

2009
SEGUNDO
SEMESTRE

IEF

Informe de Estabilidad Financiera



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe de Estabilidad Financiera

SEGUNDO SEMESTRE 2009



BANCO CENTRAL
DE CHILE

Prefacio	5
Resumen	7
I. Entorno y riesgos financieros	13
II. Financiamiento externo	23
III. Mercados financieros locales	27
IV. Usuarios de crédito	33
V. Sistema bancario	43
VI. Regulación e infraestructura financiera	57
Recuadros	
Crédito bancario en Chile en la actual crisis financiera: Una comparación internacional	21
Impacto de los traspasos de afiliados sobre los cambios en los portafolios de los fondos de pensiones	31
Cambios en los balances de las empresas por aplicación de <i>IFRS</i>	41
Bonos securitizados de <i>revolving</i>	42
Comparación de colocaciones y <i>spreads</i> bancarios (1998-99 versus 2008-09)	51
Nuevo indicador de riesgo de crédito de la banca chilena	54
Rentabilidad de la banca local	56
Marco regulatorio en Chile sobre la compensación de operaciones de derivados	66
Iniciativas de reforma a la regulación del sistema financiero internacional	68
Referencias bibliográficas	71
Glosario	73
Abreviaciones	76
Índice de tablas y gráficos	77

^{1/} El cierre estadístico del *Informe* fue el 25 de noviembre de 2009.

Prefacio

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

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

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

El Consejo

Resumen

En el segundo semestre, se ha mantenido en el mundo la tendencia hacia mejores condiciones reales y financieras, que comenzó en marzo pasado. Las decididas acciones de política en el ámbito financiero, tanto de provisión de liquidez como de garantías, permitieron una paulatina recuperación de la confianza. Esta reducción de la incertidumbre, junto con políticas macroeconómicas expansivas, ha llevado a que la actividad económica mundial muestre signos de recuperación.

La mejora de las condiciones financieras, en tanto, se ha traducido en descensos de las primas por riesgo, recuperación de los precios accionarios y un restablecimiento de los flujos de portafolio hacia economías emergentes. El premio *Libor-OIS*, que ha servido de barómetro para medir la disposición de los bancos, tanto a confiar en sus contrapartes como a desprenderse de liquidez, ha vuelto a niveles cercanos a los anteriores a agosto del 2007. Los premios por riesgo en otros mercados, como el de bonos de empresas de EE.UU. con y sin grado de inversión, el *EMBI* y el que reflejan los *CDS* de instituciones financieras, también han declinado hasta estabilizarse en los últimos meses, en un nivel superior al de antes de la crisis. Esto es saludable considerando que los niveles precrisis eran anormalmente bajos y eran un reflejo parcial del entorno en que esta se incubó. Por último, las acciones se han recuperado, tanto en economías desarrolladas como en emergentes. Estas últimas han recibido una importante entrada de inversión de cartera.

Sin embargo, en otras dimensiones la situación del sistema financiero internacional aún enfrenta desafíos para consolidar su recuperación. Por una parte, a los bancos internacionales aún les quedan pérdidas por reconocer, originadas por los activos que fueron afectados directamente por la crisis. Esto significa que la recapitalización de la banca a niveles que den seguridad y permitan recuperar la actividad en el mercado de crédito es un desafío importante. Por otra, el crédito permanece bajo en los países más afectados por la crisis financiera. La debilidad del crédito no se refiere solo al bancario, sino también a la intermediación no bancaria, la que fue fuertemente afectada por la crisis, en particular en EE.UU., y aún no se recupera.

La trayectoria futura del sistema financiero no está exenta de riesgos. Un riesgo se relaciona con el hecho de que parte de la estabilidad relativa lograda en el último período descansa en programas específicos de apoyo al sistema financiero, tal como la posibilidad de emitir deuda con garantía, y en las condiciones de política monetaria prevalecientes que han implicado acceso a liquidez a muy bajo costo. Esto ha permitido generar utilidades que robustecen los balances de los bancos. Estas políticas son transitorias y el

retiro de ellas ocurriría, de manera gradual, a partir de los próximos meses. Por otra parte, el riesgo de crédito en ciertos activos —dentro de los cuales destaca la cartera hipotecaria comercial— de bancos en EE.UU. y Europa aún es alto. La situación de reciente moratoria de pagos en Dubai es una materialización de este riesgo.

La recuperación del sistema financiero internacional se ha reflejado en mejores condiciones de acceso de la economía chilena al financiamiento internacional. Los premios cobrados a los bancos chilenos por sobre las tasas de referencia externas, han descendido hasta estabilizarse en torno a 50 puntos base. La dispersión de estos premios es más alta que antes de la crisis, lo que parece ser una señal de una mayor discriminación por parte de los oferentes. Esto pone los incentivos correctos a los potenciales deudores, en el sentido de premiar a los que muestran una posición financiera más sólida. También se ha observado la aparición de nuevas contrapartes. Sin embargo, otros signos de mayores restricciones se mantienen, tales como menores plazos en los créditos. Por último, empresas chilenas han colocado bonos en el mercado internacional, mercado que, en la práctica, estaba cerrado para las empresas nacionales desde mediados del 2008.

Al igual que otras economías emergentes, la economía chilena recibió importantes flujos de inversión de cartera, los que en el tercer trimestre alcanzaron a 0,9% del PIB. **Chile se diferencia, en tanto, en los flujos de salida de inversión de cartera de inversionistas institucionales**, que han sido particularmente altos, tanto en el segundo como en el tercer trimestre del 2009, llegando a 3% del PIB.

No obstante el mayor endeudamiento externo que se observa a partir de marzo, y las reducciones en los fondos soberanos chilenos que han ocurrido desde el último *Informe*, **los diversos indicadores de liquidez externa de la economía chilena mejoran a partir del primer trimestre** y son los mejores desde diciembre del 2007. Adicionalmente, la economía mantiene una sólida posición de solvencia externa agregada.

En los mercados financieros locales, destaca el impacto de las medidas de política monetaria del Banco Central, a través de la baja de la tasa de política y el establecimiento de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) en julio de este año. Con posterioridad a estas medidas, se observó un marcado aplanamiento de la curva de tasas de interés hasta el plazo máximo de dicha facilidad. El *spread* entre la tasa *prime* y el *swap* promedio cámara, ambos a 180 días, se redujo a casi cero y se mantuvo en niveles muy bajos hasta septiembre, cuando las expectativas de mercado comenzaron a incluir un escenario de aumento de tasas hacia el final de ese horizonte de proyección. El uso de la FLAP ha sido intensivo. Al cierre de este *Informe* había provisto cerca de \$2,5 billones, de los cuales \$1,3 billones habían sido drenados a través de la facilidad de depósito del Banco Central. El 12 de noviembre, el Banco comunicó que irá reduciendo paulatinamente el plazo de la FLAP, hasta extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del 2010.

Un segundo hecho destacado en el mercado financiero local ha sido el importante cambio de portafolio de los fondos de pensiones, en particular hacia activos externos. Estos activos pasaron de 24% del fondo en febrero de este año a 41,6% en octubre, con salidas de capitales que entre marzo y septiembre promediaron US\$1,6 mil millones mensuales. La

suscripción de contratos de cobertura *forward* de moneda extranjera alcanzó, en el mismo período, a US\$1,4 mil millones por mes. Esto ha generado aumentos de la tasa de interés en dólares *on-shore* a partir de septiembre, lo que refleja, a su vez, tasas marginales de interés para el financiamiento externo más altas que antes de la crisis.

Los precios de activos financieros internos importantes —por ejemplo, el índice de precios de acciones y el tipo de cambio— han mostrado ajustes relevantes, pero con niveles de volatilidad moderados.

En el segundo semestre del 2008, el Banco Central adoptó diversas medidas transitorias para flexibilizar la gestión de liquidez del mercado financiero, en moneda tanto nacional como extranjera, con el objeto de mitigar los efectos de la crisis financiera global sobre la economía local. Estas medidas permitieron evitar oportunamente problemas de liquidez. **Debido a la mejora en la situación financiera global, la solidez del sistema financiero local y el adecuado acceso a los mercados financieros internacionales, el Banco Central anunció el pasado 30 de octubre el retiro programado de las medidas de apoyo de liquidez.**

Durante el semestre, los *spreads* de los bonos corporativos en el mercado local han vuelto a sus promedios históricos. Por otra parte, **ha continuado el fuerte dinamismo de las emisiones locales de instrumentos de mercado** como bonos y efectos de comercio, los que se han constituido en una fuente de financiamiento alternativo a la deuda externa. Se espera que el dinamismo de la emisión de bonos continúe en los próximos meses.

Dentro del conjunto de empresas con balances públicos, aquellas empresas con una situación de liquidez más estrecha a diciembre del 2008, muestran mejoras significativas en su posición de liquidez a junio de este año. Por otra parte, los descalses cambiarios estimados son cercanos a cero, uno de los registros más bajos de la década.

Al tercer trimestre de este año, la deuda de los hogares muestra una leve recuperación en sus tasas de crecimiento anual, en particular, en el componente de consumo. Sin embargo, **la relación entre el total de la deuda y el ingreso disponible (RDI) ha caído en los últimos dos trimestres, al igual que la relación entre la carga financiera (pagos de capital e intereses) y el ingreso disponible (RCI).** La caída de la RCI se debe tanto a la reducción del monto contratado como a las menores tasas de interés observadas. Estos ajustes son bienvenidos desde una perspectiva de estabilidad financiera, dado el mayor riesgo que enfrentaron los hogares de perder sus empleos durante este año. Si bien las últimas cifras sugieren que las caídas del empleo se habrían detenido, la recuperación del empleo suele ocurrir con un rezago de unos dos trimestres respecto de la actividad, por lo que tanto hogares como emisores de crédito deben seguir actuando con especial prudencia por algún tiempo.

A pesar del déficit fiscal proyectado para el 2009, el Gobierno mantiene una sólida posición financiera. Esta se refleja en una posición acreedora neta de 17% del PIB.

Las tasas de crecimiento anual de las colocaciones bancarias llegaron a su mínimo en el tercer trimestre de este año, aunque muestran un leve repunte en los últimos meses en todos los segmentos del crédito. El crecimiento de las colocaciones de consumo y comerciales se encuentra en torno a cero, pero las hipotecarias se mantienen creciendo más de 5%. El comportamiento de los bancos ha sido relativamente homogéneo, con la excepción del BancoEstado, cuyas colocaciones comerciales se expandieron más que las de la banca privada. La encuesta de condiciones de crédito de la banca confirma este mayor dinamismo, mostrando una creciente fracción de bancos que consideran que sus condiciones de crédito se han flexibilizado respecto del trimestre anterior, a la vez que perciben una demanda más fuerte.

A fines del año pasado, los indicadores de riesgo de cartera de la banca (stock y gasto en provisiones, cartera vencida y castigos) se deterioraron con rapidez, acordes con la fuerte desaceleración de la economía real. Este deterioro continuó hasta hace pocos meses, estabilizándose desde ese entonces. Los segmentos que mostraron un mayor deterioro fueron los créditos para la vivienda y consumo.

Las provisiones existentes para las colocaciones comerciales y de consumo superan la cartera vencida. Esto es cierto aun considerando medidas de cartera vencida que contabilizan la totalidad del crédito en mora y no solo la cuota vencida. Para las colocaciones de vivienda—donde las garantías son mayores— las provisiones alcanzan el 20% de la cartera vencida, por lo que ese es el margen de deterioro en el valor de recuperación promedio de las garantías (propiedades) antes de que estas colocaciones vencidas afecten los resultados.

En general, la rentabilidad del capital de la banca se mantiene alta, por sobre el 15% anualizado para el sistema, empujada por ganancias de *trading* y bajos costos de financiamiento. Una excepción la constituye la banca de consumo, dadas sus mayores pérdidas relacionadas con el ciclo económico y la menor importancia relativa de las inversiones financieras en su cartera. Hacia delante, es previsible que las fuentes recientes de ganancia pierdan fuerza, por la normalización de las tasas de interés, y que las fuentes de pérdidas se mantengan, por la continuación de reconocimientos de pérdidas por deterioro de cartera. Por lo tanto, es esperable que las utilidades de la banca sean menores en el futuro.

La caída de las colocaciones y una mayor proporción de activos líquidos ha favorecido la solvencia del sistema bancario, con lo cual el índice de adecuación de capital (IAC) promedio se ha mantenido por sobre 13%. También han contribuido a la evolución del IAC los aportes adicionales de capital, la capitalización de una mayor proporción de utilidades y la generación de mayores ganancias en el año.

En cuanto a otros riesgos, los bancos muestran una mayor tenencia de activos líquidos y los descalses cambiarios son casi nulos. Sin embargo, aumenta la participación de depósitos a plazo de fondos mutuos en los pasivos de la banca. Con ello, persiste la alta dependencia de algunos bancos de menor tamaño relativo de este tipo de financiamiento. A pesar de su menor tamaño relativo, es importante que la política de administración de liquidez de estas entidades tome en consideración esta alta dependencia del financiamiento de fuentes mayoristas, cuya renovación puede ser más difícil en períodos de estrés financiero.

Por último, los ejercicios de tensión, realizados con información hasta septiembre del 2009 muestran que, en un escenario base que considera una recuperación de la actividad económica y, por ende, de las colocaciones, la rentabilidad del sistema se mantiene en niveles similares a los últimos observados, mientras el IAC promedio del sistema disminuye, por la expansión de las colocaciones, pero sin casos de bancos que queden bajo el 10%. En el escenario de riesgo, la rentabilidad promedio del sistema y la de algunos bancos específicos es menor, mientras el IAC promedio sube debido a una nula expansión del crédito. En este escenario, algunos bancos de menor tamaño podrían requerir un reforzamiento acotado de su base de capital, para que su IAC se mantenga sobre 10%.

En el actual contexto de recuperación incipiente, se identifican tres amenazas externas para la estabilidad financiera de la economía chilena.

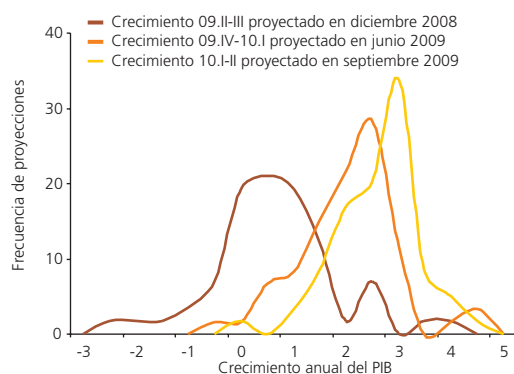
En primer lugar, y no obstante la mejora en las expectativas de crecimiento global desde el último *Informe*, persiste la amenaza de que la economía mundial crezca significativamente por debajo del escenario base del IPoM. Entre los factores de riesgo para la recuperación de la actividad mundial, destacan las debilidades que persisten en los sistemas financieros de algunas economías avanzadas, un retiro anticipado y no ordenado de las políticas de estímulo macroeconómico y de apoyo al sistema financiero, y los efectos de correcciones en los precios de activos financieros y productos básicos sobre la incertidumbre. Una segunda amenaza proviene de los efectos en la economía local de que se mantengan o incrementen los flujos de capitales no bancarios hacia economías emergentes, debido a rebalanceos de portafolio o una reasignación del ahorro externo de economías superavitarias. Finalmente, la tercera amenaza es que la economía chilena enfrente dificultades en el acceso a financiamiento externo.

La banca y otros intermediarios financieros deberían incorporar estas amenazas dentro de su gestión y su planificación para el 2010. Por un lado, evaluando la suficiencia de su base de capital ante el riesgo de una nueva caída de la actividad mundial, con repercusiones en la actividad y el empleo internos. Por otro lado, manejando en forma prudente su liquidez en pesos y en moneda extranjera, diversificando activamente sus contrapartes y fuentes de financiamiento.

I. Entorno y riesgos financieros

Gráfico I.1

Proyecciones de crecimiento del PIB de EE.UU. (*)
(porcentaje)



(*) Para los seis meses que comienzan al término del trimestre inmediatamente siguiente al mes de proyección. Proyecciones de más de 55 analistas globales.

Fuente: Banco Central de Chile a base de datos de Bloomberg.

En este capítulo se revisan las condiciones y acontecimientos recientes de los mercados financieros internacionales. Además, se describe y fundamenta el juicio del Banco Central de Chile respecto de los principales factores de riesgo externos para la estabilidad financiera nacional.

Evolución de la crisis financiera internacional

Desde el último Informe, la economía global comienza a mostrar signos de recuperación. Sin embargo, persiste la incertidumbre respecto de la fortaleza de esta

Luego de un segundo trimestre donde el ritmo de la contracción decreció en varios países, la economía mundial ha comenzado a mostrar signos más claros de recuperación. En el tercer trimestre del 2009, se registraron aumentos del PIB de 2,8% trimestral anualizado en EE.UU. y de 1,5% en la Zona Euro, mientras en el Reino Unido el PIB se contrajo 1,2%. Estas cifras se comparan positivamente con las del segundo trimestre del 2009, cuando el producto cayó en todos ellos (0,7% anualizado en EE.UU. y la Zona Euro, y 2,3% en el Reino Unido).

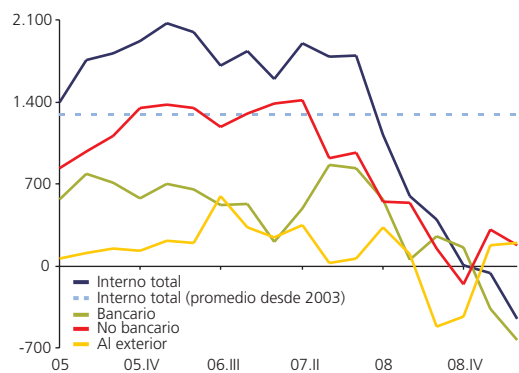
Acompañando estos mejores datos económicos, las expectativas de crecimiento para el año 2010 han mejorado. El FMI proyecta un crecimiento global de 3,1% para dicho año, lo que representa un aumento de 0,6 puntos porcentuales con respecto a su proyección anterior. Si bien en meses recientes han surgido dudas respecto de la fortaleza de la recuperación, las expectativas estarían convergiendo a un crecimiento cercano a 2,5% para el 2010 y la incertidumbre asociada a estas proyecciones estaría disminuyendo. La desviación estándar de las proyecciones para el semestre subsiguiente se ha reducido de 1,15% en diciembre del 2008, a 0,83% en septiembre del 2009, aunque aún se mantiene sobre su promedio de 0,72% de la última década (gráfico I.1).

El crédito sigue débil en las economías avanzadas...

