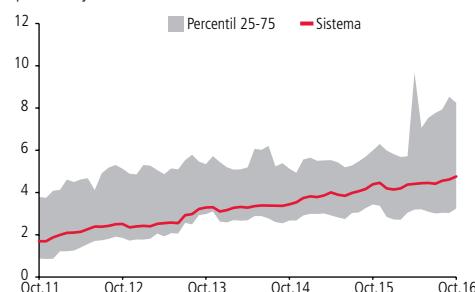
Flujo de colocaciones de vivienda (variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.5

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



(*) Excluye a bancos de tesorería, de comercio exterior y consumo.

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

Relativo al 2013, se han incrementado los flujos hacia la cartera subestándar y a castigos, lo que ha ocurrido en conjunto con menores flujos a la cartera normal (gráfico IV.6). De mantenerse esta situación, la cartera comercial podría mostrar un incremento relevante en la morosidad del sistema llegando a 2% en un horizonte de doce meses^{2/}.

Aumenta la participación de acreedores locales en el financiamiento de la banca.

Hasta el tercer trimestre del año, las emisiones de bonos bancarios en el mercado local igualaron el total emitido en el 2015 (US\$3.000 millones) y superaron largamente las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado externo. Lo anterior, elevó la participación de los bonos locales en el stock de pasivos de la banca desde 15 a 18% entre septiembre del año pasado y septiembre de este año. Este aumento fue más pronunciado para los bancos medianos (gráfico IV.7).

La banca mediana mantiene su exposición al financiamiento con inversionistas institucionales, sustituyendo depósitos por bonos (gráfico IV.8).

Esta sustitución conlleva una disminución marginal en el riesgo de financiamiento de estos bancos^{3/}. Sin perjuicio de lo anterior, la exposición a depósitos de institucionales continúa siendo un factor relevante a monitorear dado que estos inversionistas suelen presentar cambios abruptos en sus tenencias.

Se redujo la rentabilidad de la banca y la capitalización se recupera ligeramente, aunque esta última se mantiene en la parte baja de una muestra amplia de países.

A octubre, la rentabilidad del sistema disminuyó con respecto al IEF anterior (11,6% de ROE y 0,99% de ROA). El margen de intereses —principal componente del resultado operacional— se stabilizó a partir de principios de este año, después de reducirse en más de 0,3pp de los activos entre junio del 2014 y diciembre del 2015 (gráfico IV.9).

El índice de adecuación de capital (IAC) aumentó desde el último IEF, llegando a 13,8% en septiembre de este año. Este incremento es más significativo entre los bancos medianos, debido principalmente a una disminución de su apalancamiento (gráfico IV.10). Una parte importante de este desarrollo se

^{1/} Incluye a deudores con dificultades financieras o empeoramiento significativo de su capacidad de pago y sobre los que hay dudas razonables acerca del reembolso. Además, incluye a deudores que presentan morosidades superiores a 30 días.

^{2/} El ejercicio realizado mantiene las variaciones mensuales observadas durante un año y estima la cartera en incumplimiento. El cálculo de morosidad supone que ésta es proporcional a la cartera en incumplimiento. Para más detalles, ver nota adjunta al IEF.

^{3/} Para definición de deuda en riesgo ver Recuadro IV.1, IEF del primer semestre del 2015.

debe a las capitalizaciones materializadas en el primer semestre del 2016 que fueron señaladas en el IEF anterior. También contribuyó a este aumento, aunque en menor medida, la disminución de los activos ponderados por riesgo (APR) a raíz de la apreciación del peso y la reducción del factor de conversión del cupo no utilizado de las líneas de crédito de libre disponibilidad.

El aumento en el IAC contribuye a disminuir la brecha entre la capitalización de la banca chilena y la de países de la OCDE y Latinoamérica. Sin embargo, Chile aún se encuentra en la parte baja de la distribución de este indicador, para dicha muestra de países. Asimismo, el aumento de la capitalización no se debe a cambios en la política de retención de dividendos sino a nuevo capital orientado a sustentar procesos de fusión o adquisición de filiales. En la medida que este aumento se use para expandir los activos bancarios, es posible que el IAC retorne a sus niveles previos.

FACTORES DE RIESGO

Una prolongación o profundización de la menor actividad económica podría deteriorar la calidad de cartera de los bancos.

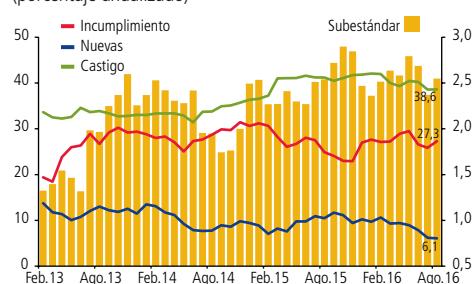
Un escenario económico adverso, podría reducir la capacidad de pago de las empresas, debido a una menor generación de ingresos. Lo anterior acentuaría el deterioro de la cartera de créditos comerciales al incrementarse la proporción de firmas que migra desde la categoría subestándar a incumplimiento. En este contexto, un ajuste en el mercado del trabajo aumentaría el riesgo de crédito de la banca de personas al disminuir la capacidad de pago de los deudores.

El empinamiento de la curva de rendimiento implica mayores riesgos financieros para la banca.

El alza de las tasas externas de largo plazo se ha traspasado a las tasas largas locales, sin afectar mayormente las de corto plazo (Capítulo II). Este empinamiento de la curva implica una desvalorización de los activos financieros mantenidos por la banca y un aumento en el costo de financiamiento de deuda de mediano y largo plazo. Esto afectaría, particularmente a bancos que requieran renovar este tipo de pasivos en el corto plazo.

GRÁFICO IV.6

Transición de colocaciones comerciales de clasificación individual (*)
(porcentaje anualizado)

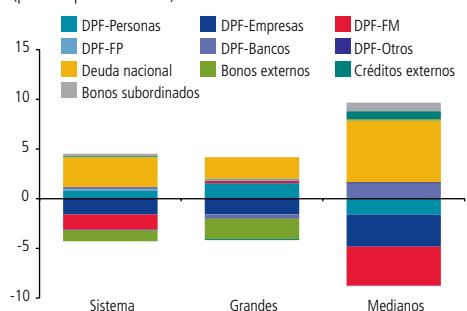


(*) Ratio de flujo neto de transiciones entre categorías de riesgo respecto al stock de referencia rezagado 3 meses, por consistencia con definición de mora. El stock es el de la categoría de origen, a excepción de las nuevas que se calculan respecto de la cartera normal. Las categorías de riesgo consideradas en orden son: Normal, Subestándar, Incumplimiento. A esto se incorporan las transiciones de colocaciones nuevas y castigadas.

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

GRÁFICO IV.7

Variación de la composición de los pasivos de la banca (*)
(puntos porcentuales)

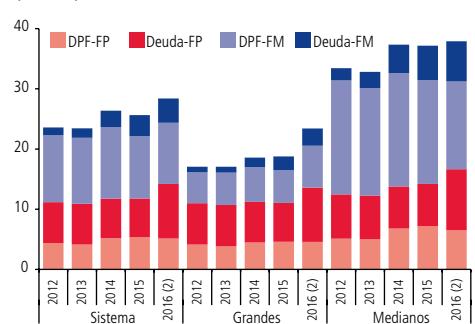


(*) Diferencia entre septiembre de 2016 y septiembre del 2015. Excluye otros depósitos, otras obligaciones financieras, derivados, impuestos, provisiones y otros pasivos.

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

GRÁFICO IV.8

Pasivos de la banca con inversionistas institucionales (1)
(puntos porcentuales)



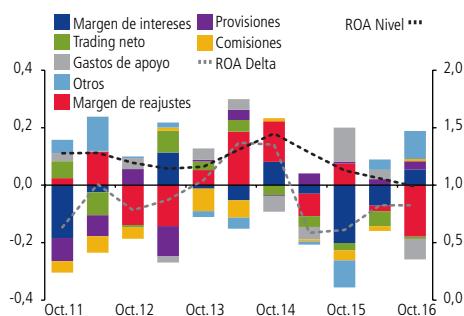
(1) Excluye bonos subordinados.

(2) Información a septiembre del 2016.

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

**GRÁFICO IV.9**

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

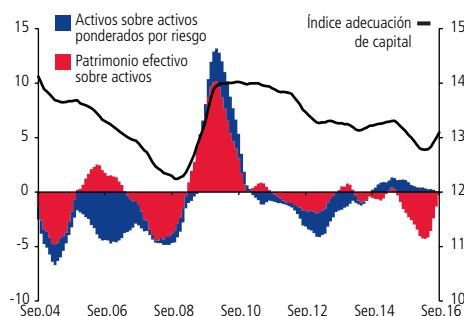


(*) En base a estados financieros consolidados.

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

GRÁFICO IV.10

Contribución al crecimiento anual del IAC
(media móvil doce meses, porcentaje)



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

GRÁFICO IV.11

Crecimiento anual del PIB (*)
(porcentaje)



(*) Serie desestacionalizada. El área sombreada señala la ventana del ejercicio.

Fuente: Banco Central de Chile.

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS⁴

Los ejercicios de tensión indican que el sistema bancario continúa en una posición financiera suficiente como para enfrentar la materialización de un escenario de estrés severo.