El crédito privado en EE.UU. y el crédito bancario en la Zona Euro continúan contrayéndose. En EE.UU., el flujo anualizado del crédito privado total muestra una caída por segundo trimestre consecutivo, la que alcanzó a US\$454 mil millones en el segundo trimestre del 2009 (gráfico I.2). En términos absolutos, el flujo anualizado del crédito bancario es el que más se contrae en el trimestre señalado (-US\$632 mil millones). Sin embargo, comparado con su máximo histórico, es el crédito no bancario el que muestra una mayor disminución. En la Zona Euro, el flujo anualizado del crédito

Gráfico I.2

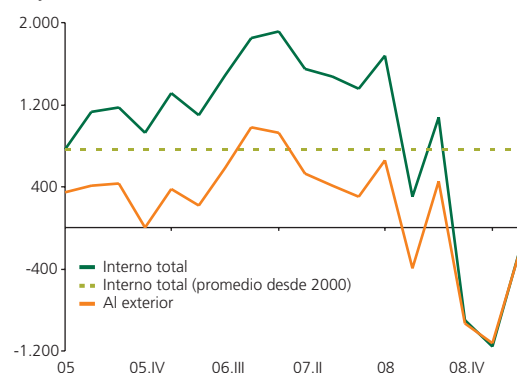
Flujos de préstamos netos privados en EE.UU.
(flujos anualizados, miles de millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal.

Gráfico I.3

Flujos de préstamos privados en la Zona Euro (*)
(flujos anualizados, miles de millones de euros)

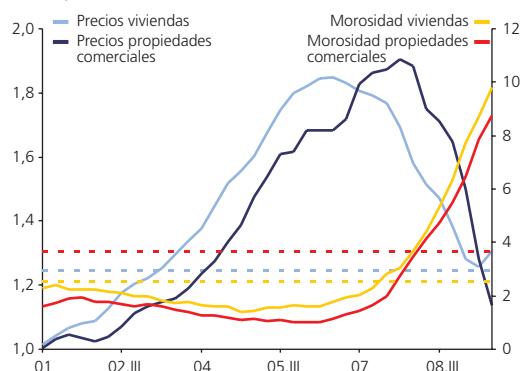


(*) De instituciones monetarias financieras.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del Banco Central Europeo.

Gráfico I.4

Precios y morosidad del mercado de viviendas en EE.UU. (*)
(índice base 01.I=1, porcentaje del total de créditos correspondiente)



(*) Las líneas punteadas corresponden al promedio desde 1991 en adelante de las series con el mismo color.

Fuentes: MIT Center for Real Estate, Reserva Federal y S&P/Case-Shiller Indices.

bancario muestra una evolución similar, contrayéndose por tres trimestres consecutivos, aunque la caída del segundo trimestre del 2009 fue más leve que la de los trimestres anteriores (gráfico I.3).

En EE.UU., la caída de los flujos de crédito se explica, en parte, porque el proceso de desapalancamiento de los hogares y del sector financiero ha continuado. La tasa de ahorro de los hogares norteamericanos mantiene su tendencia ascendente, iniciada en el tercer trimestre del 2007, alcanzando a 8% del ingreso disponible a la fecha del cierre estadístico de este *Informe*. Sin embargo, aún podría quedar espacio para un mayor ahorro, si se toma en cuenta que la tasa de ahorro promedio desde 1953 es cercana a 8,6%. La magnitud y velocidad del desendeudamiento de los hogares ha sido notable si se toma en cuenta que, entre el 2000 y el 2007, el ahorro promedio fue de solo 1,4% del ingreso disponible.

Desde el último *Informe*, los precios de viviendas en EE.UU. se han recuperado levemente, mientras los precios de las propiedades comerciales han seguido disminuyendo (gráfico I.4). Desde su máximo alcanzado en el tercer trimestre del 2006, los precios de las viviendas han caído cerca de 29% al tercer trimestre del 2009. Por otra parte, las propiedades comerciales alcanzaron su máximo precio en el cuarto trimestre del 2007 y ya han caído cerca de 40% al tercer trimestre del 2009. Esta evolución es reflejo de un sector aún debilitado, y podría tener importantes consecuencias sobre los balances de bancos pequeños y medianos. En la Zona Euro, los precios de viviendas, después de caer durante la crisis, también han empezado a mostrar una recuperación en el margen.

...en parte porque el mercado de activos securitizados sigue sin reactivarse

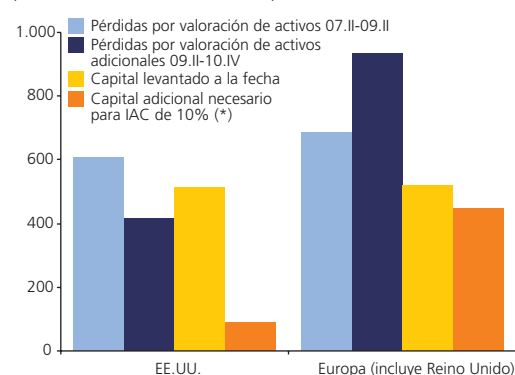
La actividad del mercado de activos securitizados todavía no se restablece. Hasta la fecha, la Fed ha comprado casi el 100% de la emisión neta de deuda y de activos respaldados por hipotecas (*mortgage-backed securities, MBS*) de agencias en EE.UU. El que compradores privados no participen en este mercado podría generar dificultades en la operación de la estrategia de salida de la Fed. Por ejemplo, si la Fed debe pasar de comprador único a vendedor de activos de agencias respaldados por hipotecas, y si la demanda privada por estos activos no se reactiva, los precios en este mercado podrían decrecer fuertemente, generando altos déficits cuasi fiscales y riesgos para la recuperación. Problemas similares podrían observarse en otros mercados donde se hayan involucrado bancos centrales (ej. bonos del Tesoro).

Por otro lado, si bien continúa el apoyo de la Fed al mercado de efectos de comercio, a través de dos programas diseñados para su estabilización, estos no se estarían usando con la misma intensidad que en el período previo. Por una parte, el acceso al AMLF (*Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund*) se ha hecho más difícil, mientras que la CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*) es cada vez menos usada; no obstante, ha sido extendida hasta febrero del 2010.

El mercado de activos securitizados tampoco se ha recuperado en la Zona Euro. Los niveles de emisión de este tipo de instrumentos siguen muy por debajo de los niveles pre-crisis. En particular, las únicas emisiones llevadas a cabo han sido de aquellos activos elegibles como colateral por el Banco Central Europeo.

Gráfico I.5

Pérdidas y aumentos de capital del sector bancario
(miles de millones de dólares)

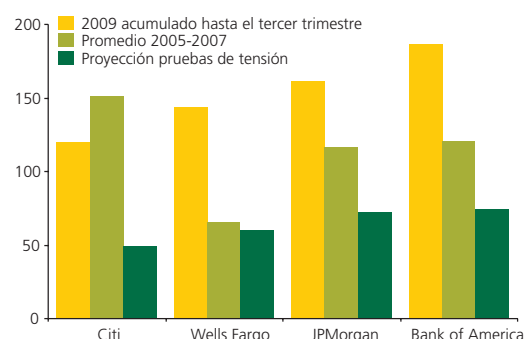


(*) IAC = Índice de adecuación de capital.

Fuentes: Bloomberg y FMI.

Gráfico I.6

Utilidades de los cuatro mayores bancos de EE.UU. (*)
(miles de millones de dólares)

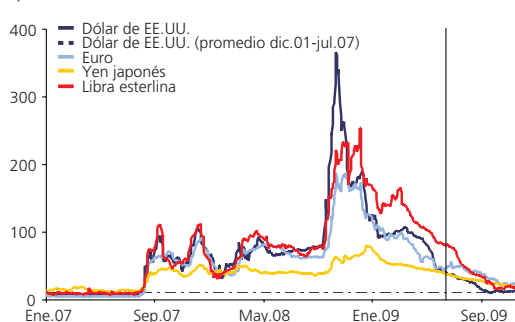


(*) Antes de provisiones. Datos equivalentes a dos años (tasa bi-anual).

Fuente: Banco Central de Chile a base de datos de Bloomberg.

Gráfico I.7

Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses (1) (2)
(puntos base)



(1) Spreads entre la tasa Libo y la tasa de los Overnight Index Swaps (OIS) correspondientes a cada zona.

(2) La línea vertical señala la fecha de cierre del Informe anterior.

Fuente: Bloomberg.

Este año, la emisión de bonos de empresas no financieras ha sido superior a su promedio desde el 2000 a la fecha, tanto en EE.UU. como en la Zona Euro. Para las empresas financieras, la emisión de bonos se encuentra bastante por debajo de su promedio, a pesar de las garantías otorgadas por el *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*. Este apoyo ha sido considerable. Del total de bonos de instituciones financieras estadounidenses, que al segundo trimestre del 2009 alcanzaba a US\$1,2 billones, US\$339 mil millones (27%) estaban afectados a garantías del *FDIC*.

Si bien las utilidades de los bancos más grandes han sido superiores a las proyectadas, todavía persisten dudas respecto de si su capitalización es compatible con una expansión saludable del crédito

Estimaciones del FMI indican que todavía queda un porcentaje importante, cercano al 60%, de pérdidas por reconocer en la banca internacional, las que alcanzarían a US\$1,35 billones (gráfico I.5). Mientras la banca estadounidense ya habría reconocido alrededor de 65% de sus pérdidas totales, la banca europea solo habría reconocido un porcentaje inferior al 30%^{1/}. En términos de capitalización, se estima que la banca de EE.UU. requiere de aproximadamente US\$90 mil millones para alcanzar un índice de adecuación de capital (IAC) de 10%. En el caso de la banca europea (incluyendo a Reino Unido), esta cifra alcanzaría los US\$445 mil millones.

Hasta la fecha, las utilidades generadas por los mayores bancos de EE.UU. han sido mejores que las supuestas en el ejercicio de tensión realizado por la Fed (gráfico I.6). Sin embargo, un componente de estas utilidades podría ser transitorio. Cambios contables en la valoración de activos, utilidades por negociación de instrumentos financieros y comisiones por transacciones, han aumentado las utilidades en el margen. La suma de estos conceptos, para los cuatro principales bancos estadounidenses, alcanzó un total de US\$148 mil millones en los primeros tres trimestres del 2009, comparado con solo US\$69 mil millones para todo el 2008.

No se han materializado nuevos eventos de inestabilidad financiera que pudieran haber limitado el acceso al crédito en mercados emergentes

Desde el último *Informe*, los premios por liquidez han seguido bajando (gráfico I.7). En EE.UU., el premio entre la tasa *Libo* y la tasa de los *Overnight Index Swaps (OIS)* a tres meses alcanzó a 12 puntos base (pb) al cierre de este *Informe*, situándose cerca de su promedio entre diciembre del 2001 y julio del 2007 (11 pb), y muy por debajo de los 38 pb que marcaba al cierre estadístico del *Informe* anterior. Sin embargo, el mismo índice a seis meses muestra una recuperación menor, al alcanzar a 32 pb, comparado con un promedio de 12 pb para el mismo periodo.

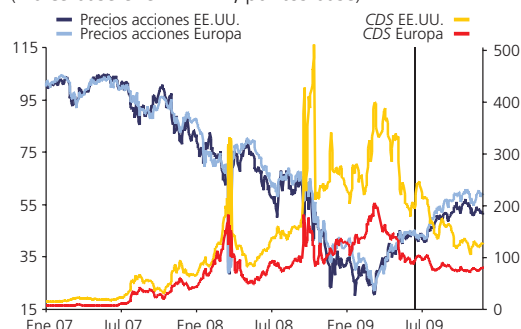
El VIX —la volatilidad esperada del mercado bursátil implícita en las opciones sobre acciones del índice S&P500— también ha continuado descendiendo, alcanzando a 20 al cierre estadístico, muy cercano a su promedio histórico de 22. En promedio, tanto los *spreads* de los *CDS* como los precios de acciones de bancos europeos y estadounidenses han mostrado mejoras (gráfico I.8).

^{1/} La banca europea occidental está expuesta al deterioro de las condiciones económicas en Europa emergente. Los créditos consolidados de los bancos de la Zona Euro a esta área equivalen a 8% del PIB de la Zona Euro.

Gráfico I.8

Precios de acciones y premios por riesgo de default de bancos (1) (2) (3)

(índice base ene.07=100, puntos base)



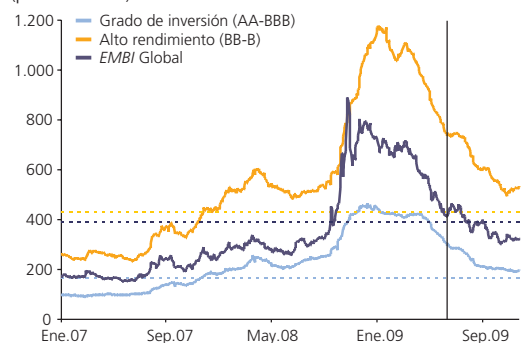
(1) EE.UU.: Citigroup, JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley y Bank of America. Europa: UBS, HSBC, Deutsche Bank, Santander, BBVA e ING.
(2) Medido por el spread del CDS a 5 años.
(3) La línea vertical señala la fecha de cierre del Informe anterior.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.9

Premios por riesgo de bonos corporativos en EE.UU. y de EMBI (1) (2) (3)

(puntos base)



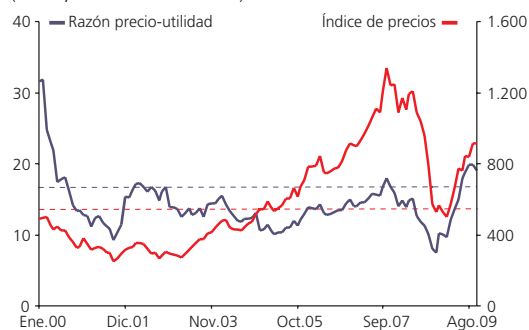
(1) Bonos corporativos genéricos a 10 años, spread respecto de la tasa del Tesoro a 10 años.
(2) Las líneas punteadas corresponden al promedio desde septiembre del 2002 en adelante de las series con el mismo color.
(3) La línea vertical señala la fecha de cierre del Informe anterior.

Fuente: Banco Central de Chile a base de datos de Bloomberg.

Gráfico I.10

Mercados accionarios de países emergentes (1) (2)

(veces, índice dic.87=100)



(1) Los precios se miden con el índice MSCI en dólares correspondiente a esa región.
(2) Las líneas punteadas corresponden al promedio desde 1995 en adelante de las series con el mismo color.

Fuente: Bloomberg.

Los costos de endeudamiento han tenido una evolución similar, reflejada en disminuciones de los premios por riesgo de bonos corporativos con grado de inversión en EE.UU., de alto rendimiento (*high yields*), y de los EMBI Global (gráfico I.9). Sin embargo, mientras los premios EMBI ya se encuentran por debajo de su promedio del período 2002-2009, los bonos corporativos con grado de inversión y, en mayor medida, los de alto rendimiento, aún se encuentran por sobre sus promedios históricos. Esto estaría reflejando la mejor posición relativa en la que se encuentran algunas de las economías emergentes más grandes después de la crisis, comparada con el sector corporativo de EE.UU.

No obstante la mejora de los indicadores de liquidez financiera y premios por riesgo soberano y corporativo, aún no se puede descartar que la ocurrencia de eventos financieros tales como la moratoria de la deuda de Dubai World (empresa estatal de Dubai), afecten las condiciones financieras globales. En este caso en particular, se debería a la exposición de algunos bancos europeos de importancia sistémica a esta zona.

La mejora generalizada de los precios de activos financieros ha aumentado el riesgo de correcciones de precios, especialmente en economías emergentes

Desde el último Informe, los precios de la renta variable en los principales mercados internacionales han subido alrededor de 20% en promedio, con un máximo de cerca de 30% en Latinoamérica y una caída de 7% en Japón. Los mercados accionarios de las economías emergentes, en su conjunto, presentan aumentos de más de 23% durante el mismo período. Como consecuencia de esta alza, la razón precio-utilidad para los mercados emergentes se aproxima a las 20 veces, cifra que supera su promedio histórico de 17 (gráfico I.10 y tabla I.1). El aumento de los precios de los activos de renta variable en mercados emergentes ha sido sustentado, en parte, por una fuerte entrada de capitales externos, la que también se encuentra muy por sobre el promedio histórico (gráfico I.11). Estos flujos se han materializado conforme la demanda por activos de mayor riesgo ha aumentado, en línea con la gradual normalización de los sistemas financieros. A la vez, la desaparición del mercado de activos securitizados ha disminuido la oferta de instrumentos financieros. Países que han experimentado mayores entradas de capitales internacionales hacia renta variable han visto mayores alzas en los precios de sus índices accionarios (gráfico I.12).

Fuertes y sostenidas entradas de capital presentan desafíos para la política macroeconómica. En países con regímenes cambiarios flexibles, ello genera una presión a la apreciación de sus monedas. En países con regímenes cambiarios menos flexibles, un exceso de entradas de capital podría generar una sobreexpansión del crédito de la economía e incentivar la formación de burbujas de precios de los activos financieros.

Tabla I.1

Mercados accionarios de regiones seleccionadas

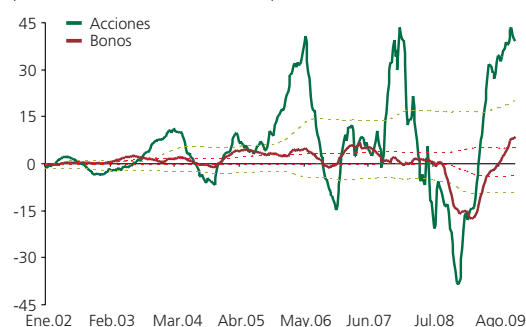
Región	Nivel de precios a octubre 2009 (Julio 2007=100)	Razón P/U a octubre 2009		
		Mediana histórica (*)	Julio 2007=100	Nivel
América Latina	101,2	13,4	121,6	18,3
Asia emergente	86,5	15,0	112,4	20,0
Europa del Este	55,0	11,1	133,8	16,0

(*) Mediana del período enero 2000-octubre 2009.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.11

Flujos de capitales hacia economías emergentes (1) (2)
(miles de millones de dólares)



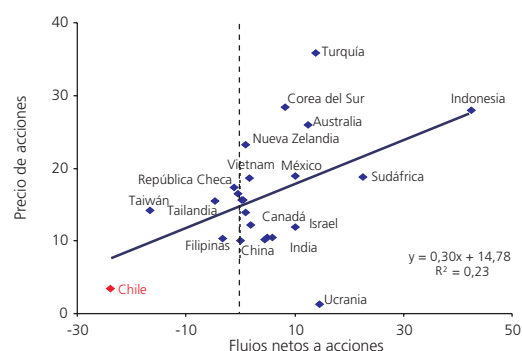
(1) Promedios móviles a 6 meses.

(2) Las líneas punteadas son +/- una desviación estándar respecto del promedio desde julio del 2001 a la fecha.