Los ejercicios de tensión emplean información macroeconómica y datos contables del sistema bancario a junio del 2016. Para el cálculo del riesgo de crédito, se estima un modelo que relaciona el gasto en provisiones de las colocaciones, las que reflejan el costo por el riesgo de crédito de las carteras de los bancos, principalmente con actividad económica. En tanto, el cálculo del riesgo de mercado considera dos tipos de exposición: moneda y tasas de interés (separados en valoración y reprecio). Se evalúa el impacto de estos riesgos en un escenario de estrés.

Este escenario de estrés considera una caída del PIB en el corto plazo y un menor nivel de crecimiento en el mediano plazo. Con esto, la actividad llegaría a -5,3% anual y luego convergería en el mediano plazo a un crecimiento de 1,4% durante el 2018. Ello intenta replicar episodios pasados de fragilidad financiera (gráfico IV.11).

Respecto del punto inicial del ejercicio del IEF anterior, que utilizó información a diciembre del 2015, se observa un menor nivel de rentabilidad y un mayor nivel de capitalización para el sistema. Así, la rentabilidad del capital (ROE) es 2pp inferior (12,5 versus 14,5%) y el IAC 0,8pp superior (13,4 versus 12,6%).

Los ejercicios muestran que en el escenario de estrés, el ROE del sistema se vuelve negativo alcanzando -6,3% del capital básico, un nivel más bajo que los -4,6% del ejercicio del IEF anterior (tabla IV.1). A nivel de instituciones, bancos que en conjunto representan un 74% del capital básico del sistema (60% en el ejercicio anterior) exhibirían rentabilidades negativas en el escenario de estrés, lo que equivale a un 77,5% de los activos del sistema (gráfico IV.12).

Además, los niveles de IAC bajo estrés presentan una mayor heterogeneidad debido a que los bancos que se encuentran más expuestos al escenario de riesgo, no han incrementado su base de capital (gráfico IV.13). Así, el grupo de bancos que mantienen un IAC sobre 10% en el escenario de estrés, representan un 47,2% de los activos del sistema, cifra levemente superior a la obtenida en el ejercicio anterior, aunque se mantiene en niveles bajos (gráfico IV.14).

⁴ El análisis se basa en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre del 2013. Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

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.

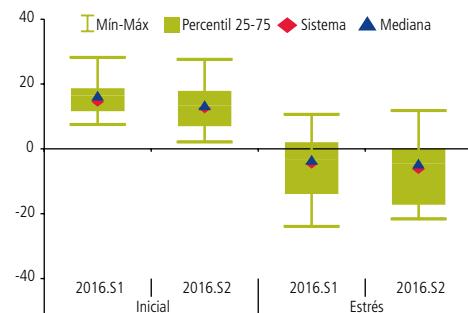
TABLA IV.1
Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad
(porcentaje del capital básico)

	2016.S2	2016.S1
ROE Inicial	12,5	14,5
Riesgo de Mercado	-1,2	-1,3
Valoración	-0,5	-0,8
Repricing	-1,0	-0,8
Moneda	0,3	0,3
Riesgo de Crédito	-20,5	-21,4
Consumo	-7,8	-9,4
Comercial	-10,3	-9,7
Vivienda	-2,4	-2,4
Margen	2,9	3,6
ROE Final	-6,3	-4,6

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

GRÁFICO IV.12

Impacto del escenario de estrés sobre la rentabilidad del capital (*)
(utilidad sobre capital básico)

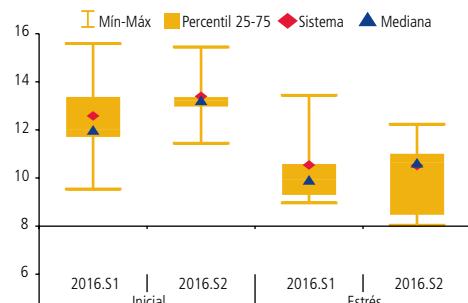


(*) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería, comercio exterior y consumo que han salido del sistema. Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

GRÁFICO IV.13

Impacto del escenario de estrés sobre el índice de adecuación de capital (*)
(patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)

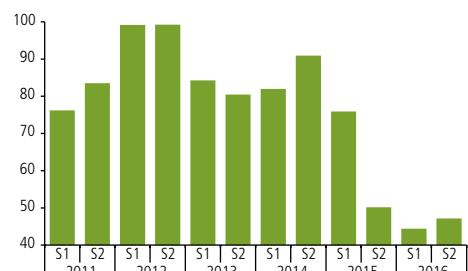


(*) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería, comercio exterior y consumo que han salido del sistema.

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

GRÁFICO IV.14

Bancos con IAC igual o superior al 10% bajo escenario de estrés (*)
(porcentaje de participación de activos)



(*) Resultados de los ejercicios de tensión presentados en IEF anteriores.

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

V. REGULACIÓN FINANCIERA

Este capítulo revisa los temas más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel local e internacional durante el segundo semestre.

REGULACIÓN NACIONAL

Creación de la Comisión para el Mercado Financiero.

Recientemente el Congreso aprobó la propuesta para la creación de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). En una primera instancia, la CMF reemplazará a la actual Superintendencia de Valores y Seguros, siendo la creación de un cuerpo colegiado para su dirección una de las innovaciones más relevantes respecto de la situación actual. A futuro, se espera incorporar al supervisor bancario dentro de la CMF, a través de una modificación a la Ley General de Bancos (LGB), lo que constituiría un cambio muy significativo en la estructura de regulación y supervisión financiera del país.

Según lo establecido en la Ley, la CMF tendrá como objetivo velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública. Para ello deberá mantener una visión general y sistémica del mercado, considerando los intereses de los inversionistas y asegurados, y velar porque las personas o entidades fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rijan. De esta manera, cuando la supervisión bancaria se integre a la CMF, la estructura de regulación y supervisión financiera pasará de un modelo de silos, en el que existe un regulador y supervisor específico según el tipo de entidad regulada, a uno integrado.

La necesidad de perfeccionar nuestro sistema de regulación y supervisión financiera ha sido señalada por organizaciones internacionales en distintas ocasiones, destacando la conveniencia de mejorar la supervisión de conglomerados financieros y de fortalecer la independencia y protección legal de las autoridades regulatorias. En el pasado han existido instancias de análisis y discusión sobre esta materia, como la llamada "Comisión Desormeaux" en 2011^{1/}, y se han realizado diversos ajustes legales para facilitar la coordinación y el intercambio de información entre entidades sectoriales, siendo el más destacado la creación del Consejo de Estabilidad Financiera ese mismo año^{2/}.

^{1/} Ver Recuadro VI.1 del IEF del primer semestre del 2011.

^{2/} Ver Capítulos V de IEF del segundo semestre del 2011 y segundo semestre del 2014.



A nivel internacional, luego de la crisis financiera global no son pocos los países que han realizado reformas profundas a sus estructuras de regulación financiera. Sin que necesariamente existan modelos mejores que otros, estas reformas tienden hacia establecer modelos de “cumbres gemelas” (twin peaks), en los que una entidad se preocupa de los temas de solvencia y otra distinta de los de conducta de mercado; o bien a establecer supervisores integrados. Ambos esquemas tienen ventajas y desventajas.

En caso de avanzar a un esquema de supervisión integrado, Chile podrá beneficiarse de tener un supervisor con una visión sistémica. Sin embargo, será importante buscar la forma de resolver de manera adecuada el potencial conflicto que puede existir entre solvencia y conducta de mercado, una de las principales dificultades que encuentran este tipo de supervisores.

Por otro lado, la incorporación del supervisor bancario a la CMF supone importantes desafíos. Entre ellos destacan los de índole jurídica, al tener que redactar una nueva ley de bancos que sea armónica con el resto del marco de regulación financiera; la interacción con el CEF, el BCCh y otras entidades con potestades para regular aspectos del sector financiero. A esto se añaden los problemas organizacionales inherentes de unir dos entidades que hasta ahora han trabajado de manera independiente.

Por último, cabe señalar que la creación de la CMF de ninguna manera afecta las facultades normativas e interpretativas que le corresponden al BCCh, en virtud de su LOC, en materia de regulación financiera.

Ley que autoriza la emisión y operación de medios de pago con provisión de fondo por entidades no bancarias.

Luego de casi 3 años de tramitación, en octubre se aprobó la Ley N°20.950 que autoriza la emisión y operación de medios de pago con provisión de fondos por entidades no bancarias, cuyos sistemas importen que el emisor u operador contraiga habitualmente obligaciones de dinero con el público. En lo que concierne a los emisores no bancarios de medios de prepago, la Ley autoriza a estas entidades a captar o recibir en forma habitual recursos del público, lo que hasta ahora estaba restringido sólo a los bancos. Para hacerlo, deben cumplir con una serie de requisitos tales como: estar constituidas como sociedades anónimas especiales; contar con giro exclusivo; y sus accionistas fundadores deben cumplir con los requisitos de integridad contemplados en la Ley General de Bancos. Además, los fondos captados quedan sujetos, entre otras, a las siguientes restricciones: sólo pueden ser destinados a los pagos correspondientes al uso del medio de pago, comisiones que correspondan y reembolsos; deben ser registrados, mantenidos y contabilizados en forma segregada de las otras operaciones que realice la sociedad emisora; no devengarán intereses ni reajustes; y deberán ser mantenidos en caja o invertidos en los instrumentos que el BCCh autorice. Estos emisores quedarán sujetos a la regulación prudencial que dicte el BCCh conforme a su LOC y la nueva legislación, y serán fiscalizados por la SBIF con las atribuciones que para ello le confiere la Ley General de Bancos.

Por otra parte, la Ley autoriza a las sociedades de apoyo al giro (SAG) que realicen actividades relacionadas con los medios de pago para prestar servicios a emisores y operadores no bancarios sujetos a la nueva legislación, a fin de facilitar el acceso a las redes de adquirencia e interconexión a redes de procesamiento. Además, señala que estas SAG podrán utilizar medios tecnológicos, electrónicos o cualquier otro que resulte apto para facilitar que los establecimientos de comercio puedan aceptar en forma expresa las condiciones de contratación que éstas propongan para la operación de medios de prepago no bancarios y similares, las que deberán ser objetivas, competitivas, transparentes y no discriminatorias.

También se modifican leyes específicas para permitir que las Cooperativas de Ahorro y Crédito (CAC) que cuenten con un patrimonio pagado igual o superior a las 400.000 UF y estén sujetas a la fiscalización de la SBIF puedan emitir u operar estos medios de pago directamente, mientras que las Cajas de Compensación y las restantes CAC deberán constituir sociedades filiales y de apoyo al giro, respectivamente, las que deberán cumplir con los requisitos establecidos en la Ley y con las normas que dicte el BCCh, quedando sujetas a fiscalización de la SBIF.

Por último, se habilita a la empresa pública Metro S.A. a desarrollar actividades de emisión y operación de medios de prepago, y también se le autoriza a celebrar convenios con emisores no bancarios de prepago para la prestación recíproca de servicios de recaudación y carga de fondos u otros servicios propios del giro, bajo condiciones objetivas y no discriminatorias. Lo anterior, mediante sociedades filiales o coligadas, cuya actividad se sujetará a la Ley N°20.950 y normas dictadas conforme a ella, y a la fiscalización de la SBIF.

El objetivo de esta Ley es promover el desarrollo y la masificación de los pagos electrónicos y una mayor inclusión financiera, junto con aumentar la competencia en los medios de pago. Desde la perspectiva del BCCh, este nuevo marco legal contiene elementos que pueden aportar al logro de esos objetivos, con resguardos apropiados para la fe pública. Estos elementos se tendrán en cuenta en la elaboración de las normas que le corresponden al Banco Central, así como también evitar espacios de arbitraje regulatorio.

Modificaciones a la LOC del BCCh incorporadas por la Ley N°20.956, para perfeccionar la regulación aplicable a sistemas de pagos establecidos en el país y reconocer infraestructuras de pago en jurisdicciones extranjeras en que participen entidades financieras locales.

En virtud de la sustitución del numeral 8 del artículo 35 de la LOC del BCCh, se robustece el marco regulatorio de las infraestructuras de pagos y su interconexión con otras jurisdicciones. El BCCh ahora podrá reconocer sistemas de pagos establecidos en el exterior, a fin de permitir la participación en éstos de empresas bancarias u otras instituciones financieras fiscalizadas por la SBIF.



Además se explicita a nivel de ley la firmeza e irrevocabilidad de los pagos y la protección legal de las garantías constituidas en los sistemas de pago reconocidos por el BCCh. Estos conceptos ya se encontraban incorporados con anterioridad pero solo a nivel de regulación. Estos ajustes se encuentran en línea con las recomendaciones de la Misión ROSC (Recuadro VI.1).

El eventual funcionamiento de este tipo de sistemas puede contribuir a potenciar la internacionalización del peso y disminuir los riesgos de pago en moneda extranjera, al permitir la integración del sistema financiero chileno con sistemas internacionales de liquidación de pagos en moneda extranjera.

Otros aspectos de regulación financiera contenidos en la Ley para impulsar la productividad

La Ley que establece medidas para impulsar la productividad (Ley N°20.956, promulgada en octubre) modifica varios cuerpos legales y contempla algunas medidas relacionadas con el sector financiero. Además de la modificación señalada a la LOC del BCCh, destacan las medidas para facilitar la instalación en Chile de custodios internacionales, aumentar el límite para la inversión en el exterior de las compañías de seguro, y permitir nuevas alternativas de inversión para los fondos de pensiones y fondos de cesantía, introduciendo un marco legal para supervisión basada en riesgo de las administradoras estos últimos.

Para facilitar la instalación de custodios internacionales en Chile se realizan algunas modificaciones en la Ley de Impuesto a la Renta sobre beneficios tributarios para inversión en instrumentos de renta fija por inversionistas extranjeros. De acuerdo con el Mensaje de la Ley, la instalación de custodios internacionales podría facilitar la participación de inversionistas extranjeros, contribuyendo a la liquidez y profundidad de nuestro mercado de renta fija y disminuyendo los costos de financiamiento. Al respecto, cabe señalar que si bien una mayor participación de inversionistas extranjeros tiende a estar asociada a menores costos de financiamiento, existe evidencia empírica que también lo está a mayores niveles de volatilidad^{3/}.

La Ley también contempla modificaciones a los límites de inversión en el exterior para las compañías de seguros. Estas ahora podrán invertir en el exterior al menos el 20% de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo, hasta el límite que determine el BCCh, previo informe de la SVS. En la actualidad, el límite máximo de inversión en el exterior establecido en la Ley de Seguros y regulado por el BCCh es 20% y el sistema como un todo tiene una relación de 12% (Capítulo II). También se autoriza a las compañías de seguros a invertir en forma directa en proyectos de infraestructura. Por último, con el fin de diversificar el portafolio de inversión de los fondos de pensiones y así obtener mejores combinaciones de riesgo y retorno, se amplían las alternativas de inversión para los Fondos de Pensiones y Fondo de Cesantía, permitiendo, entre otros, la inversión en instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada, infraestructura y otro tipo de activos que pueda determinar el Régimen de Inversión.

^{3/} Ver Recuadro II.1 del IEF del segundo semestre de 2015.

Por su parte, la Ley confiere nuevas atribuciones a la Superintendencia de Pensiones para implementar un sistema de supervisión basado en riesgo de las administradoras de fondos de pensiones y fondos de cesantía, a través de instrucciones y evaluaciones de calidad de gobierno corporativo, gestión de riesgos y control interno.

REGULACIÓN INTERNACIONAL

Ciber-resiliencia

El funcionamiento eficiente y seguro de las infraestructuras financieras (IF) contribuye a la estabilidad financiera. Por el contrario, mal administradas pueden ser una fuente de shocks financieros o un canal de transmisión importante de shocks entre mercados financieros domésticos e internacionales. En este contexto, el nivel de ciber-resilencia de las IF puede ser muy importante para el sistema financiero y la economía en general. Por lo anterior, CPMI-IOSCO publicaron el documento "Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures", el que corresponde al primer conjunto de lineamientos acordado internacionalmente en materia de ciberseguridad para la industria financiera. Su objetivo es contribuir a que las IF mejoren su ciber-resiliencia. Ello implica prevenir la ocurrencia de ataques cibernéticos; o bien, en caso de incidentes, tener respuestas rápidas y efectivas, con tiempos de recuperación acotados. Además, es importante que las prácticas sean similares entre países.

Algunos de los principales conceptos contenidos en este documento son: una "ciber gobernanza" sólida es muy importante, lo que requiere de la atención del Directorio y alta administración de la IF; poder reasumir las operaciones de manera rápida y segura luego de un ciber-ataque es fundamental; las IF deben inculcar en su cultura los riesgos cibernéticos; se deben analizar las amenazas y realizar pruebas rigurosas; y la ciber-resiliencia no depende sólo de una IF, sino que de todo el sistema.

A nivel local, la SBIF recientemente dictó una Circular sobre seguridad de la información y ciberseguridad, enfatizando la necesidad de tomar medidas de control en esta materia y requiriendo de sus fiscalizados que el Directorio y la Alta Gerencia se informen respecto de los riesgos asociados a la ciberseguridad y resuelvan respecto de las medidas de mitigación pertinentes, y que las empresas realicen una evaluación periódica de sus controles, en línea con las recomendaciones de CPMI-IOSCO.

Aspectos de la inclusión financiera relacionados con los pagos

Según el BIS, la inclusión financiera puede ser interpretada en términos simples como tener acceso a, y utilizar, el tipo de servicios financieros que satisfacen las necesidades del usuario.



Recientemente, el BIS publicó junto al Banco Mundial el documento "Payment aspects of financial inclusion". Este documento identifica las barreras para la adopción y el uso de las llamadas "cuentas transaccionales", las que son fundamentales para la inclusión financiera puesto que sirven de entrada para otros servicios financieros como ahorro, crédito y seguros. Dado que el 40% de la población adulta en el mundo no tiene una cuenta de este tipo, sugiere la adopción de medidas como su entrega gratis o a un costo bajo, aumentar los esfuerzos de educación financiera, y promover el uso de medios de pago electrónicos, por ejemplo, a través de los beneficios sociales. Además, el BIS sugiere algunos principios rectores, tales como contar con: compromiso de organizaciones públicas y privadas; marco legal y regulatorio robusto para la inclusión financiera; infraestructura financiera y de comunicaciones segura y eficiente; oferta de cuentas transaccionales y medios de pago que satisfagan necesidades diversas; y una red amplia de puntos de acceso y canales interoperables.