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

Gráfico I.12

Flujos netos a acciones y precios del mercado accionario (*)
(variación porcentual en dólares, porcentaje del stock)



(*) En el tercer trimestre del 2009.

Fuentes: Bloomberg y *Emerging Market Portfolio Research*.

Existe el riesgo de que una corrección abrupta de los precios de estos activos impacte negativamente sobre las expectativas de los agentes, con consecuencias adversas sobre la estabilidad financiera.

El momento del retiro de las políticas de estímulo monetario y fiscal, así como de los programas de apoyo al sector financiero, presenta riesgos para la economía internacional

En un intento por facilitar la recuperación del crédito, los bancos centrales alrededor del mundo han llevado a cabo una serie de medidas de apoyo al sistema financiero, y han inyectado una liquidez sin precedentes (tabla I.2). Por el lado de los programas de apoyo, varios de ellos mantienen su vigencia.

Tabla I.2

Programas de apoyo al sistema financiero: montos comprometidos y gastos efectivos (1)
(porcentaje del PIB de 2008)

	Garantías		Recapitalización		Seguro de depósito (Límite en dólares)
	Comprometido	Utilizado	Comprometido	Utilizado	
EE.UU.	10,9	...	5,2	2,2	250.000
Japón	7,3	2,0	2,4	0,0	104.203
Alemania	16,2	...	3,4	...	Ilimitado
Reino Unido	49,7	38,6	3,9	3,9	78.588

	Swaps y compras de activos		Préstamos directos y facilidades de liquidez (2)	
	Comprometido	Utilizado	Comprometido	Utilizado
EE.UU.	0,6	0,4	25,9	4,2
Japón	13,8	0,0	8,4	0,9
Alemania	0,4	...	n.d.	n.d.
Reino Unido	0,0	n.d.	26,6	16,2

(1) Basado en los anuncios hechos entre enero del 2008 y junio del 2009. Lo efectivamente utilizado está basado en la última información disponible a mayo-junio del 2009.

(2) Préstamos directos y provisiones de liquidez de una variedad de agencias estatales, incluyendo bancos centrales, tesoros, corporaciones y bancos estatales.

Fuente: FMI (2009).

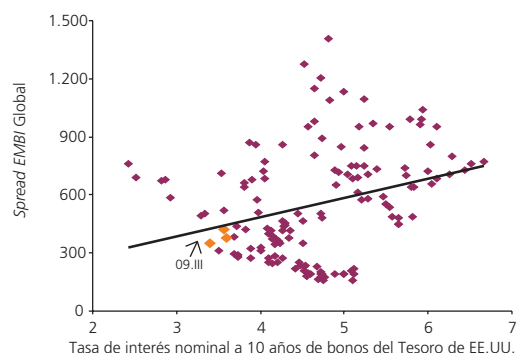
De acuerdo con la última información disponible, las reservas bancarias totales depositadas en la Fed han pasado de cerca de US\$42 mil millones en enero del 2007, a alrededor de US\$1.056 mil millones en octubre del 2009. Antes de la crisis, las reservas bancarias mantenidas en exceso de los requerimientos legales representaban aproximadamente 4% de las reservas totales. Actualmente, esta cifra es superior a 90%, con lo que las reservas mantenidas en exceso alcanzan a US\$995 mil millones. Estas reservas pasarían a aumentar la oferta de dinero solo cuando los bancos decidan extender el crédito privado. De este modo, cuando el multiplicador monetario vuelva a valores normales, la masa monetaria en EE.UU. podría aumentar en más de US\$6 billones^{2/}. La Fed —así como otros bancos centrales del mundo— tiene confianza en poder retirar los excesos de liquidez a tiempo y así evitar, no solo las presiones inflacionarias, sino el debilitamiento de la recuperación. Tanto la Fed como el Banco Central Europeo cuentan, entre

^{2/} Asumiendo un multiplicador de siete veces.

Gráfico I.13

Premios por riesgo soberano en países emergentes y tasas de interés de largo plazo en EE.UU. (*)

(puntos base, porcentaje)



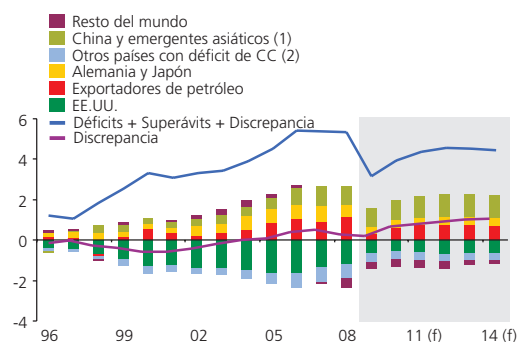
(*) Promedios mensuales. Información para el período diciembre 1997-septiembre 2009.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.14

Desbalances globales

(porcentaje del PIB mundial)



(f) Proyección.

(1) Hong Kong, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.
(2) Bulgaria, Croacia, República Checa, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, Rumania, República Eslovaca, Eslovenia, España, Turquía y Reino Unido.

Fuente: FMI.

otras herramientas, con la facultad de pagar intereses sobre las reservas bancarias. Esto les ayudaría a controlar el retiro de esas reservas de manera independiente de su política de tasas de interés.

Existen riesgos para la economía internacional, tanto de un retiro anticipado como de uno demasiado tardío. El retiro prematuro de los estímulos podría afectar la recuperación, arriesgando la posibilidad de una segunda caída en el producto. Por otra parte, un retiro tardío de los estímulos podría sobrecalentar la economía mundial, estimulando el surgimiento de burbujas de precios en los activos financieros, y generando presiones inflacionarias.

Por el lado de la política fiscal, los déficits proyectados en las economías avanzadas, desde el 2009 en adelante, alcanzarían sus máximos niveles del período de posguerra. Estos déficits implican aumentos en las emisiones de deuda pública, la que alcanzaría, en el caso de EE.UU. y según estimaciones del CBO (*Congressional Budget Office*), a casi 100% del PIB en el año 2014. Esto podría generar el riesgo de que alzas en las tasas de interés de estos instrumentos puedan desplazar la deuda de países emergentes como Chile, aumentando el costo del crédito externo. Históricamente, alzas en las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. han estado asociadas a mayores spreads soberanos en los países emergentes en el mediano plazo (gráfico I.13).

Existe incertidumbre respecto de si la disminución de los desbalances globales será permanente

Durante el 2009 se produjo una disminución importante del tamaño de los desbalances globales (gráfico I.14). Sin embargo, estimaciones de organismos internacionales sugieren la posibilidad de un resurgimiento de estos desbalances en los próximos años, lo que podría afectar tanto la forma como la magnitud del crecimiento global a mediano plazo. Se contraponen, por un lado, la persistencia de un modelo de crecimiento basado en exportaciones en algunos países con superávit en cuenta corriente (exceso de ahorro) y por otro, el deseo de algunos países con déficit de aumentar su ahorro y disminuir su endeudamiento.

Existirían tres escenarios alternativos para el futuro. En el primero, los países que, hasta ahora, han registrado superávits, aumentan su consumo interno, disminuyendo su ahorro y, por lo tanto, reduciendo su superávit. Este proceso de balanceo de la economía mundial probablemente requerirá la apreciación y flexibilización de sus tipos de cambio. Además, debido al menor tamaño de la demanda interna de los países con superávit, este escenario sería congruente con un menor crecimiento global. En un segundo escenario, el exceso de ahorro global es absorbido por los países actualmente con déficit. Esta alternativa podría suponer riesgos para la estabilidad financiera, al recrear algunas de las condiciones económicas conducentes a la crisis. Finalmente, existe un tercer escenario, donde el exceso de ahorro de los países con superávit es absorbido por países emergentes que, hasta la fecha, no han estado en el núcleo de la discusión de los desbalances globales. Esto podría producir fuertes flujos de capitales hacia esos países. En particular,

los países que al cierre estadístico de este *Informe* han recibido más entradas de capital en términos relativos, han sido los que han experimentado mayores apreciaciones de sus monedas. Como respuesta a las presiones sobre sus tipos de cambio, algunos países podrían optar por medidas para desincentivar flujos de capital. Brasil y Taiwán ya han dado los primeros pasos en esta dirección.

Principales amenazas externas a la estabilidad financiera de la economía chilena

No obstante la mejora en las expectativas de crecimiento de la economía mundial en el mediano plazo, la amenaza de un crecimiento menor al esperado se mantiene, aunque su probabilidad de ocurrencia ha disminuido desde el último *Informe* (tabla I.3). Esta amenaza está compuesta por cuatro factores de riesgo. Primero, los sistemas financieros de las economías avanzadas todavía tienen un largo camino por recorrer en el reconocimiento de pérdidas y recapitalización de sus balances, lo que sugiere que el crédito seguirá debilitado por los próximos seis meses. Segundo, la continuación del desapalancamiento de los hogares, conjugada con una lenta recuperación del empleo, se traduce en una menor demanda agregada. Se estima que la relevancia de estos dos factores ha disminuido desde el último *Informe*. Tercero, la recuperación actual está estrechamente vinculada con los planes de estímulo monetario y fiscal en muchas economías. Existe el riesgo de que estos programas sean retirados antes de que la actividad sea capaz de retomar su dinamismo. Cuarto, correcciones abruptas en las valoraciones de activos financieros, que en los últimos meses han mostrado altas tasas de crecimiento, podrían generar nuevos episodios de estrés en los mercados financieros, así como afectar negativamente las expectativas de crecimiento futuro de los agentes. La relevancia de estos dos factores de riesgo ha aumentado en los últimos meses.

Tabla I.3

Principales amenazas externas a la estabilidad financiera de la economía chilena (1)

Amenazas	Factores de riesgo	Probabilidad
Crecimiento del PIB global menor a lo esperado		↓
	Fragilidad sistema financiero: baja capitalización banca, crédito débil, mercado securitizados no activo	↓
	Retiro de estímulos fiscales y monetarios (2)	n.a.
	Desapalancamiento hogares y empresas	↓
	Corrección abrupta de precios de activos financieros (2)	n.a.
Mantención de fuertes flujos de capital hacia economías emergentes		↑
	Rebalanceo de portafolios (2)	n.a.
	Desbalances globales	↓
Reducción en la oferta de financiamiento bancario externo		↓
	Fragilidad banca internacional	↓
	Retiro de programas de apoyo a los mercados (2)	n.a.

n.a.: No aplica.

(1) Las flechas indican el cambio respecto del *Informe* del primer semestre del 2009.

(2) Factores de riesgo no contemplados en el *Informe* del primer semestre del 2009.

Fuente: Banco Central de Chile.

Una segunda amenaza proviene de la mantención e incremento de los flujos de capital hacia economías emergentes. Dos factores de riesgo destacan tras esta nueva amenaza. Primero, la desaparición del mercado de activos securitizados ha disminuido la oferta de activos libres de riesgo en centros financieros internacionales como Nueva York y Londres. Dado lo anterior, inversionistas en busca de mejores relaciones riesgo-retorno podrían continuar reorientando sus portafolios hacia economías emergentes percibidas como relativamente más seguras. Segundo, podrían resurgir los desbalances globales, generados por un exceso de ahorro de países con superávit de cuenta corriente. Es posible que este exceso de ahorro termine siendo absorbido por países emergentes a través de flujos de capitales externos. En los últimos meses, el rebalanceo de portafolio internacional ha aumentado su relevancia, mientras que el resurgimiento de los desbalances globales ha disminuido.

Finalmente, una tercera amenaza es que la economía chilena enfrente dificultades en el acceso a financiamiento externo. Esta amenaza ha disminuido su probabilidad de ocurrencia en los meses recientes, y dos factores de riesgo son sus principales componentes. Primero, el retiro anticipado de los programas de apoyo a los sistemas financieros, lo que podría producir tensiones dentro de ciertos mercados específicos. Segundo, la fragilidad actual del sistema financiero no permite descartar la ocurrencia de eventos disruptivos debidos a debilidades en alguna institución financiera sistémica. Se estima que, en los meses recientes, el riesgo del retiro de los programas de apoyo al sistema financiero ha aumentado, y que la posibilidad de eventos ocasionados por la fragilidad del sistema financiero ha disminuido. Por último, como se verá en los siguientes capítulos de este *Informe*, Chile estaría bien preparado para enfrentar cambios adversos en las condiciones de financiamiento externo. Durante este año, los deudores nacionales han sido capaces de acceder a nuevas fuentes de financiamiento externo y los mercados de bonos se han reactivado.

Recuadro I.1: Crédito bancario en Chile en la actual crisis financiera: Una comparación internacional

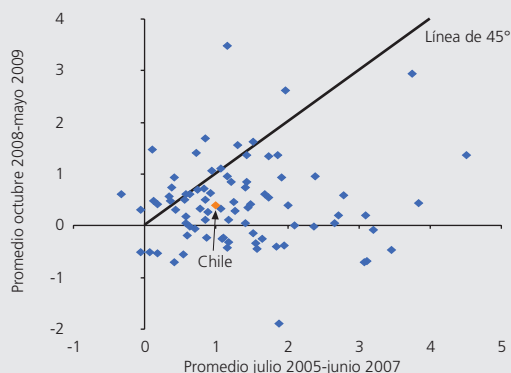
En la actual crisis económica, la banca internacional experimentó restricciones de liquidez y pérdidas sin precedentes, situación que afectó sus balances y contribuyó a una significativa desaceleración del crecimiento del crédito en muchos países del mundo.

En este recuadro, se compara la evolución del crédito bancario en Chile con la de otros países —en especial, economías emergentes—, en el contexto de la actual crisis financiera internacional.

En la gran mayoría de los 83 países de la muestra, el crédito bancario se desaceleró en el período posterior a la quiebra de *Lehman Brothers* (septiembre del 2008), respecto de lo observado en el período julio 2005-julio 2007, anterior a la crisis *subprime*. En Chile, también se observó una desaceleración del crédito bancario en el mismo período (gráfico I.15).

Gráfico I.15

Crecimiento real del crédito bancario (*)
(promedios mensuales, porcentaje)



(*) Series desestacionalizadas.

Fuente: Banco Central de Chile a base de datos del FMI.

El crédito bancario en Chile creció, en promedio, 1% mensual en los dos años anteriores al inicio de la crisis *subprime* (julio 2007). En los meses posteriores, el crecimiento del crédito se desaceleró, fenómeno que se profundizó tras la quiebra de *Lehman Brothers* (tabla I.4).

El crecimiento del crédito bancario en Chile, en el período posterior a la quiebra de *Lehman Brothers*, fue superior al de otras regiones, con excepción de una parte de los países

de la OCDE y de Asia emergente. Por otra parte, la caída en el crecimiento del crédito en Chile respecto del período pre-crisis es similar a las observadas en Asia emergente y América Latina, y menor que en Europa emergente (tabla I.4 y gráfico I.15).

Tabla I.4

Crecimiento real del crédito bancario (1)
(promedios mensuales, porcentaje)

	Julio 2005 Junio 2007	Julio 2007- Septiembre 2008	Octubre 2008- Mayo 2009
OCDE sin inyección de capital (2) (3)	1,00	0,77	0,80
OCDE con inyección de capital (2) (4)	0,89	0,69	0,18
Asia emergente (5)	1,68	0,38	0,86
Europa emergente (5)	2,14	1,42	0,11
América Latina (5)	1,22	0,95	0,27
Chile	0,99	0,67	0,39

(1) Series desestacionalizadas. Los valores de los grupos de países corresponden a los promedios de los países que los integran, excluyendo aquellos para los que no se dispone de información.

(2) Se refiere a las inyecciones de capitales estatales a la banca.

(3) España, Finlandia, Japón, Polonia, Portugal y República Checa.

(4) Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza. Excluye México y Turquía.

(5) Integrado por economías emergentes y en desarrollo, según definición del FMI, correspondientes a esa región del mundo.

Fuente: Banco Central de Chile a base de datos del FMI.

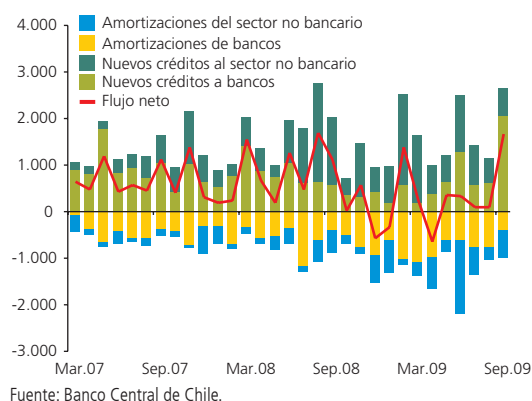
Aisen y Franken (2009) estiman un modelo econométrico para identificar los principales determinantes de la evolución del crédito bancario en la actual crisis financiera internacional. Los resultados sugieren que entre las principales variables (signo entre paréntesis cuadrado, []) que se relacionan con la evolución del crédito se encuentran: (i) el crecimiento del crédito en los dos años anteriores a septiembre del 2008 [-], (ii) la caída de la tasa de política monetaria (aproximada por la tasa de interés del mercado monetario) respecto de su nivel inicial [+], (iii) el crecimiento del PIB de los socios comerciales [+], y (iv) la menor integración financiera con el resto del mundo (medida a través de una *dummy* que captura aquellos países con muy baja apertura de la cuenta de capitales) [+].

Las primeras dos variables explican parcialmente la menor desaceleración relativa del crédito en Chile. Ello, dado que en Chile el crédito se expandió relativamente menos en el período anterior a la crisis, y la respuesta de política monetaria fue más agresiva que la del promedio mundial. Con respecto a la evolución de las dos últimas variables, el menor crecimiento del PIB de sus socios comerciales y su mayor nivel de integración financiera respecto del promedio mundial, perjudicaron la evolución del crédito bancario en Chile.

II. Financiamiento externo

Gráfico II.1

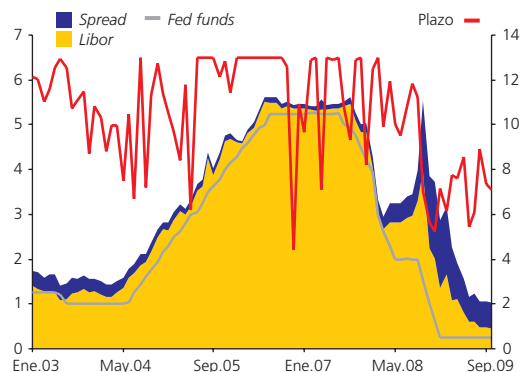
Flujos de préstamos externos a residentes
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.2

Costo del financiamiento externo de corto plazo de
bancos residentes (*)
(promedio mensual, porcentaje)



(*) Correspondiente a préstamos bancarios a tasa variable. Plazo promedio ponderado en meses.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En este capítulo se examina la evolución reciente y las perspectivas para el financiamiento externo y la liquidez internacional de la economía chilena, en el contexto de las amenazas descritas en el capítulo I.