Algunos de los planteamientos del BIS pueden ser relevantes para Chile, en particular en el contexto de la implementación del proyecto de ley de prepago no bancario, el que tiene como uno de los objetivos en su origen contribuir a la inclusión financiera.

TABLA V.1
Principales normas promulgadas durante el segundo semestre del 2016

Fecha	Organismo	Norma	Materia y objetivos
07-06-2016	SBIF	"CARTA CIRCULAR BANCOS N°1 SOCIEDADES DE APOYO AL GIRO N°1"	Establecer requisitos necesarios asociados a la seguridad de la información y ciberseguridad para la evaluación de entidades, en el marco de gestión de riesgo operacional de la Superintendencia.
08-06-2016	SBIF	CARTA CIRCULAR N°02/2016 MANUAL SISTEMA DE INFORMACIÓN	Modificar archivos relativos a Situación de Liquidez, Índices de Concentración, Razones de Liquidez y tabla de bandas temporales respectivamente. Documentos en el marco de la Norma SBIF (RAN 12-20) de Gestión y Medición de la posición de liquidez.
27-07-2016	SVS	NCG N°410	Determinar qué personas o entidades del mercado serán consideradas como inversionistas institucionales, de acuerdo a lo dispuesto por la Ley N°18.045 de Mercado de Valores.
30-08-2016	SVS	NCG N°411	Establecer exigencias mínimas requeridas para que los instrumentos entregados en garantía por las empresas mineras sean calificados como idóneos, así como el método de valorización que se deberá aplicar a dichos instrumentos para la determinación de su suficiencia.
06-09-2016	SVS	NCG N°412	Establecer la forma, periodicidad y exigencias que deberán cumplir, para la acreditación de idoneidad y conocimientos mínimos, los intermediarios de valores, administradores de recursos de terceros y agentes comercializadores de cuotas.
13-10-2016		LEY N°20.956 CON MEDIDAS PARA IMPULSAR LA PRODUCTIVIDAD	Profundizar el sistema financiero y promover una mayor eficiencia en el sistema de pagos, entre otras materias.
29-10-2016		LEY N°20.950 AUTORIZA EMISIÓN Y OPERACIÓN DE MEDIOS DE PREPAGO NO BANCARIO	Autorizar emisión y operación de medios de pago con provisión de fondos o sistemas similares por parte de empresas no bancarias, en la medida que dichos sistemas importen que el emisor u operador contraiga habitualmente obligaciones de dinero con el público en general o ciertos sectores o grupos específicos de él.
02-11-2016	SBIF	CIRCULAR N°3.612 BANCOS	Avanzar en la incorporación de las mejores prácticas en materia de continuidad del negocio, tomando en consideración el volumen y complejidad de operaciones de este tipo de entidades.

TABLA V.2

Principales normas puestas en consulta pública durante el segundo semestre del 2016

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
15-06-2016	SBIF	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMATIVA REFERIDA A LA GESTIÓN DE CONTINUIDAD DEL NEGOCIO	Establecer disposiciones sobre los lineamientos mínimos para la gestión de la continuidad del negocio de las empresas bancarias, incluyendo el caso de contingencias a nivel sistémico, cuyo seguimiento será evaluado por la Superintendencia como parte esencial de los riesgos operacionales.
25-07-2016	SBIF	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA ACTUALIZACION DE NORMAS GENERALES QUE RIGEN A LAS SOCIEDADES DE APOYO AL GIRO	Hacer extensiva la restricción a empleados de un banco para ejercer como directores en las sociedades que administren cámaras de compensación de pagos de alto valor y sociedades de apoyo al giro que presten servicios vinculados a sistemas de pagos y no tengan carácter de filial de un banco.
03-08-2016	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMA SOBRE POLÍTICAS DE GESTIÓN Y PROGRAMAS DE REASEGURÓ	Requerir a las compañías de seguros que mantengan a disposición de la Superintendencia la información relativa a sus políticas de gestión del reaseguro, aprobadas por el directorio de la compañía, para fines de evaluación. Adicionalmente, se introduce la exigencia a las aseguradoras de informar anualmente sus programas de reaseguro.
29-09-2016	SPENSIONES	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y DE SOLUCIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS FONDOS DE PENSIONES	Incorporar nuevos antecedentes en el informe anual al Directorio sobre la materia y mayores exigencias de información respecto a operaciones de préstamo de activos y asignación de activos respecto a transacciones y traspasos de activos entre Fondos de Pensiones, entre otras modificaciones.
29-09-2016	SPENSIONES	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA EL TÍTULO XV SOBRE INFORMACIÓN DE LAS SOCIEDADES DEL GRUPO EMPRESARIAL DE LA ADMINISTRADORA	Modificación de requisitos de información a ser enviados con el objeto que la Superintendencia pueda evaluar adecuadamente los riesgos relativos a la situación financiera de las Administradoras.
29-09-2016	SPENSIONES	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y DE SOLUCIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS FONDOS DE CESANTÍA	Incorporar nuevos antecedentes en el informe anual al Directorio sobre la materia y mayores exigencias de información respecto a operaciones de préstamo de activos y asignación de activos respecto a transacciones y traspasos de activos entre Fondos de Cesantía, entre otras modificaciones.
06-10-2016	SBIF	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMA QUE REQUIERE INFORME DE REVISIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS	Establecer la obligación de adjuntar a los estados de situación al 30 de junio enviados a la Superintendencia, un informe de revisión de la información financiera intermedia emitido por sus auditores externos, efectuado de acuerdo a las Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas.
16-11-2016	SBIF	CONSULTA PÚBLICA	Alinear las condiciones de devengo de intereses de los bonos hipotecarios con los plazos para otorgar los mutuos hipotecarios vinculados a la respectiva emisión.

TABLA V.3

Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Solvencia / Líquidez	Infraestructura / Transparencia	Resolución	Política macroprudencial	Otros
1	Revision to the securitisations framework	BCBS	*				
2	Guidance on the application of the Core Principles for Effective Banking Supervision to the regulation and supervision of institutions relevant to financial inclusion	BCBS					*
3	Regulatory treatment of accounting provisions - discussion document	BCBS					*
4	TLAC holdings standard	BCBS	*		*		
5	Objective-setting and communication of macroprudential policies	CGFS					*
6	Fast payments - Enhancing the speed and availability of retail payments	CPMI	*				
7	Resilience and recovery of central counterparties (CCPs): Further guidance on the PFMI - consultative report	CPMI	*	*			
8	Key Attributes Assessment Methodology for the Banking Sector	FSB			*		
9	Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms	FSB	*	*	*	*	*
10	Elements of Effective Macroprudential Policies. Lessons from International Experience	IMF - FSB - BIS				*	
11	Guidance on Arrangements to Support Operational Continuity in Resolution	FSB	*	*			
12	Essential Aspects of CCP Resolution Planning	FSB	*	*			
13	Implementation Report: G20/FSB Recommendations related to Securities Markets	IOSCO					*
14	Harmonisation of critical OTC derivatives data elements (other than UTI and UPI) – second batch	CPMI - IOSCO		*			
15	Harmonisation of the Unique Product Identifier (UPI) Second consultative report issued by CPMI-IOSCO	CPMI - IOSCO		*			
16	Progress Report on the CCP Workplan	CPMI - IOSCO - FSB		*			

Fuente: Sitios Web de cada institución.

VI. SISTEMAS DE PAGOS

En este capítulo se presentan las principales estadísticas de los sistemas de pagos, y los desarrollos relacionados con las infraestructuras financieras a nivel local e internacional^{1/}.

SISTEMAS DE PAGO DE ALTO VALOR

En Chile, los sistemas de pago de alto valor (SPAV) están conformados por el sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) y el sistema de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (Combanc). El primero es administrado por el BCCh y la liquidación de las transacciones se realiza inmediatamente y en base bruta en las cuentas de cada banco. Por su parte, en Combanc se realiza una única compensación diaria al cierre de su ciclo de negocios, liquidando posteriormente los saldos netos de cada banco a través del Sistema LBTR.

El monto total de pagos liquidados en los SPAV disminuyó levemente, principalmente por menores operaciones entre bancos.

En el tercer trimestre del 2016, el valor promedio diario liquidado de los SPAV fue \$15,8 billones (-1,5% anual). Dicha disminución se debe principalmente a un menor monto de pagos interbancarios tanto en el Sistema LBTR, donde disminuyeron en 15,8%, como en Combanc, que registró una caída de 10,5%. En tanto, se observó un aumento de 12% en los pagos provenientes de los mercados de valores OTC en ambos sistemas. Con todo, la distribución de pagos se mantiene casi idéntica a la del 2015, con un 72% de los pagos liquidados directamente en el sistema LBTR y un 28% liquidado en base neta a través de Combanc (tabla VI.1).

El sistema de pagos funciona, en general, con holguras de liquidez.

La liquidación en base bruta a través de LBTR representa menores riesgos para los participantes del sistema durante el proceso de liquidación debido a que no enfrenta riesgos crediticios, pero demanda mayor liquidez que la liquidación en base neta. Aun así, la mayoría de los bancos cuenta, durante el período analizado, con suficientes holguras de liquidez constituidas a través de los saldos mantenidos en sus cuentas corrientes y los depósitos constituidos en el BCCh a través de la Facilidad Permanente de Depósito (FPD), para cumplir con sus obligaciones de liquidación. Para los casos en que los recursos propios

^{1/} Más estadísticas en el anexo estadístico y en la página web del Banco Central, sección Sistemas de Pagos.

^{2/} Esta facilidad opera diariamente mediante la compra de instrumentos financieros con pacto de retroventa. Los términos y condiciones de estas operaciones están contenidos en las normas financieras del BCCh.

TABLA VI.1

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

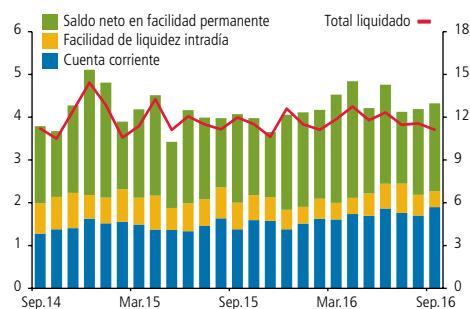
	Tercer Trimestre 2015	2016
Pagos liquidados en LBTR	11.542	11.384
Interbancario	1.840	1.549
Emisor/Receptor no bancario	1.501	1.569
Mercado de Valores	2.058	2.259
CCLV	503	501
ComDer	6	18
Mercado de Valores OTC DvP	1.549	1.740
Cámaras de compensación (neto)	322	287
Cheques	59	54
Cajeros automáticos	17	19
Combanc	246	214
Banco Central de Chile	5.821	5.721
Pagos procesados en Combanc	4.503	4.420
Interbancario	1.280	1.146
Por cuenta de clientes	2.028	1.933
Mercado de Valores OTC DvP	1.195	1.341
Total liquidado SPAV	16.045	15.804

(*) Promedios diarios para cada trimestre. Para reflejar de mejor manera la información, las subcuencias del ítem Pagos Interbancarios han sido reclasificadas y desagregadas. Por ello, si bien las cifras no han sido modificadas, no son directamente comparables con aquellas presentadas en el IEF del segundo semestre del 2015.

Fuentes: Banco Central de Chile, Combanc, CCLV y ComDer.

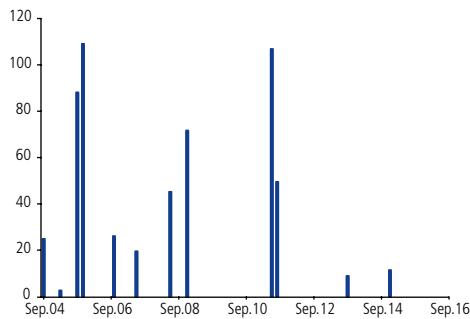
GRÁFICO VI.1

Liquidez en el Sistema LBTR (*)
(billones de pesos)

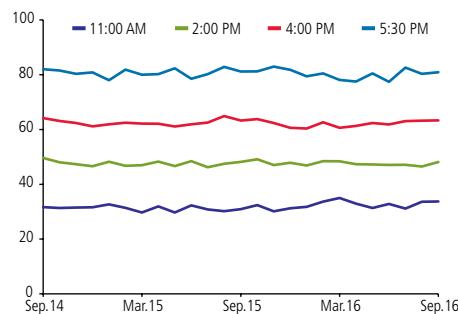


(*) Promedio mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

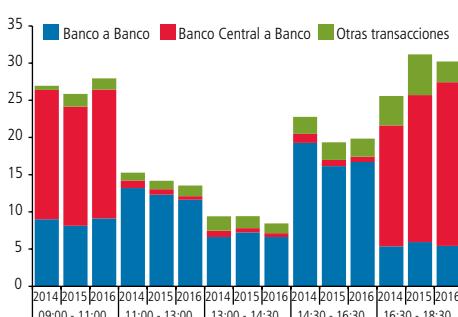
**GRÁFICO VI.2**Interrupción de disponibilidad del Sistema LBTR
(minutos por mes)

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO VI.3Transacciones a horarios específicos de LBTR (*)
(porcentaje del total)

(*) Promedio mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO VI.4Distribución por tipo de pago en Sistema LBTR
(porcentaje)

Fuente: Banco Central de Chile.

de los bancos no resulten suficientes, el BCCh mantiene disponible de manera permanente una Facilidad de Liquidez Intradía (FLI)^{3/}. Esta facilidad fue utilizada por un número reducido de bancos (gráfico VI.1).

Como en años anteriores, la disponibilidad del sistema fue de 100%.

Considerando los volúmenes de pagos liquidados, el Sistema LBTR es el principal sistema de pagos en Chile, liquidando cada 13 días hábiles un monto equivalente al PIB anual^{3/}, constituyendo desde esta perspectiva un pilar fundamental para el buen funcionamiento de los mercados financieros y la economía en general, por lo que su continuidad operacional es muy importante. En este contexto, se explica la preocupación permanente del BCCh por preservar la continuidad operacional del Sistema LBTR. Los esfuerzos en este sentido se reflejan en la ausencia de eventos de interrupción del servicio LBTR en los últimos dos años (gráfico VI.2).

El 50% de los pagos logró efectuarse antes de tres horas del cierre del LBTR, otorgándole robustez y resiliencia al sistema.

La hora en la que se completa el 50% de las transacciones liquidadas en el Sistema LBTR es un indicador de riesgo operacional respecto del impacto que tendría una interrupción del servicio. Mientras más sean las transacciones que se liquidan cerca de la hora de cierre, una falla podría causar que una proporción mayor de liquidaciones no logre realizarse en el día, lo que tendría consecuencias para el sistema financiero. Desde el 2008, la hora en que se cierra el 50% de las operaciones se sitúa entre las 13:00 y las 14:00 horas, mientras que el Sistema LBTR cierra su proceso de recepción y liquidación de órdenes de transferencia a las 17:30 (gráfico VI.3). Por otra parte, al final del ciclo (i.e. desde las 16:30 en adelante), predominan los pagos entre bancos y el BCCh, lo que otorga aún mayor flexibilidad en caso de fallas del sistema, dado que en caso de una contingencia, el BCCh podría reducir o postergar aquellas operaciones que no afecten el normal funcionamiento del mercado financiero (gráfico VI.4).

En línea con los estándares internacionales, la proporción de transacciones de los mercados de valores liquidadas directamente en el sistema LBTR siguió aumentando.

Los estándares internacionales recomiendan que las transacciones de los mercados financieros se liquiden directamente a través del Sistema LBTR dado que éste liquida en base bruta y de manera inmediata. Coherente con ello, la Ley N°20.345 estableció en el 2009 que las entidades de contraparte central (CCP) y las cámaras de compensación y liquidación de valores deben liquidar directamente en el sistema LBTR^{4/}. Por último, las operaciones no compensadas de manera central que se liquidan en el sistema LBTR también aumentaron (gráfico VI.5).

^{3/} PIB anual al 2015. El volumen de pagos liquidado a través del Sistema LBTR equivale actualmente a poco más de 17 veces el PIB trimestral. A nivel internacional, este valor varía significativamente entre países. A modo de referencia, en India es 6 veces, en Australia 25 y en Brasil 47. En tanto, en EE.UU. llega a 46 y Japón a 66 (BIS, 2016).

^{4/} Las sociedades CCLV S.A. y COMDER S.A. cuentan con la autorización de la SVS, previo informe favorable del BCCh, para operar como CCP y disponer de una cuenta en el Sistema LBTR.

El sistema LBTR inició la implementación de un “Comité de Usuarios”

Es importante que las infraestructuras financieras en general, y los sistemas de pagos en particular, sean eficientes y eficaces en los servicios que ofrecen. Por lo anterior, el Sistema LBTR implementó a partir de este año un “Comité de Usuarios”, que está compuesto por bancos y entidades de contraparte central que participan en el sistema, además del BCCh. Esta instancia facilitará la coordinación y cooperación entre los participantes y el sistema de pagos, al mismo tiempo que fomentará su transparencia, eficacia y eficiencia.

CCLV inició su proceso de postulación a European Securities and Market Authority (ESMA) para ser reconocida como Qualifying Central Counterparty (QCCP).

CCLV, infraestructura que actúa como entidad de contraparte central chilena para el mercado de renta variable y derivados bursátiles, y como cámara de compensación para instrumentos de renta fija e intermediación financiera, inició en octubre del 2016 su proceso de postulación a la ESMA para ser reconocida como una QCCP, lo cual permitiría a inversionistas del mercado europeo y sus filiales procesar sus transacciones a través de esta CCP a un bajo costo de capital regulatorio. En el proceso, ESMA revisará: el diseño, características y resguardos de la propia CCP; que la regulación y supervisión chilenas sean equivalentes a EMIR; que el país tenga reglas contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo acordes con los lineamientos generales que se exigen en la Unión Europea; y que se establezcan Memorándums de Entendimiento para formalizar acuerdos de cooperación entre las autoridades locales y europeas. Cabe recordar que ComDer Contraparte Central, inició el mismo proceso en diciembre del 2015 y se encuentra actualmente en etapa de evaluación.