Condiciones de acceso al financiamiento externo

Desde el último Informe, las condiciones de financiamiento externo de la economía chilena han mejorado

En los últimos seis meses, la mejora de las condiciones crediticias en los mercados internacionales ha permitido a los bancos y empresas chilenas mantener su acceso a nuevos préstamos desde el exterior. Mientras para el sector no bancario los montos de los nuevos préstamos se han mantenido cercanos al promedio del periodo enero 2006-agosto 2008 (alrededor de US\$490 millones mensuales), los nuevos préstamos al sector bancario se han recuperado en los últimos cuatro meses (US\$1.130 millones en promedio), a niveles más similares a los anteriores a septiembre del 2008 (gráfico II.1).

Por otra parte, los *spreads* del financiamiento de corto plazo han continuado disminuyendo, tanto para empresas como para bancos residentes. En las primeras, los *spreads* alcanzaron a 132 puntos base promedio entre agosto y octubre del 2009^{1/}. Si bien los plazos se han alargado (3,9 meses promedio en el mismo periodo), aún permanecen por debajo del promedio del periodo desde el año 2007 a octubre del 2009 (4,4 meses).

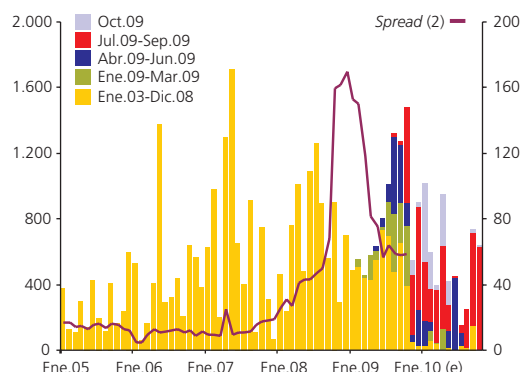
En el caso de los bancos residentes, los *spreads* promedio de los nuevos créditos externos llegaron a 59 puntos base en octubre. No obstante, estos aún son mayores que los niveles anteriores a septiembre del 2008. Los plazos promedio del financiamiento externo de corto plazo continúan por debajo del promedio histórico. Esta reducción de plazos promedio explica, en parte, la necesidad de obtener nuevos préstamos con mayor frecuencia (aumentando los préstamos solicitados en el periodo) para mantener el stock de financiamiento requerido (gráfico II.2).

Estas mayores necesidades de nuevos préstamos no han planteado, hasta ahora, una dificultad para el sector bancario. Algunas medidas de concentración de los acreedores externos de este sector muestran una disminución cuando

^{1/} Los *spreads* a empresas no cambian significativamente al excluir de su cálculo los créditos a empresas relacionadas y los créditos a tasa fija.

Gráfico II.3

Vencimientos de créditos externos bancarios (1)
(millones de dólares, puntos base)



(e) Estimación.

(1) Incluye créditos de corto y largo plazo, a tasa fija y variable. El color de las barras indica el período en el que fue originado el crédito a vencer en el mes indicado (eje horizontal).

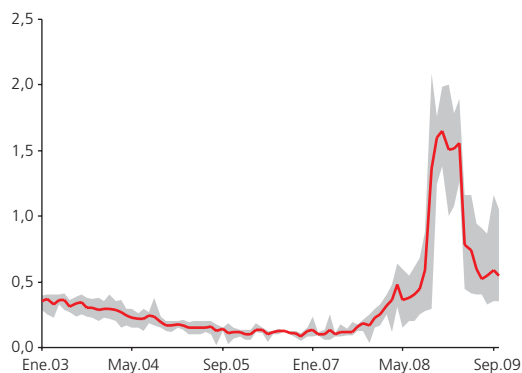
(2) Spread del financiamiento externo de corto plazo a tasa variable de los bancos residentes.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.4

Spread del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes (*)

(promedio mensual, porcentaje)



(*) Préstamos de bancos no relacionados, a tasa variable. El área gris representa el intervalo entre los percentiles 5 y 95 de la muestra cada mes.

Fuente: Banco Central de Chile.

aumenta el monto total otorgado. Lo anterior es positivo porque sugiere que, en situaciones de mayor necesidad de nuevo financiamiento, surgen nuevos oferentes y se sustituyen fuentes. Al tercer trimestre del 2009, la concentración de la matriz de acreedores (medida a través del índice de Herfindahl) se encuentra cercana a su promedio histórico.

No obstante el mejoramiento de las condiciones de financiamiento externo de bancos y empresas, ciertos riesgos permanecen

Un primer riesgo es que el otorgamiento de nuevos créditos a plazos más cortos genera un abultamiento de vencimientos a partir de octubre del 2009, lo que a su vez incrementa el riesgo de *roll over* o renovación (gráfico II.3).

En segundo lugar, y a pesar de la ya mencionada reducción sostenida de los *spreads* de corto plazo cobrados a los bancos residentes, estos muestran una mayor dispersión, lo que podría estar indicando la existencia de una oferta menos elástica de financiamiento externo a este sector. Una explicación alternativa —y más benigna— es la existencia de una mayor selectividad en la concesión de crédito por parte de los bancos acreedores externos (gráfico II.4).

Finalmente, si bien los préstamos externos de largo plazo a empresas y bancos se han recuperado, los créditos sindicados lo han hecho de manera mucho más modesta, situándose por debajo de los niveles registrados en el pasado. Esto es similar a lo observado en otras economías.

Desde el último Informe, la cuenta financiera de la economía chilena registra una salida neta, liderada por los flujos de cartera de los inversionistas institucionales

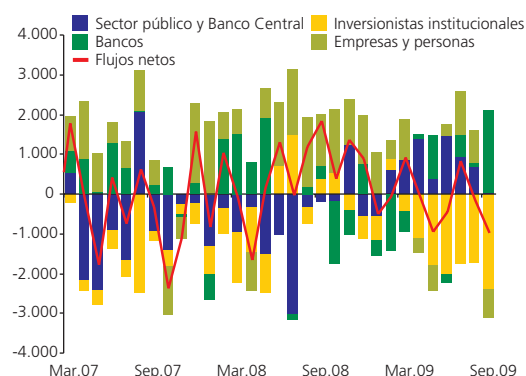
La reciente salida neta de capitales registrada por la economía chilena es consecuencia de grandes flujos de salida de inversión de cartera, los que han compensado con creces las entradas netas de inversión extranjera directa y otras inversiones. Entre abril y septiembre del 2009, se registraron flujos de capital hacia el exterior, por US\$9.000 millones, mientras que las entradas sumaron US\$7.400, dando como resultado una salida neta de aproximadamente US\$1.600 millones.

Las mayores salidas han sido impulsadas por los inversionistas institucionales, los que han aumentado su inversión al exterior de manera significativa, acumulando activos externos por alrededor de US\$10.800 millones en el período mencionado. Bancos y empresas, en cambio, han aumentado su endeudamiento con el exterior, mientras que el sector público consolidado redujo sus activos externos en US\$4.900 millones durante igual período (gráfico II.5)^{2/}.

^{2/} La categoría inversionistas institucionales incluye a fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros.

Gráfico II.5

Flujos de la cuenta financiera por sector institucional (*)
(millones de dólares)



(*) Flujos netos totales.

Fuente: Banco Central de Chile.

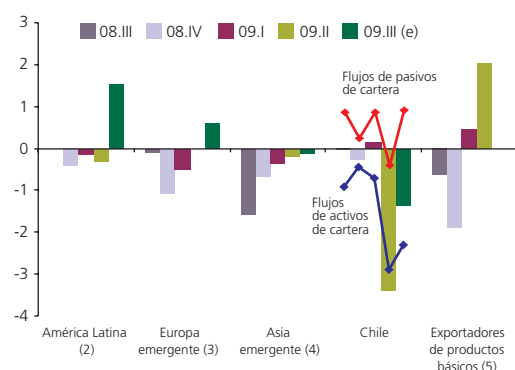
Las importantes salidas de inversión de cartera de Chile contrastan con las entradas en otras regiones, iniciadas a partir del segundo trimestre del 2009

Si bien a partir de septiembre del 2008 se produjo un aumento de la aversión al riesgo y, en consecuencia, fuertes salidas de inversión de cartera de los países emergentes en los dos trimestres posteriores, estas salidas han empezado a revertirse. Esto ha sido congruente con la menor incertidumbre observada en los mercados internacionales. Las salidas de capitales se han desacelerado en Asia emergente, y se han observado fuertes entradas en países como Australia, Nueva Zelandia y Canadá, y, en menor escala, Europa emergente.

América Latina, en promedio, también ha recibido importantes flujos de inversión de cartera en el tercer trimestre del 2009 y, en este contexto, las salidas netas registradas en Chile constituyen una excepción. Como porcentaje del PIB, esta salida ha sido una de las mayores a nivel internacional (gráfico II.6).

Gráfico II.6

Flujos netos de cartera (1)
(porcentaje del PIB)



(e) Estimación a base de datos preliminares de Brasil, República Checa, Indonesia, Pakistán, Polonia, Taiwán y Turquía.

(1) Calculado como el flujo del trimestre, dividido por el PIB acumulado en 12 meses.

(2) Promedio simple de Brasil, Colombia, México y Perú.

(3) Promedio simple de Bulgaria, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Turquía y Ucrania.

(4) Promedio simple de Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Taiwán, Tailandia y Vietnam.

(5) Promedio simple de Australia, Canadá y Nueva Zelandia. Datos no disponibles para 09.III.

Fuente: Banco Central de Chile a base de CEIC Data.

Liquidez y solvencia

La deuda externa total aumenta en los últimos meses, principalmente por un incremento de la deuda de corto plazo

Desde marzo del 2009, la deuda total aumentó en alrededor de US\$4.200 millones, debido al incremento de la deuda de corto plazo de los bancos y de la de largo plazo de empresas y personas. Destaca el crecimiento de los créditos comerciales, los que han aumentado en torno a US\$328 millones entre marzo y septiembre de este año (tabla II.1).

Tabla II.1

Deuda externa de la economía chilena
(millones de dólares)

	2007	2008	2009		
	Dic.	Dic.	Mar.	Ago.	Sep.
Deuda externa total	55.671	64.768	64.552	67.252	68.873
Deuda externa de corto plazo (*)	11.056	14.910	12.905	14.622	14.894
Bancos	974	3.054	3.455	5.002	6.052
Empresas y personas	10.066	11.841	9.443	9.613	8.837
Créditos comerciales	8.455	8.253	6.395	7.088	6.723
Gobierno Consolidado	16	15	7	7	5
Deuda externa de largo plazo (*)	44.615	49.858	51.647	52.630	53.979
Bancos	9.434	10.117	7.772	6.327	6.931
Empresas y personas	31.399	36.752	40.692	42.545	43.177
Gobierno Consolidado	3.766	2.989	3.183	3.758	3.871
Deuda externa de corto plazo residual	22.477	29.070	24.074	24.455	24.785
Bancos	7.001	10.105	8.433	8.416	9.598
Empresas y personas	14.574	18.348	15.072	15.913	15.064
Créditos comerciales	8.456	8.339	6.468	7.088	6.723
Gobierno Consolidado	902	616	570	126	123

(*) Plazo contractual.

Fuente: Banco Central de Chile.

La posición de solvencia y liquidez de la economía chilena continúa siendo favorable

Si bien algunos indicadores de solvencia de la economía chilena muestran un leve deterioro respecto del último Informe, estos siguen en niveles inferiores a los registrados entre 2001 y 2004 (tabla II.2).

Tabla II.2

Indicadores de solvencia y liquidez externa
(porcentaje)

	Prom. 01-04	2005 Dic.	2006 Dic.	2007 Dic.	2008 Dic.	2009		
						Mar.	Jun.	Sep.
Solvencia (1)								
Deuda externa/PIB	55	39	34	34	38	41	43	46
Saldo en cuenta corriente (año móvil)/PIB	-0,3	1,2	4,9	4,4	-2,0	-2,5	-1,8	0,5
Saldo en cuenta corriente (anualizada)/PIB	--	3,5	5,3	3,1	-5,0	2,3	3,8	1,5
Deuda externa/exportaciones	156	95	74	73	84	94	102	116
Posición de inversión internacional neta/PIB (2)	-43,9	-30,5	-10,7	0,4	-17,5	-27,4	-28,4	-19,5
Liquidez (3)(4)								
DECPR/deuda externa	29	35	35	41	45	37	37	36
DECPR/reservas internacionales oficiales	78	95	90	133	126	103	101	95
DECPR/RIN de libre disposición	91	163	134	146	129	107	100	96
DECPR financiera/RIN de libre disposición	63	110	83	91	92	78	74	70
DECPR /RIN de libre disposición + cuentas por cobrar externas)	71	98	83	87	93	76	70	67
Otros								
Deuda externa de largo plazo/ deuda externa	84	82	77	80	77	80	79	78
Deuda externa vigente a tasa fija (neta de swaps)/deuda externa	59	56	59	59	60	59	61	58
Memo:								
DECPR/(RIN + FEES) (5)				73	67	56	60	62
DECPR/(RIN de libre disposición+FEES) (6)				77	68	57	60	63

(1) Para marzo, junio y septiembre del 2009, se utiliza el PIB acumulado en cuatro trimestres.

(2) PIB a tipo de cambio real constante, índice base septiembre 2009=100.

(3) DECPR: deuda externa de corto plazo residual.

(4) Reservas internacionales netas de libre disposición: reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, swaps), depósitos del Fisco en el Banco Central y otros.

(5) Valores trimestrales estimados a partir de proyecciones del servicio de la deuda externa.

(6) FEES: Fondo de Estabilización Económica y Social.

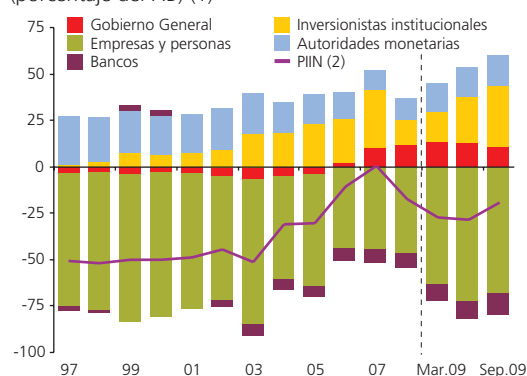
Fuente: Banco Central de Chile.

La posición de inversión internacional neta muestra un aumento desde el último Informe. Esto se debe principalmente a la recuperación de los precios de los activos externos al tercer trimestre del 2009. Los pasivos netos de empresas y personas han disminuido levemente, y ha aumentado la acumulación de activos netos por parte de los inversionistas institucionales (gráfico II.7).

Desde el último Informe, los indicadores de liquidez presentan una importante mejora en el margen, superando los niveles de años anteriores. La deuda externa de corto plazo residual financiera puede ser cubierta con el 70% de las reservas internacionales netas de libre disposición. Los activos del sector público consolidado cubren con holgura la deuda externa de corto plazo residual total (gráfico II.8).

Gráfico II.7

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



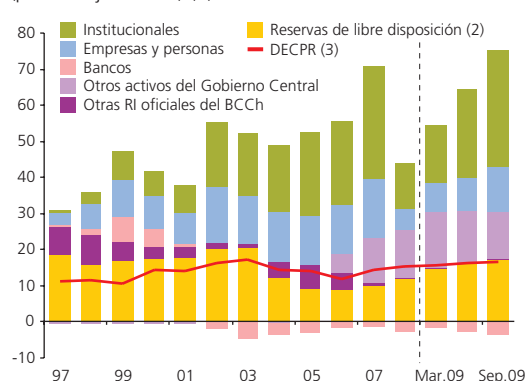
(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base septiembre 2009=100).

(2) Posición de inversión internacional neta.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico II.8

Disponibilidad de liquidez financiera externa neta
(porcentaje del PIB) (1)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base septiembre 2009=100). Liquidez externa incluye préstamos de corto plazo, moneda y depósitos, e inversión de cartera. No incluye posiciones en instrumentos derivados.

(2) Reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, swaps).

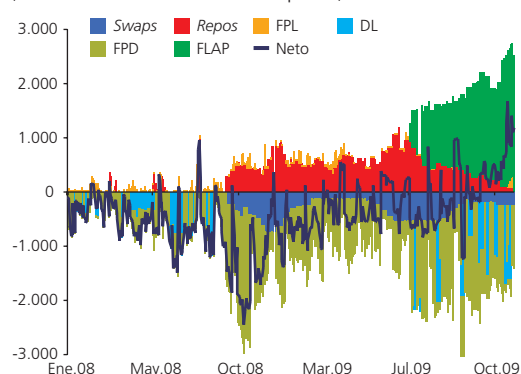
(3) Deuda externa de corto plazo residual.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. Mercados financieros locales

Gráfico III.1

Operaciones monetarias del Banco Central (*)
(stock en miles de millones de pesos)

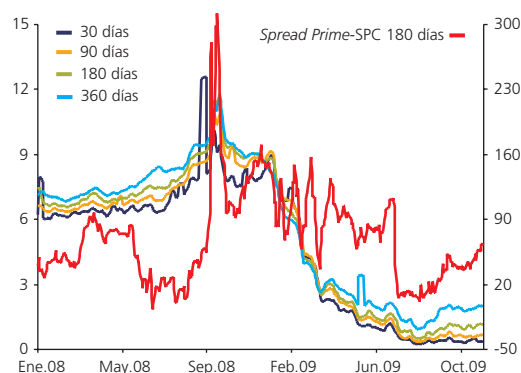


(*) FPL: Facilidad permanente de liquidez; DL: Depósitos de liquidez; FPD: Facilidad permanente de depósito, y FLAP: Facilidad de liquidez a plazo.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.2

Tasas de DPF y spread prime-SPC (*)
(porcentaje, puntos base)



(*) Promedio móvil 5 días.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bolsa de Comercio de Santiago.

En este capítulo se analizan los principales mercados financieros locales, dando cuenta de la reciente evolución en actividad, retorno y volatilidad.

En los meses recientes, el mercado monetario se ha caracterizado por un extenso uso de las facilidades de liquidez del Banco Central...