SISTEMAS DE PAGO DE BAJO VALOR

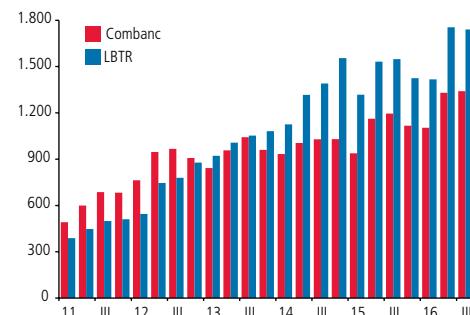
Los montos procesados de todos los medios de pago de bajo valor aumentaron respecto del 2015 (tabla VI.2).

En términos de número de transacciones, se sigue observando un aumento sostenido del uso de medios electrónicos, en contraposición al cheque, cuya tendencia sigue siendo descendente. Destaca el fuerte incremento en el número de transacciones por tarjetas de débito respecto del 2015 (gráfico VI.6).

Continúa el aumento en tenencia de tarjetas (de débito, crédito bancaria y no bancaria), reportado en el Recuadro V.1 del IEF del primer semestre del 2016. A diciembre del 2015, el número total de tarjetas activas alcanzó los 28,7 millones, casi dos millones adicionales respecto a diciembre del 2014 (gráfico VI.7). Esta expansión está explicada por el fuerte crecimiento en las tarjetas de débito, que crecieron en un año en cerca de 2 millones.

GRÁFICO VI.5

Liquidación de las transacciones OTC (*)
(miles de millones de pesos)



(*) Última información disponible, anualizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA VI.2

Principales medios de pago de bajo valor
(miles de millones de pesos)

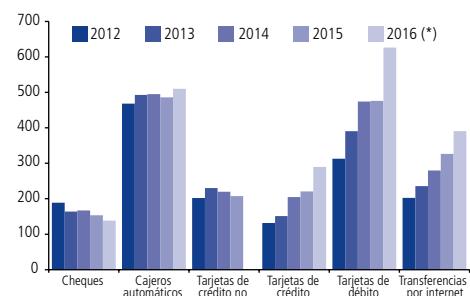
	2012	2013	2014	2015	2016 (*)
Cheques	323.980	279.699	291.322	280.881	296.725
Cajeros automáticos	22.174	24.523	25.674	25.952	27.412
Tarjetas de crédito no bancarias	5.083	5.890	5.778	5.542	n/d
Tarjetas de crédito bancarias	7.338	8.758	11.381	12.334	15.295
Tarjetas de débito	6.056	7.550	9.131	9.063	11.722
Transferencias internet	526	667	717	769	872

(*) Última información disponible, anualizada

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

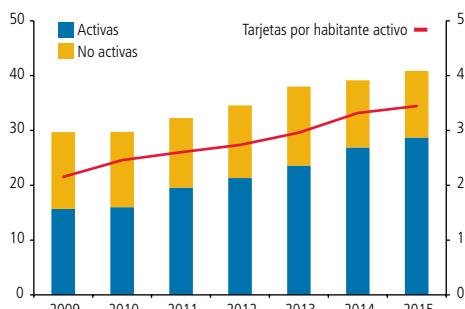
GRÁFICO VI.6

Medios de pago minoristas
(millones de operaciones)



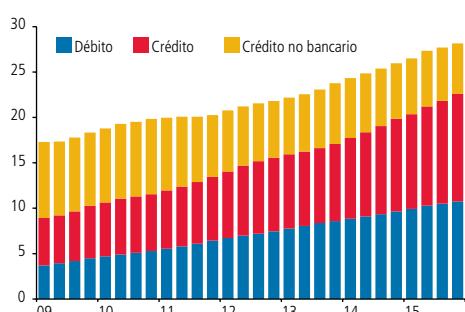
(*) Última información disponible, anualizada.

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

**GRÁFICO VI.7**Tenencia de tarjetas (*)
(millones; veces)

(*) Promedio anual. Todas las tarjetas vigentes de débito se cuentan como activas.

Fuente: SBIF.

GRÁFICO VI.8Gasto total en tarjetas (*)
(porcentaje de consumo total de hogares)

(*) Considera las incorporaciones de tarjetas no bancarias de CAR S.A. (enero 2014) y CAT S.A. (mayo 2015) al giro bancario.

Fuentes: Banco Central de Chile y SBIF.

La expansión también se refleja en el volumen total operado con tarjetas respecto al consumo total de hogares, que alcanzó 28% en diciembre pasado (gráfico VI.8). De este gasto en consumo usando tarjetas, 11,8% se realizó con tarjetas de créditos bancarias, 10,7% con tarjetas de débito, y 5,6% con tarjetas de crédito no bancario.

INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

La evaluación de las infraestructuras locales y su marco legislativo y normativo, realizada el 2015 por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI), indica un alto nivel de cumplimiento de los estándares internacionales, aunque aún existe espacio para su perfeccionamiento.

El cumplimiento de los estándares internacionales en materia de infraestructura financiera es importante no sólo para contar con infraestructuras sólidas y resilientes que contribuyan a la estabilidad financiera, sino también para asegurar la integración de Chile con otros mercados financieros. Este es un tema particularmente relevante para la economía chilena debido a la gran proporción de transacciones transfronterizas que se realizan.

El 2011, el BIS e IOSCO publicaron el documento “Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero”, el que integra las lecciones extraídas desde la crisis financiera del 2008^{5/}, homogeneizando y haciendo más estrictos los estándares existentes hasta entonces. Este cambio de paradigma ha generado la necesidad de cambios legales, regulatorios y a nivel de prácticas de las infraestructuras en casi todas las jurisdicciones, incluido Chile. En este contexto, en el marco del CEF, las autoridades financieras han decidido actuar coordinadamente para lograr el cumplimiento de estos nuevos principios, y el 2015 el Ministerio de Hacienda y el BCCh solicitaron al Banco Mundial y al Fondo Monetario Internacional, una evaluación del grado de cumplimiento de estos nuevos estándares en Chile y las consiguientes recomendaciones para subsanar las brechas existentes. Esta evaluación fue aplicada a todas las infraestructuras del mercado financiero y sus resultados fueron recientemente publicados. Los resultados globales fueron satisfactorios, y algunas de las recomendaciones ya han sido implementadas. Hacia adelante, queda pendiente el establecimiento conjunto de una agenda consensuada entre el sector privado y las autoridades para seguir perfeccionando el sistema y contribuyendo de esta manera a la mayor robustez e integración financiera del mercado chileno (Recuadro VI.1).

^{5/} Ver Capítulo VI, IEF del segundo semestre del 2014.

RECUADRO VI.1

EVALUACIÓN INTERNACIONAL DE LAS INFRAESTRUCTURAS DEL MERCADO FINANCIERO EN CHILE

Antecedentes generales

En enero del 2015, el Ministerio de Hacienda y el BCCh solicitaron al Banco Mundial y al Fondo Monetario Internacional (FMI) realizar una evaluación sobre el cumplimiento local de los principios internacionales aplicables a las infraestructuras de mercado (PFMI, por su sigla en inglés)^{1/}.

Las infraestructuras evaluadas fueron el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR), la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (Combanc), ComDer Contraparte Central, CCLV Contraparte Central (separadamente para modalidad de Entidad de Contraparte Central, ECC, y de Cámara de Compensación de Valores) y el Depósito Central de Valores (DCV). Además, se evaluó el cumplimiento de las responsabilidades de las autoridades directamente involucradas en la regulación y supervisión de estas infraestructuras (BCCh, SVS, y SBIF).

Los PFMI son 24 principios desarrollados por el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI, por su sigla en inglés) de IOSCO, que permiten sistematizar y difundir internacionalmente las mejores prácticas y estándares legales y de regulación aplicables a las infraestructuras del mercado financiero^{2/}. Estos principios están orientados hacia la gestión eficaz de riesgos y promoción de la eficiencia y transparencia. Además se establecen 5 responsabilidades que deben ser cumplidas por las autoridades que llevan a cabo la regulación, supervisión y vigilancia de dichas infraestructuras (ver IEF del segundo semestre del 2014).

La implementación de los PFMI contribuye a la solidez de las infraestructuras financieras, las que, en los mercados que contaban con ellas, demostraron en el 2008 su importancia en la contención de los efectos adversos de la crisis financiera; y a un mejor funcionamiento e integración de los mercados financieros (BIS, 2012).

^{1/} El concepto de infraestructuras del mercado financiero incluye a los Sistemas de Pagos, Sistemas de Liquidación de Valores, Depósitos Centrales de Valores, Entidades de Contraparte Central y Repositorios de Transacciones (TR). Estas infraestructuras facilitan la compensación, liquidación y registro de transacciones monetarias y financieras, como pagos, valores y contratos de derivados.

^{2/} En abril del 2012, el BIS junto a IOSCO publicaron el documento Principles for Financial Market Infrastructures (PFMI). Este documento integró estándares internacionales que previamente se publicaban separadamente, aumentó la exigencia de los estándares considerados y agregó a los TR como infraestructura.

Evaluación y resultados

La evaluación se realizó durante el 2015 aplicando la metodología "CPMI-IOSCO Assessment Methodology for the Principles for Financial Market Infrastructures and the Responsibilities of Authorities", y siguió el estándar de un Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), los que son aplicados usualmente por los evaluadores del Banco Mundial. Este informe fue publicado el 6 de diciembre en forma conjunta por el BCCh y el Ministerio de Hacienda.