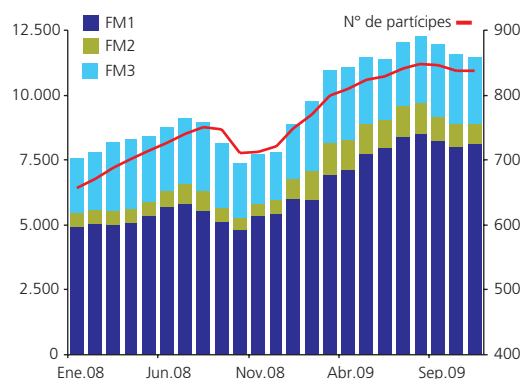
Desde comienzos del segundo semestre del 2009, el mercado monetario en pesos se ha caracterizado por un amplio uso de las facilidades de liquidez del Banco Central y bajas tasas de interés, a consecuencia de las decisiones de política monetaria adoptadas por el Banco. En la Reunión de Política Monetaria del 9 de julio, junto con recortar la TPM a un mínimo histórico de 0,5% anual, el Instituto Emisor introdujo medidas complementarias de política, con el objetivo de alinear los precios de los activos de intermediación financiera con la trayectoria de la TPM, y, de esta manera, propiciar un mejor traspaso de tasas de interés a empresas y personas. Entre estas medidas, destaca la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual se dispuso entregar liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente. La FLAP sustituyó, en gran medida, el uso de operaciones de repos como fuente de financiamiento de la banca. El Banco Central había ampliado el plazo de las operaciones de repos a 28 días en octubre del 2008, y luego en diciembre del mismo año había autorizado el uso de los depósitos a plazo como colaterales de estas operaciones. Adicionalmente, en la reunión de julio, el Banco acordó suspender por todo lo que restaba del 2009, la emisión de títulos nominales a más de un año plazo, y ajustar el plazo de emisiones de instrumentos descontables (PDBC) a menos de un año, de forma coherente con la introducción de la FLAP.

Al cierre de este Informe, el Banco Central había provisto liquidez por alrededor de \$2,5 billones, en su mayoría a través de la FLAP (\$2,48 billones) (gráfico III.1). Esta inyección de liquidez fue drenada, tanto con las facilidades de depósito (\$1,3 billones) como con la emisión de papeles monetarios del Banco.

Luego de la introducción de la FLAP, se observó un marcado aplanamiento de la curva de tasas de interés hasta el plazo máximo considerado en la misma, reduciéndose a casi cero el spread entre la tasa prime de captación y la tasa swap promedio cámara —medida alternativa de costo de financiamiento de la banca— y acotando drásticamente su volatilidad. Este spread se mantuvo en un rango inferior a 20 puntos base hasta mediados de septiembre del 2009, cuando se empezaron a observar los primeros incrementos en las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo en pesos transados en bolsa (DPF) y las de los depósitos prime (gráfico III.2). El Banco Central comunicó el 12 de noviembre que irá reduciendo paulatinamente el plazo de acceso a la FLAP, hasta extinguirlo en mayo del 2010.

Gráfico III.3

Patrimonio de fondos mutuos de corto y mediano plazo (*)
(miles de millones de pesos, miles de participes)

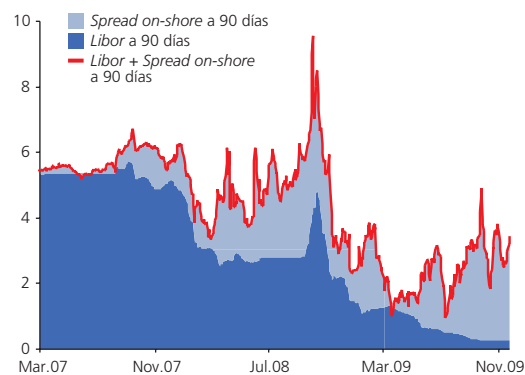


(*) Ver definición en Glosario.

Fuente: SVS.

Gráfico III.4

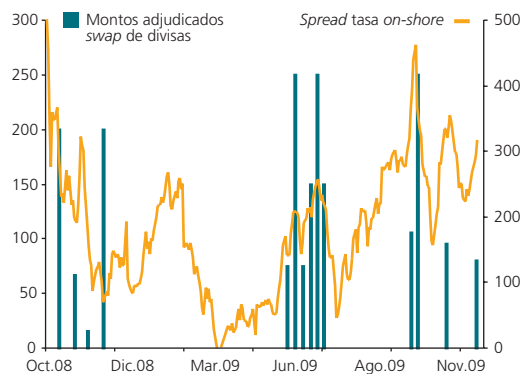
Tasas de interés en dólares en el mercado local
(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico III.5

Spread tasa on-shore y licitaciones de swaps de divisas (*)
(millones de dólares, puntos base)



(*) A 90 días.

Fuente: Banco Central de Chile.

Desde el último *Informe*, se observa un aumento en los patrimonios administrados por los fondos mutuos de corto plazo, lo que sería congruente con la mayor liquidez observada en grandes empresas, importante inversionista en estos fondos (gráfico IV.6). En particular, los fondos tipo 1 (FM1) registraron máximos históricos en el valor de sus activos de cerca de \$8.500 mil millones al cierre de agosto, a pesar de la baja rentabilidad de sus principales activos de inversión, los depósitos a plazo bancarios (gráfico III.3). Se espera que la rentabilidad del FM1 se incremente, considerando que parte de los activos financieros subyacentes comienza a incorporar expectativas de alzas en la TPM para el segundo trimestre de 2010. Lo anterior queda de manifiesto en los DPF a 180 y 360 días, los que muestran, al cierre estadístico de este *Informe*, diferencias de 40 y 120 puntos base, respectivamente, en relación al DPF a 90 días.

Otros mercados donde se transan instrumentos de intermediación financiera no han mostrado cambios significativos desde el último *Informe*. Las colocaciones de efectos de comercio se encuentran dentro de los rangos superiores de los montos observados en los últimos años (gráfico IV.3). Destaca la incorporación de nuevos emisores a este mercado, con lo cual este se ha ido constituyendo gradualmente en una importante fuente alternativa de financiamiento de corto plazo. A pesar de que los *spreads* continúan estables, se mantiene la diferenciación por parte de los inversionistas —destacada en el *Informe* anterior— entre empresas del sector real y emisores financieros.

... y por la persistencia de algunas presiones de liquidez en moneda extranjera

En los últimos seis meses, las condiciones financieras de los mercados locales de corto plazo en dólares han sido muy fluctuantes. El *spread* de la tasa *on-shore* implícita en las operaciones de cobertura cambiaria a 90 días, alcanzó un mínimo de 46 puntos base sobre la *Libor* a principios de julio, para luego subir a más de 460 puntos base a fines de septiembre (gráfico III.4). Durante este período, los bancos comerciales recurrieron a la facilidad de financiamiento en dólares vía operaciones *swap* de moneda peso/dólar que implementó el Banco Central a fines del 2008, repitiendo el patrón de utilización en momentos en que el *spread* alcanzó sus niveles más altos (gráfico III.5).

Con todo, en los meses recientes, el *spread on-shore* se ha mantenido por arriba del promedio de los últimos dos años y, dada la continua caída de la *Libor*, representa más del 90% de la tasa *on-shore*.

Es importante destacar que, desde agosto del 2009, el nivel de la tasa *on-shore* ha permanecido persistentemente por sobre el techo de una banda de arbitraje construida a base del CDS para Chile (gráfico III.6)^{1/}. Esto se explica, en parte, porque algunos bancos locales han financiado líneas de crédito con bancos externos a un *spread* (por sobre la *Libor*) mayor al CDS (gráficos II.3 y II.4). Asimismo, esta alza es coherente con el aumento de la tasa de captación de depósitos en dólares a 90 días en el mercado local.

Uno de los factores presentes tras del aumento de la tasa *on-shore* han sido las operaciones de cobertura de moneda de los fondos de pensiones (FP), asociadas a un incremento de su inversión en el exterior (gráfico III.7). Entre el segundo y el tercer trimestre del 2009, se estima que los FP invirtieron en

^{1/} Para detalles de la construcción de esta banda, ver Opazo y Ulloa (2008).

Gráfico III.6

Tasas de financiamiento en dólares: efectivas y teóricas (*) (porcentaje)



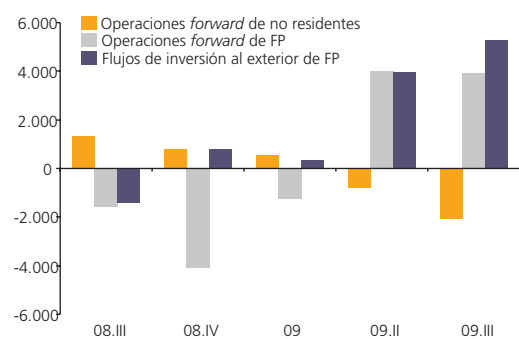
(*) A un año plazo. Los puntos corresponden a las tasas diarias máximas observadas en el financiamiento de bancos locales que utilizan líneas de crédito con el exterior.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico III.7

Transacciones de los fondos de pensiones y posiciones *forward* en el mercado cambiario (1) (2)

(millones de dólares)



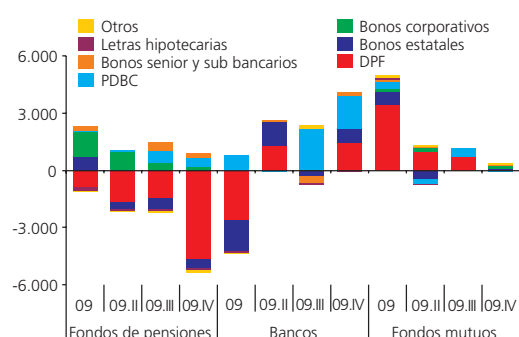
(1) Los flujos de inversión al exterior corresponden a las remesas netas de divisas de los FP.

(2) Valores positivos reflejan operaciones de ventas netas; valores negativos reflejan operaciones de compras netas.

Fuentes: Banco Central de Chile y SP.

Gráfico III.8

Inversiones en renta fija e intermediación financiera (*) (cambios en el stock, millones de dólares)



(*) Información hasta el 20 de noviembre de 2009.

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

el exterior cerca de US\$1.500 millones mensuales en promedio —monto superior al promedio de US\$300 millones del primer trimestre del 2009—, en tanto las operaciones de ventas netas de dólares *forward* promediaron US\$1.300 millones mensuales.

Otro factor que pudo haber influido sobre la evolución reciente de la tasa *on-shore* es la disminución, respecto del tercer trimestre del 2009, de las posiciones compradoras de dólares con no residentes (operaciones *non-deliverable forward*, NDF), en especial, para operaciones de menos de 30 días. Agentes del mercado atribuyen esta reducción de la posición NDF a la reversión de las operaciones de *carry trade* de monedas.

Otros agentes institucionales, como los fondos mutuos y las compañías de seguros, también han aumentado su inversión en el exterior. Ambos sectores suman US\$2.600 millones en transacciones de dólares durante el tercer trimestre del 2009, aunque el mayor volumen de transacciones se registró en el primer trimestre, con US\$4.300 millones. Estos agentes institucionales no están obligados a cumplir con normas de cobertura y, de hecho, para los mismos períodos, no se observa en el mercado *forward* un incremento de su posición comparable con el volumen suscrito en el mercado *spot*.

El 30 de octubre pasado, el Banco Central anunció que la facilidad de *swap* de monedas será retirada recién el 30 de junio de 2010, eliminando en la fecha del comunicado los *swaps* de monedas a 182 días plazo. En la misma oportunidad, se anunció el retiro de las operaciones de *repos* a 28 días, que podían garantizarse no solo con instrumentos de deuda del Banco, sino también con letras hipotecarias y depósitos a plazo bancarios.

La cartera de instrumentos extranjeros de los fondos de pensiones crece, tanto por un aumento de las compras efectivas como por una mayor rentabilidad de las inversiones en el exterior

Durante el tercer y el cuarto trimestre del 2009, los FP continuaron con la tendencia de reducir su exposición a depósitos a plazos, en busca de una mayor rentabilidad. La disminución en DPF ascendió a US\$6.000 millones en ese período (gráfico III.8). Durante 2009, y hasta la fecha del cierre de este Informe, los FP habían liquidado depósitos a plazo por un total de US\$8.600 millones. Durante los últimos dos trimestres, la fuerte reducción de depósitos a plazo por parte de los FP ha sido absorbida en parte por compras de depósitos por parte de la banca, posiblemente por la utilización de la FLAP (gráfico III.1).

Como contrapartida, desde junio hasta octubre del 2009, los FP incrementaron su posición en instrumentos extranjeros por montos cercanos a US\$14.000 millones, lo que equivale a un 44% del monto que mantenían en junio de este año. Esto tanto por compras efectivas de instrumentos extranjeros como por ganancias por rentabilidad. Como se mencionó anteriormente, el aumento de la posición de inversión extranjera ha sido acompañado de un importante flujo de ventas netas de dólares *forward*. Sin embargo, el ritmo de cobertura cambiaria descendió durante el tercer trimestre, lo que sumado a la mayor rentabilidad señalada, incrementó el porcentaje de los activos expuestos a moneda extranjera, desde 14% en julio de este año a 18% en octubre recién pasado. Con ello, se retornó a los porcentajes de exposición registrados con anterioridad a septiembre del 2007.

A octubre del 2009, el monto disponible para invertir en el exterior sobrepasaba los US\$21.000 millones (20% del valor total de los fondos de pensiones) considerando el cambio regulatorio de agosto pasado, que amplió el límite agregado de inversión en el extranjero de 40 a 60% de los activos

Gráfico III.9

Spread de bonos de largo plazo (*)
(puntos base)

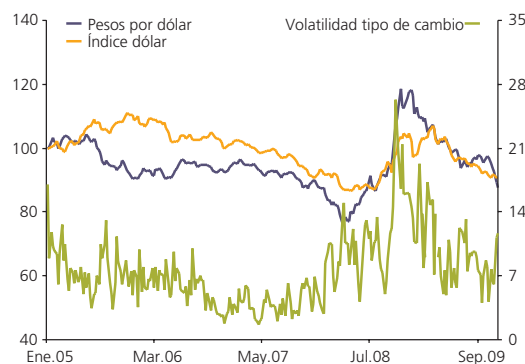


(*) Bonos de empresas y bancos de más de 9 años de duración (más de 11 años de plazo al vencimiento). En línea segmentada se observan los promedios históricos del período 2001-2007.

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

Gráfico III.10

Nivel y volatilidad del tipo de cambio (*)
(índice base ene.05=100, porcentaje)

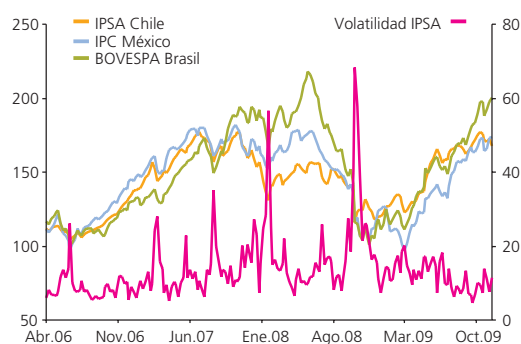


(*) Promedios semanales. Volatilidad calculada según la metodología de Alfaro y Silva (2008). Información hasta la tercera semana de noviembre.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico III.11

Nivel y volatilidad de índices accionarios (*)
(índices base ene.06=100, porcentaje)



(*) Promedios semanales. Volatilidad calculada según la metodología de Alfaro y Silva (2008). Información hasta la tercera semana de noviembre.

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

totales. Sin embargo, las holguras por tipo de fondo no son homogéneas. El fondo C exhibe la mayor holgura, con un 58% de este total; en cambio, los fondos D y E poseen, por separado, una holgura de solo 5% y, por último, los fondos A y B muestran holguras de 10 y 20%, respectivamente. Al igual como se ha observado hasta la fecha de cierre de este *Informe*, flujos adicionales de salida al exterior estarían concentrados en inversiones de renta fija (fondos mutuos de bonos *high yield*), por cuanto el porcentaje de inversión en renta variable se encuentra muy cercano a los límites máximos (recuadro III.1)^{2/}.

Se consolida la tendencia a la baja de los spreads corporativos y sigue en aumento el monto de bonos colocado en el 2009

Se observa una normalización de los *spreads* en el mercado de renta fija de largo plazo, los que han mostrado una disminución sistemática desde marzo, hasta la fecha de cierre del *Informe*. En promedio, los *spreads* de los instrumentos con clasificación de riesgo AAA, AA y A se han reducido en aproximadamente 70, 90 y 110 puntos base, respectivamente. Actualmente, los *spreads* de instrumentos de todas estas categorías, se encuentran bajo sus promedios para el período 2001-2007 (gráfico III.9). Esta tendencia se presenta en un contexto de colocaciones récord de bonos durante el 2009, los que a septiembre sumaban más de US\$4.500 millones (gráfico IV.2).

La volatilidad de los mercados retorna a niveles moderados

La volatilidad de los mercados continúa con su tendencia descendente, retomando los niveles exhibidos antes de septiembre del 2007. En particular, durante el cuarto trimestre del 2009, la volatilidad de la paridad peso-dólar permaneció en niveles de 8%, muy por debajo del máximo registrado en igual período del año anterior. Asimismo, el tipo de cambio ha seguido una trayectoria a la baja desde marzo del 2009, acumulando a la fecha del cierre estadístico del *Informe* una caída de 14%, equivalente a 78 pesos por dólar (gráfico III.10). El fortalecimiento de la demanda global, que ha presionado los precios de las materias primas y, en particular, del cobre, y la depreciación generalizada del dólar de EE.UU. respecto de un conjunto de monedas internacionales, han sido los factores más relevantes en el comportamiento a la baja de la paridad local. En efecto, desde marzo, el índice dólar ha caído, lo que equivale a una depreciación de 10% de la moneda estadounidense.

El mercado accionario ha continuado en una tendencia alcista, acumulando en el año un retorno de 40% medido por el IPSA, con niveles de volatilidad moderados, cercanos al 10% anual (gráfico III.11). El alza de la bolsa local está muy relacionada con el desempeño de las bolsas internacionales como, por ejemplo, Brasil y México, reflejando el incremento en el apetito por riesgo de los inversionistas internacionales. Esta recuperación también se confirma en los montos transados, los cuales desde abril del 2009 a la fecha, registran un promedio diario de \$80 mil millones, lo que representa casi el doble del volumen transado durante el primer trimestre de este año.

^{2/} En este recuadro se explican en mayor detalle los ajustes de portafolio de los FP durante la crisis.

Recuadro III.1: Impacto de los traspasos de afiliados sobre los cambios en los portafolios de los fondos de pensiones

Las turbulencias ocasionadas por la crisis financiera afectaron el valor y la composición de las carteras de inversión de los inversionistas institucionales. Los fondos de pensiones, que administraban US\$106.496 millones a septiembre del 2009, realizaron importantes ajustes a su cartera, entre los que destacan los cambios en la inversión al exterior. Una pregunta que surge es si el ajuste de los saldos administrados en cada tipo de fondo fue el resultado de decisiones autónomas de las AFP, o si dicho cambio estuvo impulsado por las decisiones de traspasos entre fondos de los afiliados, con el objetivo de evitar pérdidas de riqueza.