En general, este ROSC identificó un alto nivel de cumplimiento de los principios por parte de las entidades evaluadas y de las responsabilidades por parte de las autoridades. Principalmente, se concluyó que Chile cuenta con infraestructuras de mercado financiero sólidas y robustas, en línea con los estándares y mejores prácticas internacionales en cuanto a gestión de riesgos (crédito, liquidez operacional, custodia), firmeza e irrevocabilidad de las transacciones, así como eficiencia y transparencia. Asimismo, el ROSC señala que el marco regulatorio y de supervisión disponible en Chile permite distinguir claramente los poderes y responsabilidades de cada institución respecto a cada infraestructura, las cuales a su vez cuentan con suficientes facultades para obtener información, generar perfeccionamientos o hacer cumplir acciones correctivas, de ser necesario.

Pese a lo anterior, y según lo esperado, la evaluación detectó brechas que se deben abordar en el mediano y largo plazo.

Desde el punto de vista de las infraestructuras, si bien existen brechas cuya solución depende de modificaciones al marco jurídico relevante, como se señala en los párrafos siguientes, otras dependen del desarrollo de cada institución, debido a que abarcan aspectos de organización, operación y/o normativa interna. Un ejemplo de lo anterior corresponde al desarrollo de adecuados mecanismos de gobierno corporativo, que sean más claros, transparentes, y eficientes.



El informe identifica otras brechas que deben ser consideradas en el mediano plazo a través de modificaciones legales. Una de las principales se refiere al reconocimiento de la finalidad e irrevocabilidad de los pagos efectuados a través de los sistemas reconocidos por el Banco Central y a la protección de las garantías constituidas en tales sistemas. El informe indica que tales principios ya se encontraban adecuadamente incorporados en la normativa^{3/}, sin embargo, por tratarse de conceptos tan primordiales para el buen funcionamiento de los sistemas de pago, recomienda explicitarlos a nivel de ley. Cabe notar, sin embargo, que esta brecha ya fue cerrada mediante una modificación al artículo 35.8 de la LOC del BCCh incluida en la Ley N° 20.956 de Productividad promulgada en Octubre de este año, la cual se describe en el Capítulo V.

Otra recomendación es la incorporación del concepto de "repositorio de transacciones" en el marco legislativo y regulatorio. Estas infraestructuras contribuyen a otorgar transparencia a los mercados de derivados over the counter (OTC), y dado que Chile tiene un mercado de derivados de tamaño relevante, en el que casi el 100% de las transacciones es OTC, esta recomendación debe ser considerada con atención. En este contexto, se evaluó positivamente el sistema de información de todos los derivados cambiarios realizados con no residentes y/o por las entidades del Mercado Cambiario Formal, administrado por el BCCh.

El informe también contiene propuestas de desarrollo regulatorio. En este ámbito, una de las recomendaciones es explicitar un marco de regulación y supervisión para los sistemas de pago. En particular, la fiscalización de Combanc está basada en el marco de supervisión de sociedades de apoyo al giro bancario, y sería deseable readecuarlo para que considere las características y perfil de riesgo de una infraestructura financiera.

Por último, también se recomienda a las autoridades analizar la conveniencia de otorgar facilidades de liquidez intradía a las entidades de contraparte central, dada la relevancia que pueden llegar a alcanzar para el funcionamiento de los mercados financieros y participantes directos del sistema de pagos. Esta es una discusión aún abierta en el resto del mundo y el análisis debiera considerar la experiencia internacional.

Consideraciones finales

Los resultados del ROSC indican un alto nivel de cumplimiento de los PFMI, con algunas brechas por subsanar. Varias de las recomendaciones ya han sido abordadas y se continuará trabajando en conjunto con el sector privado en los desafíos pendientes.

^{3/} Capítulos III.H.4 y III.H.5 del Compendio de Normas Financieras del BCCh.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abrahams, M., T. Adrian, R. K. Crump y E. Moench. 2015. "Decomposing Real and Nominal Yield Curves". Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 570. Febrero.
- Alessandri P. y B. D. Nelson. 2015. "Simple banking: profitability and the yield curve". Journal of Money, Credit and Banking 47(1): 143-175.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- Borio, C., L. Gambacorta y B. Hofmann. 2015. "The influence of monetary policy on bank profitability". BIS Working Paper N° 514. Octubre.
- Caballero, R. J. 2006. "On the Macroeconomics of Asset Shortages". NBER Working Paper No. 12753. Diciembre.
- CPSS-IOSCO. 2012a. "Principles for financial market infrastructures". Abril.
- CPSS-IOSCO. 2012b. "Principles for financial market infrastructures: Disclosure framework and Assessment methodology". Diciembre.
- Chow, J. 2015. "Stress Testing Corporate Balance Sheets in Emerging Economies". IMF Working Paper 15/216, Septiembre.
- Del Giovane, P., Eramo, G., and Nobili, A. 2011. "Disentangling demand and supply in credit developments: a survey-based analysis for Italy". Journal of Banking & Finance 35 (10), 2719-2732.
- Eichengreen, B. y P. Gupta. 2016. "Managing Sudden Stops". World Bank Group Policy Research Working Paper No. 7639. Abril.
- Espinosa, C., J. Fernández y F. Vásquez. 2016. "Ejercicio de deterioro de empresas. Una aplicación al sector corporativo no financiero chileno". Mimeo. Banco Central de Chile.
- Global Financial Stability Report. 2015. "Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets". Octubre
- Global Financial Stability Report. 2016. "Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era". Octubre.
- Hördahl, P., J. Sobrun y P. Turner. 2016. "Low long-term interest rates as a global phenomenon". BIS Working Papers No. 574. Agosto.
- Jara, Alejandro, Juan F. Martinez, Daniel Oda. 2016. "Banks' Lending Growth in Chile: The Role of the Senior Loan Officers Survey". Mimeo. Banco Central de Chile.
- Kaminska, I. y G. Zinna. 2014. "Official Demand for US Debt: Implications for US real interest rates". IMF Working Paper No. WP/14/66. Abril.
- King, M. y D. Low. 2014. "Measuring the "World" Real Interest Rate". NBER Working Paper No. 19887. Febrero.
- Koepke, R. 2015. "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature". IIF Working Paper.
- Madeira, C. (2016), "Stress Tests de Deuda de Consumo en Chile", Mimeo. Banco Central de Chile.
- Natixis. 2016. "From lending to investing in order to survive". China Banking Monitor. Noviembre.
- Rachel, Luckasz y Thomas D. Smith. 2015. "Secular drivers of the global real interest rate". Bank of England Staff paper No. 571.
- Turner, Philip. 2011. "Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?". BIS working papers No. 367. Diciembre.
- Turner, Philip. 2013. "Benign neglect of the long-term interest rate". BIS working papers No. 403. Febrero.

GLOSARIO

Absorción: Cantidad de metros cuadrados de espacio de oficina, efectivamente demandados en arriendo o compra.

Activos Ponderados por Riesgo (APR): Corresponde a los activos bancarios, ponderados en función de cinco categorías de riesgo consignadas en el artículo 67 de la LGB. 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.

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

Bancos medianos: Bancos con menor participación de mercado e igualmente diversificados que los bancos grandes.

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

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 valedores 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.

Cartera en incumplimiento: Incluye a los deudores y sus créditos para los cuales se considera remota su recuperación, pues muestran una deteriorada o nula capacidad de pago. Forman parte de esta cartera, los deudores para los cuales es necesaria una reestructuración forzosa de sus deudas, y además, cualquier deudor que presente un atraso igual o superior a 90 días en el pago de intereses o capital de algún crédito.

Cartera morosa: Colocaciones con un impago de más de 90 días desde la fecha de vencimiento. Se considera la totalidad del crédito cuando es basada en datos contables. Con datos administrativos, se considera la totalidad de la deuda.

Cartera normal: Comprende a aquellos deudores cuya capacidad de pago les permite cumplir con sus obligaciones y compromisos, y no se visualiza, de acuerdo a la evaluación de su situación económico-financiera, que esta condición cambie.



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

Cartera vencida: Colocaciones bancarias o fracción de estas con un impago superior a 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

Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX): Volatilidad implícita en opciones de S&P 500 a un mes.

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

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.

Depósitos Centrales de Valores: Entidad que facilita cuentas de valores, presta servicios centrales de custodia y desempeña un papel significativo a la hora de garantizar la integridad de las emisiones de valores.

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

Emerging Market Bond Index (EMBI): Es un indicador elaborado por JPMorgan que mide el retorno de los bonos de gobiernos emitidos por países de mercados emergentes y que son considerados soberanos, cumpliendo con una estructura y liquidez específica.

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

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

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

Facilidad de Liquidez intradía (FLI): Financiamiento entregado por el Banco Central de Chile a las entidades bancarias a través del Sistema LBTR. Esta facilidad opera diariamente mediante la compra de instrumentos financieros con pacto de retroventa. Los términos y condiciones de estas operaciones están contenidos en las normas financieras del Banco Central.

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

Federal Funds Rate (FFR): Tasa de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Federal Reserve System (Fed): Reserva Federal de EE.UU., corresponde al banco central de dicho país.

FM1: Fondos mutuos de Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con duración menor o igual a 90 días. Este fondo mutuo invierte en instrumentos de deuda de corto plazo y en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. La duración de la cartera de inversiones del fondo debe ser menor o igual a 90 días. Sus cuotas se invierten en instrumentos de deuda de corto plazo, mediano y largo plazo.