La pregunta es relevante desde un punto de vista sistémico. Si el ajuste de los fondos es impulsado por las propias AFP, se esperaría un efecto bajo en los precios de los activos, dado que estos agentes tendrían incorporado el impacto que los cambios de su propio portafolio tienen sobre la valoración de las distintas clases de activos. De este modo, los ajustes de cartera se canalizarían preferentemente hacia mercados más líquidos, o se realizarían en forma gradual sin perder de vista el objetivo de rentabilidad. En caso contrario, si el ajuste de los fondos es inducido por una masiva reubicación de los afiliados hacia fondos menos riesgosos o viceversa, las AFP tendrían que ajustar sus portafolios sin mucha consideración de la oportunidad de mercado (*market timing*)^{3/}.

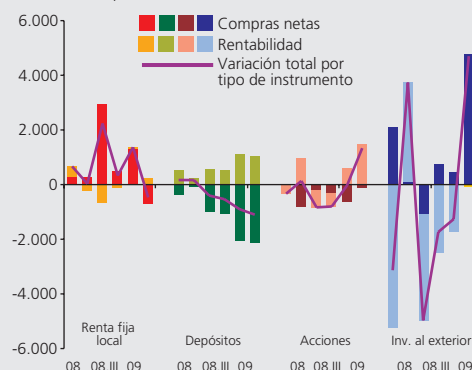
El análisis anterior es de especial interés para el período 2008-2009, cuando los afiliados al sistema se cambiaron entre fondos en magnitud significativa. En este recuadro se resumen los principales ajustes en las carteras y la reasignación de recursos entre los distintos tipos de fondos en dicho período; se muestra el número de afiliados que se cambia entre fondos y, finalmente, se intenta dimensionar la importancia de estos traspasos sobre los ajustes de cartera de los fondos de pensiones.

^{3/} Las AFP tienen un plazo de cuatro a siete días hábiles para realizar el cambio de tipo de fondo desde recibida la petición de un afiliado (Norma de Carácter General, SP). Cada movimiento de afiliados entre fondos de una misma administradora puede ser ejecutado mediante transferencia de instrumentos entre sus fondos, o bien transando en los mercados formales. La decisión final depende, entre otros factores, de la estrategia de inversión de la AFP y de los límites de inversión.

En primer lugar, el cambio en el portafolio de los fondos de pensiones durante el 2008-2009 estuvo dominado, en el agregado, por los ajustes al porcentaje de inversión en el exterior (gráfico III.12). Una posible explicación de este comportamiento es la mayor liquidez y profundidad presente en los mercados internacionales, donde las AFP no afectan los precios de los activos objeto de inversión. En segundo lugar, gran parte de la variación de la cartera de inversiones, tanto en acciones como en inversión extranjera, se explica por cambios en la valoración de los activos, lo cual es razonable dado que fueron estas clases de activos las más afectadas por la crisis.

Gráfico III.12

Origen de los cambios en el valor del portafolio
(millones de dólares)



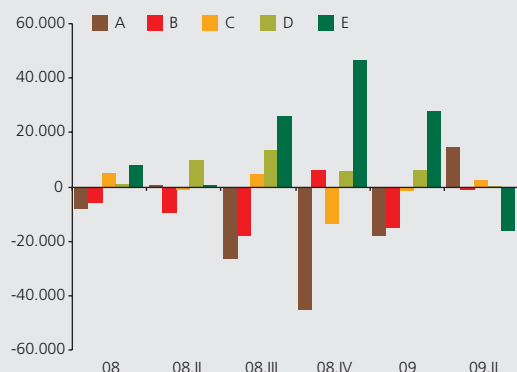
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SP.

En tercer lugar, en el período de mayores turbulencias, los fondos de pensiones reasignaron sus portafolios hacia instrumentos de renta fija local, en desmedro de la inversión en el exterior y de las acciones nacionales. Finalmente, durante todo el período, los fondos de pensiones han reducido sostenidamente la participación de los depósitos a plazo bancario en sus carteras, posiblemente por la mayor liquidez de este mercado y por la fuerte disminución de las tasas de interés a contar del primer trimestre del 2009.

A partir del tercer trimestre del 2008, se observó una fuerte redistribución de afiliados entre tipos de fondos. En dicho período, un número importante de afiliados empezó a salir del fondo A, mayoritariamente hacia los fondos D y E (gráfico III.13). Aproximadamente, 90.000 afiliados dejaron el fondo A entre julio del 2008 y marzo del 2009⁴. El mayor número de salidas desde el fondo A ocurrió en octubre del 2008, cuando 29.680 afiliados se trasladaron a los fondos B y E.

Gráfico III.13

Traspaso de afiliados entre tipos de fondos (*)
(número de afiliados)



(*) De una misma administradora.

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

En general, los traspasos de afiliados son relevantes para explicar las transacciones de instrumentos de los fondos de pensiones. En promedio, el 33% de las transacciones trimestrales (compras netas) se explican por los traspasos de afiliados o cotizantes (gráfico III.14).

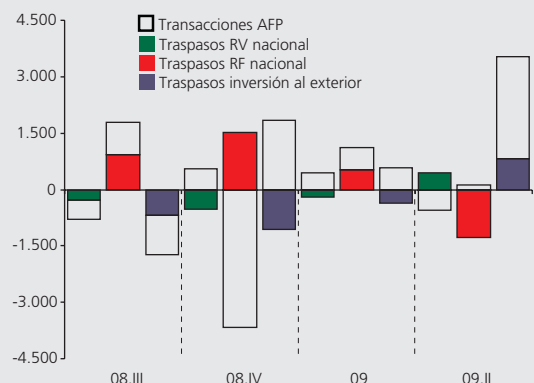
Sin embargo, dicho porcentaje varía por clase de activos. En el caso de las transacciones de instrumentos de renta variable nacional, los traspasos de cotizantes explican, en promedio, un 40% de los movimientos totales del fondo, mientras para las transacciones de instrumentos de renta fija nacional e inversión en el exterior, el promedio es de 24 y 35%, respectivamente.

Es importante destacar que durante los períodos de mayor turbulencia financiera, la salida de los afiliados de los fondos más riesgosos originó ventas netas de instrumentos de renta variable nacional, las cuales fueron en su mayoría compensadas por transacciones opuestas por parte de los fondos de pensiones. El mayor ajuste del portafolio de inversiones se produjo por la vía de transacciones de instrumentos extranjeros. En particular, esta situación se observa en el segundo trimestre del 2009, cuando los afiliados vuelven a los fondos más riesgosos.

En conclusión, se puede señalar que, durante períodos de crisis, las decisiones de traspaso de los afiliados sí tienen un impacto sobre los ajustes de cartera de los fondos de pensiones; sin embargo, el ajuste total de los portafolios sigue siendo determinado por las decisiones de sus administradores.

Gráfico III.14

Transacciones de los fondos de pensiones
(millones de dólares)



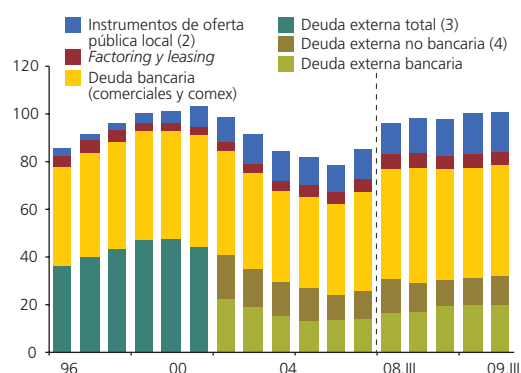
Fuente: Banco Central de Chile a base de información del DCV y de la SP.

⁴/ Equivalente a un 5% del total de cotizantes en el fondo A, a junio del 2008. El sistema tiene un número aproximado de 4,5 millones de cotizantes.

IV. Usuarios de crédito

Gráfico IV.1

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

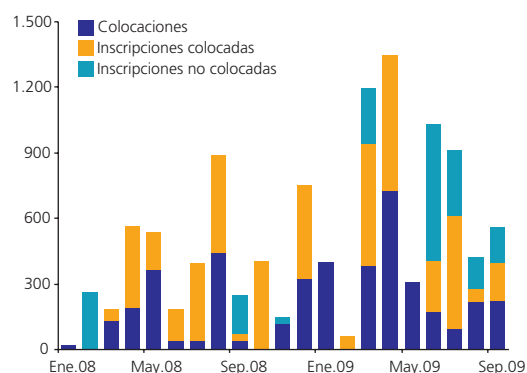


- (1) PIB trimestrales del 2008 y 2009 corresponden al año móvil terminado en cada trimestre.
(2) Bonos corporativos (excepto Codelco), bonos securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio.
(3) Convertida a pesos con el tipo de cambio promedio del período marzo 2002-septiembre 2009. Incluye préstamos asociados a IED.
(4) Préstamos asociados a IED, créditos comerciales y bonos.

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

Gráfico IV.2

Colocaciones e inscripciones de bonos corporativos (*)
(miles de millones de pesos de septiembre 2009)



(*) Incluye bonos de empresas financieras registradas en la SVS.

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

En este capítulo se examina la situación financiera de los usuarios de crédito y se evalúa la tendencia del riesgo de crédito en la economía chilena y su sensibilidad respecto de los riesgos presentados en el capítulo I.

Empresas

Al tercer trimestre del 2009, las empresas nacionales han aumentado su financiamiento vía deuda, el que se ha desarrollado en condiciones menos restrictivas

A septiembre del 2009, la deuda total de las empresas no financieras presentó un crecimiento de 2,6% real anual, destacando el dinamismo del mercado de bonos corporativos, el que se expandió 29%. La deuda externa presentó un crecimiento en doce meses menor al observado en el trimestre precedente (1,5%, comparado con 4,9%) y los préstamos bancarios experimentaron una contracción mayor en igual lapso (-2,8% versus -1,7%). En relación con el PIB, la deuda de las empresas se ha estabilizado en torno a 100% (gráfico IV.1)^{1/}.

Respecto del *Informe* anterior, se ha observado una mejora en las condiciones del financiamiento bancario. Entre diciembre del 2008 y septiembre del 2009, el *spread* promedio mensual de las colocaciones comerciales en pesos a entre 30 y 89 días disminuyó 400 puntos base aproximadamente, donde la principal parte de esta corrección —300 puntos base— ocurrió entre marzo y junio (capítulo V). En tanto, las tasas de referencia para operaciones de comercio exterior (*Libor* promedio en dólares a 90 y 180 días), presentaron una disminución cercana a los 150 puntos base a septiembre con respecto al cierre del año anterior, alcanzando niveles históricamente bajos.

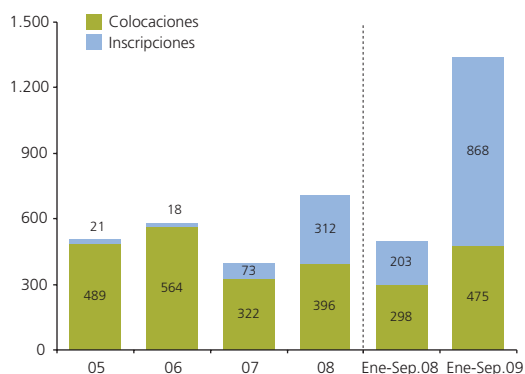
El mercado de títulos de oferta pública ha continuado mostrando una importante actividad. A septiembre del 2009, las colocaciones e inscripciones de bonos corporativos casi duplicaron todo lo colocado a igual fecha del año anterior (gráfico IV.2). Durante el último trimestre, se ha observado una disminución, tanto en los montos inscritos como en los colocados, lo que reflejaría en parte condiciones crediticias locales más flexibles, un aumento de la demanda por instrumentos financieros extranjeros por parte de los inversionistas institucionales, y una mejora de las condiciones en los mercados externos de financiamiento^{2/}. No obstante, el monto inscrito en los

^{1/} El cálculo considera préstamos comerciales, comercio exterior, *factoring* y *leasing* bancario. El crecimiento de 0,9% real anual de las colocaciones comerciales citado en el Capítulo V, considera solo los préstamos comerciales.

^{2/} Durante el 2009, se han efectuado tres colocaciones de bonos de empresas no financieras nacionales privadas en el exterior (US\$500 millones en julio, US\$100 millones en agosto y US\$500 millones en octubre), situación que no ocurría desde agosto del 2008.

Gráfico IV.3

Colocaciones e inscripciones de efectos de comercio (*)
(miles de millones de pesos de septiembre 2009)



(*) Incluye efectos de comercio de empresas financieras registradas en la SVS.

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

últimos cuatro meses, y aún por colocar, es similar al de las colocaciones de un año promedio, lo que sugiere la existencia de una importante demanda latente por financiamiento de este tipo.

Durante el 2009, las colocaciones e inscripciones de efectos de comercio superaron lo alcanzado durante el 2008 (gráfico IV.3). Desde septiembre del 2008 hasta septiembre del 2009, el 60% de las colocaciones realizadas correspondió a empresas no financieras, y durante el tercer trimestre del 2009, el nivel de colocaciones fue el más alto desde el 2005, para ese mismo trimestre. Por otra parte, la existencia de líneas inscritas y no colocadas constituye una alternativa de financiamiento disponible para enfrentar eventuales episodios de estrechamiento de liquidez.

Los cambios en el financiamiento de un grupo de grandes empresas con acceso a fuentes de financiamiento en el exterior permiten identificar la tendencia de sustitución de financiamiento externo por local, y su impacto en las empresas que solo acceden a fuentes locales. El análisis del cambio en la composición de la deuda de esta muestra indica que, entre diciembre del 2008 y junio del 2009, los bonos locales aumentaron su participación en seis puntos porcentuales (US\$1.000 millones) en desmedro, principalmente, de las fuentes de financiamiento externas. A pesar del aumento de la participación de la deuda bancaria local, la caída en el total de deuda implicó la liberación de alrededor de US\$700 millones provenientes de esta fuente (tabla IV.1).

Tabla IV.1

Deuda local y externa de empresas nacionales (*)
(porcentaje del total de la deuda financiera)

	2007	2008	2009	
	Diciembre	Diciembre	Marzo	Junio
Deuda local	34,4	42,5	48,3	49,4
Bancaria	21,1	26,9	29,8	27,9
Bonos	13,2	15,6	18,4	21,5
Deuda externa	65,6	57,5	51,7	50,6
Bancaria	48,8	43,7	40,5	40,4
Bonos	16,8	13,8	11,2	10,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

(Monto de la deuda total en miles de millones de pesos de junio 2009)

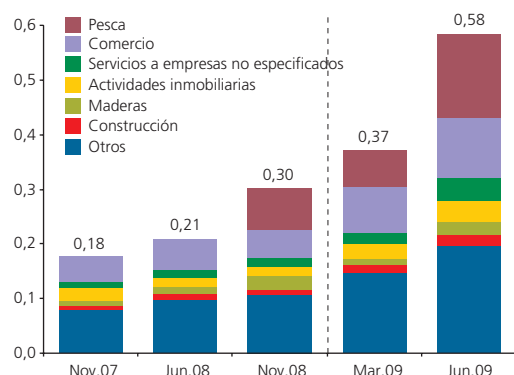
Total	15.108	17.515	15.982	15.448
--------------	---------------	---------------	---------------	---------------

(*) Muestra de 461 empresas con deuda externa vigente a diciembre del 2008. No incluye empresas financieras.

Fuentes: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

Gráfico IV.4

Morosidad de las colocaciones comerciales (1) (2)
(porcentaje de la cartera comercial de la muestra)



(1) Entre 30 y 89 días. Los sectores individualizados son los de mayor mora absoluta a junio del 2009. Muestra de 500.000 empresas aproximadamente.

(2) A partir del 2009, la información base de este indicador cambia, debido de la adopción de IFRS en la banca, con lo cual es posible que ambas series no sean estrictamente comparables.

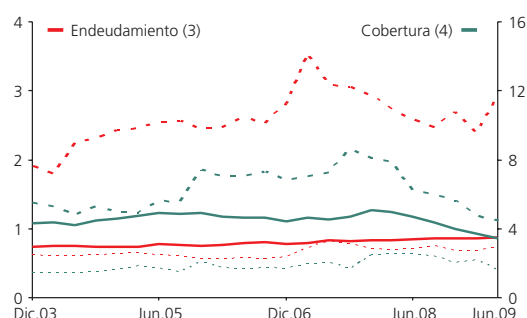
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

El riesgo de crédito de las empresas ha aumentado desde el año 2008

En una muestra de firmas que representa cerca del 80% de las colocaciones comerciales y de comercio exterior de la banca local, se ha observado un incremento de la cartera en mora de 30 a 89 días entre el 2007 y junio del 2009, de 0,18 a 0,58% del total de la cartera analizada (gráfico IV.4). Una parte importante de este aumento está relacionada con factores idiosincráticos, en particular, en el sector pesca. Descontado este sector, la mora a junio llega a 0,43%. Estas cifras se comparan favorablemente con la crisis anterior, cuando el mismo indicador llegó a 0,51 y 0,68% en diciembre de 1998 y 1999, respectivamente. Otro punto a destacar es que

Gráfico IV.5

Capacidad de pago y endeudamiento de empresas (1) (2)
(veces)



(1) Empresas registradas en la SVS, estados financieros consolidados bajo norma contable chilena. Excluye minería.

(2) Las líneas punteadas representan los percentiles 25 y 75 de cada uno de los indicadores.

(3) Deuda financiera/(Patrimonio+interés minoritario).

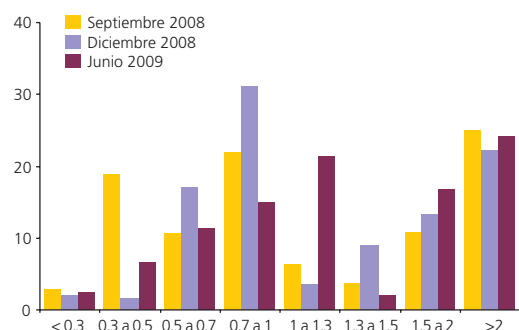
(4) Cobertura de intereses, año móvil.

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

Gráfico IV.6

Deuda financiera y razón de liquidez (*)

(porcentaje, veces)



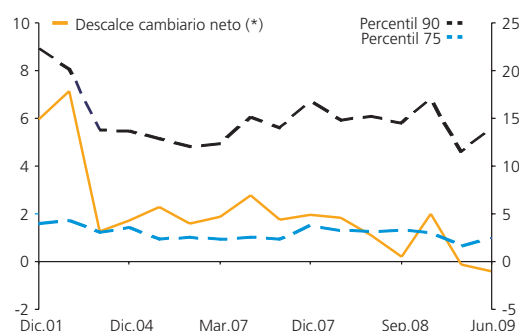
(*) Porcentaje de deuda financiera en empresas por rango del test ácido (activos circulantes menos existencias, dividido por pasivos circulantes).