FM2: Fondos mutuos de Inversión en Instrumentos de Deuda de Corto Plazo con Duración menor o igual a 365 días. Este fondo invierte en instrumentos de deuda de corto plazo y en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. La duración de su cartera de inversiones debe ser menor o igual a los 365 días. Se invierte en instrumentos de deuda de corto plazo, mediano y largo plazo.

FM3: Fondos mutuos de Inversión en Instrumentos de Deuda de Mediano y Largo Plazo. Su duración mínima debe ser superior a los 365 días. Este fondo invierte en instrumentos de deuda de corto plazo e instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. Define una duración de la cartera de inversiones del fondo máxima y una mínima. Dicha información deberá estar contenida en la definición que adopte el fondo. En todo caso la duración mínima debe ser superior a los 365 días. Se invierte en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo.

FM6: Fondos mutuos de Libre Inversión. No se clasifica en ninguno de los fondos mutuos establecidos en los numerales 1 a 5 precedentes. Su política es de libre inversión, que si bien no se encuentra normada debe establecerse en el reglamento interno.

G20: Foro internacional de cooperación y consultas entre países desarrollados y economías emergentes, en temas relacionados con la estabilidad económica global. Entre sus miembros se encuentran los siete países más industrializados del mundo, Rusia, la Unión Europea, y un conjunto de otras economías, tales como Brasil, India, China y Sudáfrica, entre otros.

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

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

Índice de Cuota Impaga (ICI): 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. Para los créditos de consumo a personas se consideran atrasos de hasta 180 días.

IVA inmobiliario: Referente a lo establecido en la Ley No. 20.780, de 29 de septiembre de 2014, modificando el D.L. No. 825 de 1974, Ley sobre Impuesto a las Ventas y Servicios. En particular, la inclusión en la normativa tributaria sobre el Impuesto al Valor Agregado de la venta de inmuebles efectuada por vendedores habituales.

Índice de Precios de Vivienda (IPV): Se elabora utilizando un método de estratificación o de ajuste mixto, con información de registros administrativos innominados del SII, correspondientes a transacciones efectivas de viviendas a nivel nacional.

Infraestructuras Financieras: Las infraestructuras del mercado financiero se encuentran conformadas por los sistemas de pago, entidades de contraparte central, sistemas de compensación de valores, centrales depositarias de valores y repositorios de transacciones.

Margen de intereses: Diferencia entre intereses 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 sólo algunas cuotas estén en esa condición de morosidad.



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

Oficina distinas clases (A+, A, B, C): Clasificación para categorizar características de oficinas de acuerdo a sus atributos, de más a menos. Entre los atributos se consideran: ubicación, accesos al sector, tamaño de planta, ausencia pilares dentro de planta, altura de cielo, control de accesos, circuito cerrado TV, equipamiento de seguridad, equipamiento de detección y extinción de incendios, climatización, velocidad de ascensores, cableado estructurado y si poseen certificación LEED (Leadership in Energy & Environmental Design).

Pacto de Retroventa: Estas operaciones consisten en la compra por parte de una entidad de títulos de crédito respecto de los cuales la entidad cedente, conjuntamente con la venta y cesión que efectúe de éstos, se obliga a comprar y adquirir dichos títulos al vencimiento del plazo que se determine al momento de la venta correspondiente.

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

Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN): Es la diferencia entre los saldos de activos y pasivos financieros que mantiene un país vis a vis el exterior, a fines de un período en particular.

Qualified Central Counterparty (QCCP): CCP extranjera reconocida por el regulador europeo, cautelando que su funcionamiento, normativa y regulaciones domésticas sean consistentes con determinados estándares.

Razón préstamo a garantía (Loan to Value, LTV): Corresponde al porcentaje del valor del activo subyacente, usualmente una vivienda, que representa el crédito tomado con garantía de tal activo.

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

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

Reprecio: 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.

Riesgo cambiario: es una medida de cambio en la rentabilidad, flujos de caja y/o valor de mercado de una firma derivado de los movimientos de los valores de monedas distintas a la funcional o de presentación.

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

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

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

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

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

Riesgo operacional: pérdidas que resultan de procesos, personal y sistemas internos inadecuados o de eventos externos, los que incluyen riesgos legales. Excluye el riesgo estratégico y reputacional.

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

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

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.

Taper Talk: Se denomina así al evento de alta volatilidad ocurrido el 22 de Mayo de 2013 que fue gatillado por el discurso del entonces presidente de la Fed, Ben Bernanke, acerca de una posible reducción del programa de compras de activos, vigente en ese entonces, hacia fines de ese año.

Tasa comprometida de las CSV: Es la tasa de venta promedio ponderada del stock de rentas vitalicias.

Tasa de Incumplimiento (TI): Es la razón entre el número de deudores que ha entrado en impago a más de 90 días sobre el número total de deudores de la cartera correspondiente.

Tasa de vacancia: Metros cuadrados disponibles para arriendo o venta, calculado sobre el stock actual.



ABREVIACIONES

- Achef:** Asociación Chilena de Empresas de Factoring.
- APR:** Activos Ponderados por Riesgo.
- BCBS:** Basel Committee on Banking Supervision.
- BCE:** Banco Central Europeo.
- BCCh:** Banco Central de Chile.
- BCS:** Bolsa de Comercio de Santiago.
- BIS:** Bank for International Settlements.
- CAC:** Cooperativas de Ahorro y Crédito.
- CCAF:** Cajas de Compensación y Asignación Familiar.
- CChC:** Cámara Chilena de la Construcción.
- CCP:** Entidades de Contraparte Central.
- CEF:** Consejo de Estabilidad Financiera.
- CGFS:** Committee on the Global Financial System.
- CMF:** Comisión para el Mercado Financiero.
- COMEX:** Comercio Exterior.
- CPMI:** Committee on Payments and Market Infrastructures.
- CSV:** Compañías de Seguros de Vida.
- DIPRES:** Dirección de Presupuestos.
- DCPR:** Deuda Externa de Corto Plazo Residual.
- DCV:** Depósito Central de Valores.
- DPF:** Depósito a Plazo Fijo.
- DvP:** Delivery versus Payment.
- ECB:** Encuesta de Crédito Bancario.
- EE.UU.:** Estados Unidos de Norteamérica.
- EFH:** Encuesta Financiera de Hogares.
- EMBI:** Emerging Market Bond Index.
- EMIR:** European Market Infrastructure Regulation.
- EOD:** Encuesta de Ocupación y Desocupación.
- EPFR:** Emerging Portfolio Fund Research.
- ESMA:** European Securities and Markets Authority.
- Fed:** Federal Reserve System.
- FFR:** Federal Fund Rate.
- FLI:** Facilidad de Liquidez Intradía
- FM:** Fondos Mutuos.
- FMI:** Fondo Monetario Internacional.
- FP:** Fondos de Pensiones.
- FPD:** Facilidad Permanente de Depósito.
- FSB:** Financial Stability Board.
- GFSR:** Global Financial Stability Report
- IAC:** Índice de Adecuación de Capital.
- ICI:** Índice de Cuota Impaga

ICV: Índice de Cartera Vencida.

IED: Inversión Extranjera Directa.

IEF: Informe de Estabilidad Financiera.

IF: Infraestructuras Financieras

IMACEC: Indicador Mensual de Actividad Económica.

INE: Instituto Nacional de Estadísticas.

IOSCO: International Organization of Securities Commissions.

IPoM: Informe de Política Monetaria.

IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones.

IPV: Índice de Precios de Vivienda.

IVA: Impuesto al Valor Agregado.

LATAM: Latinoamérica.

LBTR: Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

LGB: Ley General de Bancos.

LOC: Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile.

LTV: Loan To Value (razón préstamo a garantía).

ME: Moneda Extranjera.

MN: Moneda Nacional.

NCG: Norma de Carácter General.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

OTC: Over-the-counter.

pb: puntos base.

PFMI: Principles for Financial Market Infrastructures.

PIB: Producto Interno Bruto.

PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta.

pp: puntos porcentuales.

QCCP: Qualified Central Counterparty.

RAN: Recopilación Actualizada de Normas.

RCI: Razón de Carga financiera a Ingreso disponible

RDI: Razón de Deuda a Ingreso disponible

RF: Renta Fija.

RM: Región Metropolitana

ROA: Return On Assets.

ROE: Return On Equity.

ROSC: Report on the Observance of Standards and Codes.

RV: Renta Variable.

SAG: Sociedades de Apoyo al Giro.

SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

SII: Servicio de Impuestos Internos.

SP: Superintendencia de Pensiones.

SPAV: Sistemas de Pago de Alto Valor.

SUSESO: Superintendencia de Seguridad Social.

SVS: Superintendencia de Valores y Seguros.



TC: Tipo de Cambio.

TI: Tasa de Incumplimiento.

TPM: Tasa de Política Monetaria.

TYVIX: 10-year U.S. Treasury Note Volatility Index.

UF: Unidad de Fomento.

VIX: Chicago Board Options Exchange Volatility Index.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales
Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2016

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.º17.336 sobre propiedad intelectual. En consecuencia, su reproducción está prohibida sin la debida autorización del Banco Central de Chile. Sin perjuicio de lo anterior, es lícita la reproducción de fragmentos de esta obra siempre que se mencionen su fuente, título y autor.



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Segundo Semestre 2016