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

Gráfico IV.7

Descalce cambiario (*)

(porcentaje de los activos totales)



(*) Pasivos en dólares menos activos en dólares, menos la posición neta en derivados.

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

el aumento se concentra en el sector “otros”, es decir, el deterioro proviene de numerosos subsectores. A nivel sectorial, excluyendo el sector pesca, los sectores con mayor morosidad a junio son maderas (0,76%), servicios a empresas (0,63%) y comercio (0,51%).

Si bien la capacidad de pago de las empresas inscritas en la SVS se deteriora, esto se origina en empresas que previamente presentaban un indicador excepcionalmente alto

A junio del 2009, el margen promedio anualizado de Ebitda sobre ventas fue de 11,2%, cifra menor al 13,5% alcanzado a igual fecha del año anterior. Esta menor generación operacional, junto al aumento de los gastos financieros, afectó la cobertura de intereses de las empresas en igual lapso, disminuyendo de 4,7 a 3,5 veces (gráfico IV.5). Los sectores que presentaron el mayor deterioro a junio fueron construcción (2,8 veces), consumo (3,8) y transporte de ferrocarriles y por carreteras (0,9), mientras las compañías eléctricas destacaron por su favorable desempeño.

A la misma fecha, las empresas que reportaron estados financieros bajo norma IFRS —y que representan cerca del 44% de la deuda financiera del total de entidades registradas en la SVS— mostraron mejores márgenes y capacidad de pago. El margen de Ebitda sobre ventas y la cobertura de intereses pasaron de 12,2 a 16,8% y de 4,3 a 4,8 veces, respectivamente, entre junio del 2008 y junio del 2009^{3/}. Sin embargo, el nivel de endeudamiento presentó un leve deterioro respecto de diciembre del 2008, pasando de 0,48 a 0,51 veces, manteniéndose aún en rangos considerados aceptables. Es importante destacar que la adopción de IFRS por parte de las empresas, si bien es un paso importante hacia las prácticas internacionales, trae consigo desafíos relacionados con el monitoreo de la estabilidad financiera. Estos provienen de las múltiples alternativas en cuanto a la manera de informar de las empresas, lo que dificulta la agregación de la información.

A junio del 2009, se observa que las empresas han resguardado su posición de liquidez. El porcentaje de deuda financiera en empresas cuyo test ácido es menor a una vez pasó de 54 a 35% entre septiembre del 2008 y junio del 2009 (gráfico IV.6). Esta mejora del indicador se explica por una recomposición de los activos circulantes, como resultado de una disminución de las cuentas por cobrar y un aumento del activo disponible. Por el lado de los pasivos circulantes, se observa una caída de la deuda bancaria y de las cuentas por pagar. La caída de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar y deuda bancaria es un reflejo del menor nivel de actividad experimentado durante los últimos dos trimestres.

El descalce cambiario de las empresas se mantiene en niveles reducidos, representando el -0,42% de los activos totales, cifra muy inferior a la de comienzos de la década (cuando registró un máximo de 7,15% al cierre del 2002) (gráfico IV.7). En las empresas cuya moneda funcional es el dólar, y que desde el 2008 emitieron deuda en UF o pesos, se observa que a junio del 2009 su descalce bordea el 4% de los activos totales (7% a diciembre del 2007). Si bien el descalce ha disminuido, su nivel refleja la existencia de algunas dificultades al momento de realizar coberturas de largo plazo

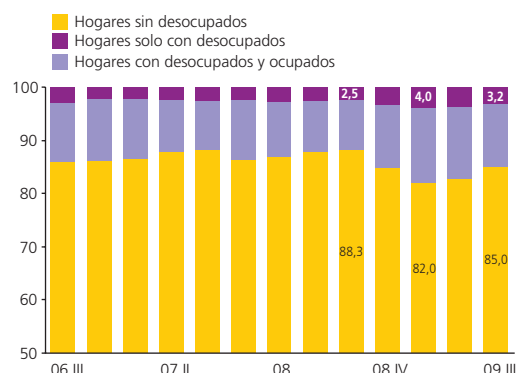
^{3/} Cifras acumuladas a junio de cada año.

Gráfico IV.8Indicadores del mercado laboral (1)
(porcentaje)

(1) Series desestacionalizadas, trimestres móviles terminados en el mes que se indica.

(2) Número de ocupados sobre total de población en edad de trabajar.

Fuentes: INE y Universidad de Chile.

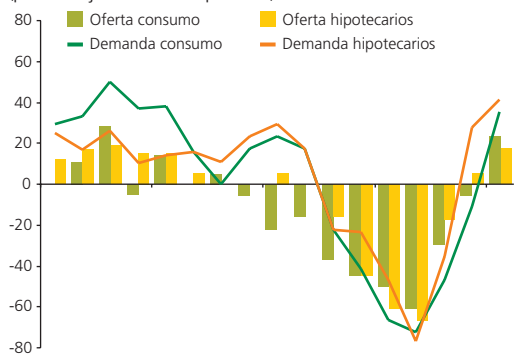
Gráfico IV.9Situación de los hogares en materia de ocupación
(porcentaje del total de hogares)

Fuente: Encuesta de Ocupación y Desocupación en el Gran Santiago, Universidad de Chile.

Gráfico IV.10

Percepción de demanda y flexibilidad en la oferta de créditos (*)

(porcentaje neto de respuestas)



(*) Valores negativos indican una percepción de demanda más débil y condiciones menos flexibles para la oferta.

Fuente: Banco Central de Chile a base a la Encuesta de Crédito Bancario.

en el último año^{4/}. Respecto de la utilización de derivados cambiarios en empresas exportadoras pequeñas, el análisis efectuado a junio de este año no permite concluir que estas se hayan visto más afectadas, en este último período, que las de mayor tamaño en términos de acceso, cobertura, plazos, montos o precios.

Hogares

Las cifras de empleo del último trimestre muestran un menor deterioro e incluso signos de recuperación, sugiriendo que la probabilidad de un escenario más adverso que el de comienzos de año ha disminuido significativamente

Las cifras de desempleo a septiembre muestran niveles similares o inferiores a los de marzo pasado, señalando que el deterioro de comienzos del 2009 no ha seguido profundizándose y que, en el margen, se evidencia alguna recuperación (gráfico IV.8). La evolución de la tasa de ocupación —que no se ve afectada por cambios en la tasa de participación— indica una situación similar. De acuerdo con evidencia a nivel macroeconómico, que muestra que el desempleo tiene un rezago de entre dos y tres trimestres respecto del PIB, estas cifras podrían mostrar mejoras robustas hacia el segundo trimestre del 2010, considerando el cambio de tendencia que las cifras del sector real muestran en septiembre del 2009^{5/}.

La relación entre el desempleo y la capacidad de pago de los hogares puede observarse mejor en medidas de desempleo a nivel de los mismos. Estas muestran que la desocupación en los hogares se acrecentó a partir de septiembre del 2008. No obstante, en los últimos dos trimestres ha revertido su tendencia, y el porcentaje de hogares que tienen solo desocupados alcanzó a 3,2% en septiembre del 2009 (0,6 puntos porcentuales sobre el promedio de 2006-2008), mientras los hogares sin desocupados representaron el 85% (1,7 puntos porcentuales bajo el promedio de 2006-2008) (gráfico IV.9). Esto es congruente con la visión de que la vulnerabilidad financiera de los hogares no se ha profundizado en el período marzo-septiembre del 2009.

La deuda de los hogares crece, pero a una menor velocidad, y los créditos de consumo bancario se contraen en el primer semestre del 2009

En el 2009, la deuda agregada de los hogares registró tasas de crecimiento real anual del orden de 5 a 6%, esto es, aproximadamente seis puntos porcentuales bajo el promedio de crecimiento del 2008. Esta desaceleración se observó en todas las fuentes de financiamiento; sin embargo, la deuda de consumo bancaria cayó en el primer y el segundo trimestre del 2009, en 2,1 y 1,7%, respectivamente (tabla IV.2).

La deuda hipotecaria bancaria continúa aumentando a menor velocidad que en los últimos tres años. El crecimiento anual en septiembre del 2009 fue de 7,9%, seis puntos porcentuales menos que el alza promedio del 2008.

^{4/} Esta misma muestra de empresas cubría cerca del 50% de su deuda en UF con derivados de moneda en diciembre del 2007, mientras que en junio del 2009 esta cobertura alcanzaba solo al 31%.

^{5/} Ver Restrepo y Soto (2006).

Pese a esto, en el segundo y el tercer trimestre del 2009 se comienza a ver que tanto la percepción de oferta como de demanda de créditos hipotecarios de los bancos se fortalecen, siendo estos los primeros trimestres en mostrar una mejora desde diciembre del 2007 (gráfico IV.10).

Tabla IV.2

Deuda de los hogares

(variación real anual, porcentaje)

	2006	2007	2008	2009		
	IV	IV	IV	I	II	III
Hipotecaria	24,1	16,1	12,9	8,9	7,4	6,3
Bancaria	13,9	15,3	13,1	9,6	8,7	7,9
No bancaria (1)	28,3	20,7	11,7	4,7	-0,5	-3,3
Consumo	22,1	11,0	4,4	2,0	1,7	3,0
Bancaria	21,0	7,0	-0,3	-2,1	-1,7	0,2
No bancaria	23,7	16,3	10,2	7,1	5,8	6,2
Casas comerciales	26,6	19,1	12,0	7,8	4,5	1,0
CCAF (2)	41,9	12,5	9,6	5,8	6,6	10,9
Cooperativas	22,1	20,0	11,6	12,1	6,9	13,4
Otras (3)	11,3	13,8	7,6	4,9	6,2	6,7
Total	17,3	13,6	8,9	5,6	4,7	4,8

(1) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

(2) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

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

Fuentes: Banco Central de Chile a base de información de la SBI, SuSeSo y SVS.

La deuda de consumo de las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF), de las cooperativas y de las compañías de seguros crece por sobre el promedio; no obstante, en su conjunto representan menos del 8% de la deuda total de los hogares. En el caso de las CCAF, junto con el aumento de su stock de colocaciones, creció también el número de afiliados a los cuales se les otorgó crédito, disminuyendo así los montos promedios. Cabe destacar que las CCAF han tenido un importante aumento de su número de afiliados, es decir, del universo elegible para sus programas de crédito.

Las colocaciones de las casas comerciales se estancan en el último trimestre, debido a una disminución de la demanda de crédito

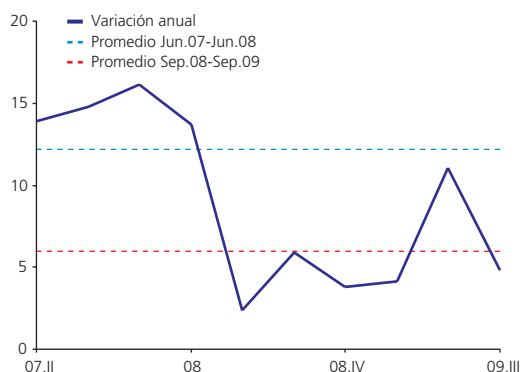
Las colocaciones de las casas comerciales crecieron solo 1% anual en el tercer trimestre, lo que se explica por una disminución real de la demanda de crédito, y por un traspaso de cartera desde dos casas comerciales hacia la banca de personas durante el año. Corregido por este último efecto, el crecimiento alcanza a 4% aproximadamente, lo que es significativamente menor que las cifras de 2006 a 2008.

En el último año se observa un menor crecimiento de las ventas de las casas comerciales, más de seis puntos porcentuales bajo el promedio del período junio 2007-junio 2008 (gráfico IV.11). También se verifica una caída del uso de crédito en esas ventas, el cual disminuyó cuatro puntos porcentuales en promedio con respecto al del período enero 2007-junio 2008, pasando de 62,6 a 58,6%. Esto podría estar relacionado con un cambio en el comportamiento del consumo, con una menor venta de bienes durables y un crecimiento de las ventas de la categoría vestuario y calzado (gráfico IV.12).

Gráfico IV.11

Ventas de casas comerciales

(variación nominal anual, porcentaje)

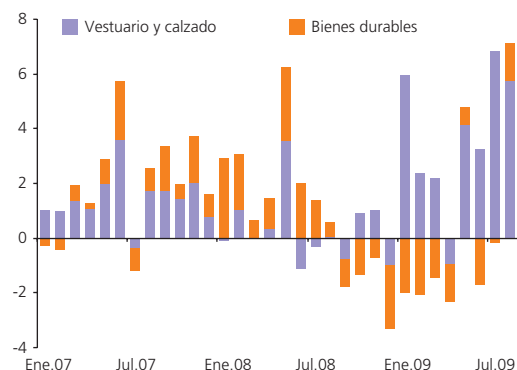


Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SVS.

Gráfico IV.12

Contribución al crecimiento de las ventas del comercio minorista (*)

(porcentaje)

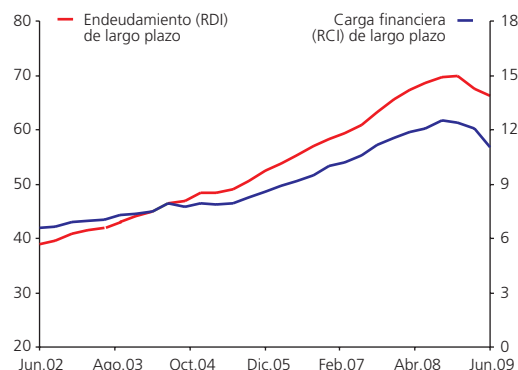


(*) Excluye las ventas de supermercados.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la CNC.

Gráfico IV.13

Endeudamiento y carga financiera de largo plazo
(porcentaje del ingreso disponible)



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

Al mismo tiempo, el plazo de las colocaciones de las casas comerciales se ha acortado, revirtiendo la tendencia al alza observada desde junio del 2005, y pasando de aproximadamente nueve meses en septiembre del 2008, a ocho meses y medio en junio del 2009. Al proyectar la tendencia, sobre la base de los datos de los tres años anteriores, la disminución de los plazos equivale a aproximadamente un mes.

Los indicadores de endeudamiento de los hogares continúan con una tendencia a la baja, liderada por la contracción de la deuda de consumo

El indicador de endeudamiento de los hogares (deuda a ingreso o RDI) disminuyó 3,2 puntos porcentuales durante el 2009, tanto por el menor crecimiento de la deuda como por la caída de la inflación. Por su parte, el indicador de carga financiera de largo plazo presentó, en el mismo período, una reducción de 1,3 puntos porcentuales, explicada además por el descenso de las tasas de interés. Esta disminución también indica que, durante el 2009, los hogares (en promedio) han ajustado su nivel de deuda a las nuevas condiciones de ingreso y empleo (gráfico IV.13).

Los indicadores de riesgo de crédito se estabilizan en los últimos dos trimestres del 2009, revirtiendo el aumento registrado a principios de año

El gasto en provisiones de los créditos de consumo bancarios continúa elevado, si bien no ha crecido desde el primer trimestre del 2009, con valores en torno a 7% a septiembre. El gasto en provisiones de las colocaciones hipotecarias bancarias se ha incrementado durante el 2009, debido a mayores provisiones relacionadas con los créditos hipotecarios con garantía estatal. Aislado este efecto, el indicador no presenta diferencias significativas con los años anteriores.

La razón de provisiones por deudores incobrables a las colocaciones de las casas comerciales continúa creciendo, alcanzando durante el 2009 valores superiores en tres puntos porcentuales al promedio de los años 2006 a 2008; sin embargo, también tiende a estabilizarse en el segundo y tercer trimestre del 2009.

Gobierno Consolidado

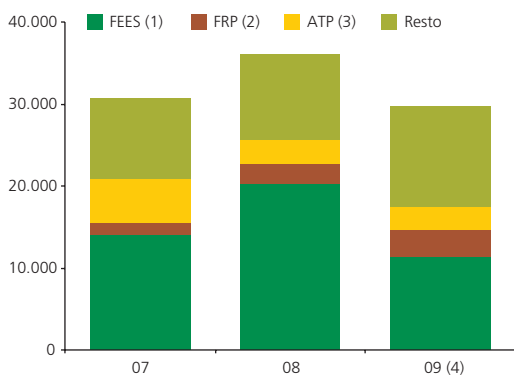
Desde el cierre del anterior *Informe*, la evolución de los activos y pasivos del Gobierno no ha experimentado variaciones importantes en relación con lo previsto.

La autoridad fiscal prevé un déficit para el 2009 menor al proyectado a mediados de año

La autoridad fiscal prevé que el Gobierno Central terminará el 2009 con un balance global aproximado de -3,6% del PIB^{6/}. Este escenario considera los mayores gastos y menores ingresos originados por las medidas contracíclicas

Gráfico IV.14

Activos financieros del Gobierno Central
(millones de dólares)



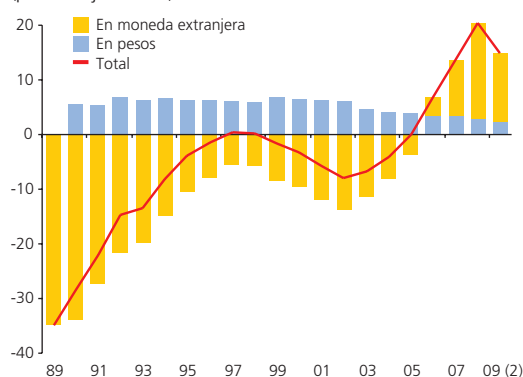
(1) Fondo de Estabilización Económica y Social.
(2) Fondo de Reserva de Pensiones.
(3) Otros activos financieros del Tesoro Público.
(4) FEES, FRP y ATP a diciembre del 2009, Resto a junio.

Fuente: Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda.

^{6/} Para mayor detalle ver Dipres (2009).

Gráfico IV.15

Posiciones netas del Gobierno Central (1)
(porcentaje del PIB)



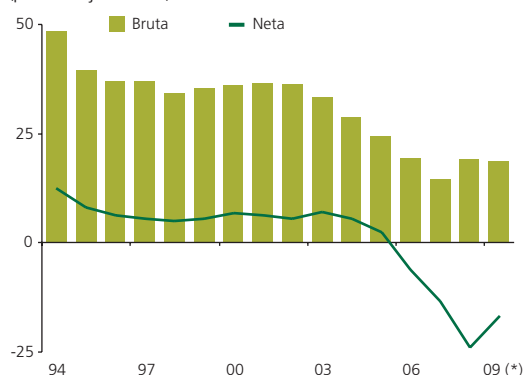
(1) Un número positivo (negativo) implica una posición activa (pasiva) neta.

(2) A junio del 2009.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del Ministerio de Hacienda.

Gráfico IV.16

Deuda total del Gobierno Consolidado
(porcentaje del PIB)

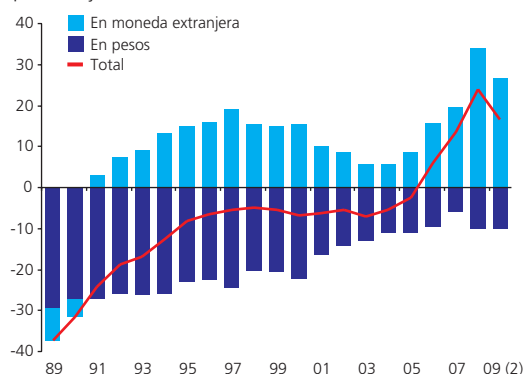


(*) A junio del 2009.

Fuente: Dirección de Presupuestos.

Gráfico IV.17

Posiciones netas del Gobierno Consolidado (1)
(porcentaje del PIB)



(1) Un número positivo (negativo) implica una posición activa (pasiva) neta.

(2) A junio del 2009.

Fuente: Banco Central de Chile a base de información del Ministerio de Hacienda.

adoptadas para hacer frente al desfavorable escenario económico. Este déficit es menor al 4,1% del PIB que se mencionaba en el *Informe* de junio, principalmente debido a los mayores ingresos por cobre que se originaron por un precio del cobre que fue más alto que lo proyectado en julio de este año. El financiamiento del déficit global efectivo ha provenido de la utilización de recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y de la emisión de bonos autorizada en la Ley de Presupuestos 2009.

Se proyecta una disminución de los activos financieros del Gobierno, principalmente del FEES, utilizados para financiar parte del Plan de Estímulo Fiscal

Para el 2009, se proyecta una disminución del nivel de activos financieros, parte de los cuales se ha utilizado para financiar el Plan de Estímulo Fiscal y el déficit fiscal (gráfico IV.14). Entre diciembre del 2008 y junio del 2009, los activos financieros totales del Gobierno Central disminuyeron de 25,6% del PIB (US\$36.000 millones) a 19,9% del PIB (US\$32.600 millones). Respecto del semestre anterior, los activos denominados tanto en pesos como en moneda extranjera se redujeron. Sin embargo, los que más disminuyeron fueron los denominados en moneda extranjera, que representaban un 70,4% de los activos totales a junio del 2009^{7/}. Entre estos activos se encuentran el FEES y el Fondo de Reserva de Pensiones (FRP)^{8/}. Se estima que los activos acumulados en el FEES se reducirán en aproximadamente US\$9.000 millones durante el 2009 (5,4% del PIB), terminando el año con un saldo de US\$11.274 millones.

Considerando el calendario de licitaciones de los bonos de la Tesorería General para el 2009, el saldo de bonos de deuda en moneda nacional emitidos será de aproximadamente US\$7.500 millones al cierre del año (en torno a 4,9% del PIB), de los cuales 82% estarían denominados en UF y el resto en pesos.

Se proyecta que la posición acreedora del Gobierno disminuirá en el 2009, debido al efecto de la menor recaudación y al Plan de Estímulo Fiscal

Como resultado de las decisiones de gasto y del efecto del ciclo en los ingresos, el Gobierno Central disminuyó su posición acreedora neta (gráfico IV.15). Considerando que el Banco Central también la redujo, la deuda neta del Gobierno Consolidado pasó de -23,9% del PIB a fines del 2008 a -16,7% en junio del 2009, mientras la deuda bruta disminuyó desde 19,2% hasta 18,7% del PIB en el mismo período (gráfico IV.16). Esto último en un contexto de disminución de la posición acreedora en moneda extranjera (gráficos IV.15 y IV.17). La deuda externa, en tanto, alcanzó a US\$2.486 millones (1,5% del PIB) a junio del 2009. Para el cierre del 2009, se proyecta que la deuda bruta del Gobierno Central alcance a 6,8% del PIB.

^{7/} Información disponible en el *Informe de Estadísticas de la Deuda Pública* y los informes trimestrales de cada uno de los fondos del Ministerio de Hacienda.

^{8/} La composición entre monedas en ambos fondos era 10%, 40 y 50% en yenes, euros y dólares, respectivamente, y la duración promedio era de 2,3 años, situación muy similar a lo reportado en *Informes* previos.

El patrimonio del Banco Central, de acuerdo con la contabilidad habitual, pasó de \$618 mil millones al 31 de diciembre de 2008, a -\$1.739 mil millones al 15 de noviembre de 2009. Es decir, el patrimonio disminuyó en torno a 2,7% del PIB, profundizando la caída reportada en el *Informe* anterior. Dicha reducción se explica por la fuerte apreciación del peso observada durante el 2009. Como se sabe, el Banco Central es un deudor neto en moneda nacional y acreedor neto en moneda extranjera, por lo que los resultados contables son sensibles a las variaciones del tipo de cambio^{9/}.

El Banco Central ha mantenido los programas de apoyo a la liquidez

El Banco Central ha seguido ofreciendo liquidez a los bancos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. En la Reunión de Política Monetaria (RPM) de julio se acordó la creación de un nuevo instrumento denominado Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), mediante el cual se otorgan créditos a plazos de 90 y 180 días, a una tasa fija por todo el período de la operación^{10/}. La creación de este instrumento ha influido en la composición de los instrumentos preferentes de la banca, generando una sustitución de los *repos* por la FLAP (capítulo III).

En la RPM de noviembre se decidió reducir el plazo máximo de la FLAP de 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre, y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del 2010.

Para el 2010 se espera un aumento de los ingresos tributarios

Para el 2010, la autoridad fiscal estima un aumento de los ingresos fiscales y del nivel de gastos de 16 y 4,3% real, respectivamente. El incremento de los ingresos se debe a la recuperación de los ingresos tributarios no cobre, como resultado de una mayor actividad económica —en particular, de la demanda interna— y del mayor precio del cobre esperado para el 2010. La reversión de las medidas tributarias transitorias impuestas en el 2009, y cuya vigencia termina en el 2010, producirá un aumento de los ingresos tributarios ese año cercano a \$700 mil millones. Con todo esto, se proyecta un déficit efectivo de 1,1% del PIB, con un balance estructural de 0%.

El monto de emisión de deuda autorizado en el presupuesto para el 2010 alcanza a US\$7.800 millones, de los cuales US\$1.800 millones corresponden al financiamiento de bonos de reconocimiento. La autoridad anunciará, a su debido momento, los planes de emisión respectivos.

^{9/} La posición en moneda extranjera del Banco Central es de alrededor de 15% del PIB, por lo que una apreciación de 10% genera pérdidas por 1,5% del producto.

^{10/} Estas operaciones exigen garantías similares a las requeridas para créditos a un día.

Recuadro IV.1: Cambios en los balances de las empresas por aplicación de IFRS

A partir del primer trimestre del 2009, algunas de las sociedades anónimas inscritas en la SVS comenzaron a publicar sus estados financieros bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por sus siglas en inglés). En junio, reportaron bajo esta modalidad 80 empresas no financieras, pertenecientes a los sectores electricidad (25), telecomunicaciones (12), alimentos (11) y forestal (6), entre otros. A nivel consolidado, estas representan cerca del 44% de la deuda financiera, 49% de los activos totales y 46% de las ventas de todas las empresas no financieras que reportaron sus estados a la SVS, a la misma fecha.

Dentro de los nuevos reportes, las empresas cuantificaron el impacto de la transición de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) a IFRS, a través de la conciliación del patrimonio neto y del resultado neto a diciembre del 2008. La principal conclusión es que, para los estados financieros consolidados, el cambio, tanto en patrimonio como en resultados, es muy variado entre empresas e industrias (gráfico IV.18).

El principal factor que afectó el patrimonio fue el ajuste de valoración de inversiones a valor justo (*fair value*). La mediana del valor absoluto de la variación de patrimonio por este factor fue 7,5%. Más atrás se ubicaron los impuestos diferidos y la corrección monetaria, con 1,8 y 1,4%, respectivamente. La mediana del cambio efectivo en el patrimonio de las empresas consideradas es -4,7%, y su desviación estándar, 26%.

En las seis empresas con mayor caída en patrimonio, esta promedió 22%. Se trata de empresas de los sectores telecomunicaciones y alimentos, y el principal factor que explicó la disminución (12 puntos porcentuales) es la eliminación de la corrección monetaria. En tanto, las seis empresas que más aumentaron su patrimonio lo hicieron en 39% en promedio. El principal factor fue el ajuste de valorización de inversiones y activos en empresas eléctricas y forestales (33 puntos porcentuales)^{11/}.

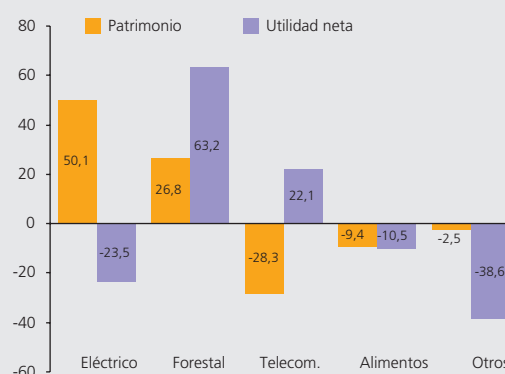
En el caso de la conciliación de los resultados, la muestra presenta una mediana de -10% al pasar del resultado PCGA a IFRS, y, al igual que en el caso del patrimonio, se observa una amplia dispersión. En las seis empresas del extremo inferior, los resultados disminuyeron en promedio un 219%, influidos por la corrección monetaria y el ajuste de inversiones,

principalmente en empresas de los sectores electricidad y consumo. En las seis empresas del extremo superior, el resultado aumentó en promedio un 65% por diferencias en el cálculo de los impuestos diferidos y ajuste de inversiones (valor justo) en empresas de los rubros telecomunicaciones, transportes y forestal, entre otros.

Gráfico IV.18

Efectos del cambio en principios contables sobre patrimonio y resultados (1) (2)

(agregados sectoriales, variación porcentual)



(1) Paso desde la norma contable chilena (PCGA) hacia IFRS, conciliación a diciembre del 2008.

(2) Muestra de 80 empresas no financieras que reportaron bajo IFRS en junio del 2009

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

Finalmente, los cambios en la presentación de los estados financieros debidos a la adopción de las normas IFRS, han llevado a que acreedores y compañías emisoras de deuda ajusten la metodología de cómputo de algunos indicadores utilizados en el cálculo del cumplimiento de ciertas condiciones impuestas en sus contratos de deuda (*covenants*). La modificación o mantención de estos dependerá, en cada caso, de la aprobación por parte de los tenedores de deuda.

^{11/} En una empresa eléctrica, el reconocimiento de las participaciones de accionistas minoritarios o interés minoritario —que bajo PCGA no se consideran parte del patrimonio— aumentó el patrimonio en 100%.

Recuadro IV.2: Bonos securitizados de *revolving*

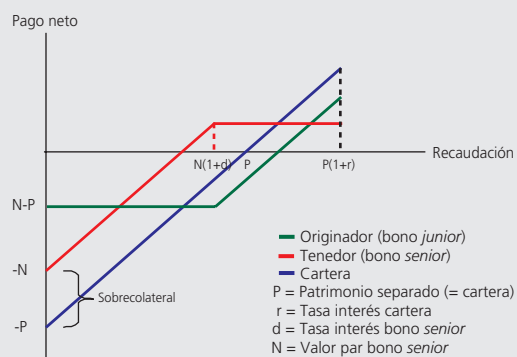
Un bono securitizado es un instrumento de deuda que paga cupones, donde los flujos de caja necesarios para estos pagos son generados por algún activo específico que posee la empresa originadora. Este activo se traspasa a un patrimonio separado, a fin de asegurar que no serán utilizados para garantizar otros pasivos del originador.

Para el originador la securitización es una fuente de financiamiento que le permite obtener liquidez a través de la venta de activos. Este financiamiento puede ser a un costo menor que el de un bono corporativo, puesto que la clasificación de riesgo de un bono securitizado, si bien no es totalmente independiente del originador, se relaciona más con la calidad de los activos que generan los flujos. Dado esto, un bono se puede estructurar de manera de lograr una mejor clasificación de riesgo que la obtenida por los bonos corporativos, y así acceder a un menor costo de financiamiento.

Además, no obstante la existencia de colateral, en la venta de un bono securitizado el originador está transfiriendo riesgo hacia el tenedor. Esto se verifica en el hecho de que el originador recibe un pago cierto a cambio de entregar activos cuyos flujos se perciben en el futuro, y, por lo tanto, revisten incertidumbre (gráfico IV.19).

Gráfico IV.19

Recaudación por la cartera securitizada y pagos netos de los bonos



Fuente: Banco Central de Chile.

Para cubrirse del riesgo, los inversionistas en general demandan sobrecolateralización, es decir, que el valor de los activos cedidos al patrimonio separado supere el valor recaudado por la colocación de bonos. Esta diferencia reduce la probabilidad de que no se cumpla con los pagos del bono colocado.

La particularidad de los bonos de *revolving*, es que el plazo al cual se emiten supera al de los activos que lo respaldan. Por esto, se debe establecer y mantener una relación activa en el tiempo entre el originador y el patrimonio separado, en virtud de la cual el originador provee de nuevos activos que van reemplazando como colateral aquellos que van venciendo. Una segunda implicancia es que estos vencimientos recurrentes van generando liquidez de manera regular en el patrimonio separado durante la vida del bono. Ello permite tener cláusulas de salida para los inversionistas en el caso de que ocurra un deterioro de la cartera.

La forma en que lo anterior se administra es a través del monitoreo permanente de indicadores de la calidad de la cartera securitizada, los cuales no pueden superar valores definidos como “gatillos” (*triggers*), los que al ser rebasados detonan acciones correctivas (sustitución de cartera por una de mejor calidad) o el prepago del bono. Estas cláusulas constituyen un resguardo para el inversionista, y eliminan los incentivos para que el originador transfiera al patrimonio separado una cartera de baja calidad.

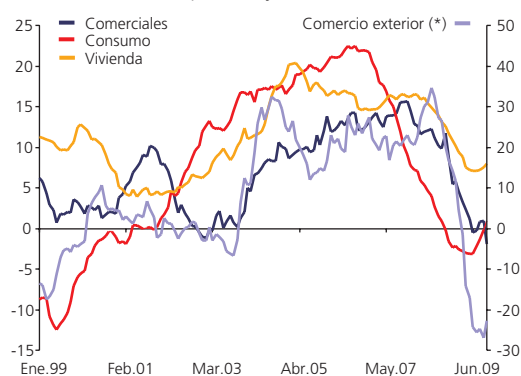
En estos instrumentos, los activos securitizados son usualmente cuentas por cobrar, es decir, flujos de pagos de tarjetas de crédito, facturas o créditos sociales. El stock de deuda securitizada de *revolving* alcanzó en octubre del 2009 más de US\$1.000 millones, representando un 25% de la cartera total de las casas comerciales que emiten este tipo de instrumentos, y un 12% en la cartera total de las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF).

Las mencionadas opciones de salida para los inversionistas hacen que los bonos securitizados de *revolving*, con todo lo demás constante, tengan menos riesgo que un bono securitizado normal. Sin embargo, este menor riesgo requiere un constante monitoreo de la calidad de la cartera durante la vida del bono.

V. Sistema bancario

Gráfico V.1

Crecimiento de las colocaciones
(variación real anual, porcentaje)

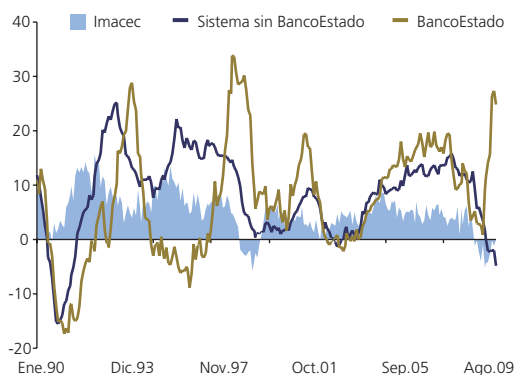


(*) Colocaciones medidas en dólares.

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

Gráfico V.2

Colocaciones comerciales
(variación real anual, porcentaje)



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

En este capítulo se analiza la fortaleza financiera de la banca local, la que está directamente relacionada con su grado de exposición a los riesgos de crédito, mercado y liquidez, y con su capacidad para absorber shocks adversos.

El crédito bancario revierte la tendencia decreciente de los últimos meses en la mayoría de sus segmentos...

Después de exhibir una contracción real anual en junio y julio últimos —situación que no se observaba desde mediados de 1999 (recuadro V.1)—, los créditos comerciales se estabilizaron en agosto y septiembre, creciendo 0,9% real anual (gráfico V.1). No obstante, en octubre se observó una nueva contracción, lo que obedecería, principalmente, a la alta base de comparación de octubre del 2008. Esta última situación se debió a la acumulación de liquidez de las empresas no financieras, las que coparon sus líneas de crédito con las instituciones bancarias en Chile, en respuesta a la incertidumbre generada por la crisis financiera internacional.

Por su parte, los préstamos destinados al financiamiento de operaciones de comercio exterior se vienen contrayendo desde marzo del 2009, y registran una caída superior al 20% anual en los últimos meses. La disminución de estas colocaciones se explica, en lo fundamental, por el comportamiento de los créditos destinados a financiar exportaciones chilenas, los que representan cerca de 70% del total.

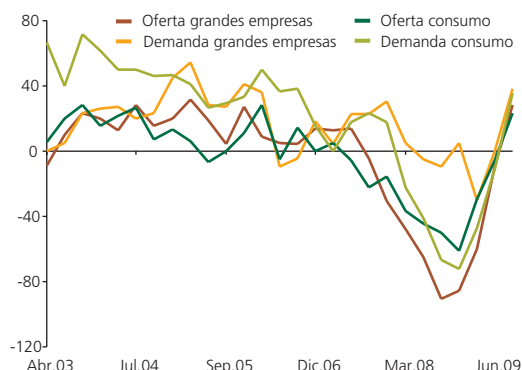
La evolución del crédito al segmento de empresas muestra un comportamiento disímil al interior de la industria bancaria, pues mientras la mayoría de las instituciones redujeron sus préstamos comerciales y de comercio exterior hasta mediados del 2009, el banco de propiedad estatal ha mostrado un comportamiento expansivo y contracíclico a partir del segundo trimestre de este año (gráfico V.2)^{1/}.

Las colocaciones de consumo muestran un cambio de tendencia desde junio, tendiendo a estabilizar su caída en los últimos meses, e incluso a crecer en octubre último (gráfico V.1). Por su parte, el crédito a los hogares destinado a la adquisición de viviendas, continúa exhibiendo un mayor crecimiento relativo, con tasas superiores a 7% real anual, las que, no obstante, son más moderadas en comparación con años previos.

^{1/} La participación de mercado del BancoEstado en el segmento de colocaciones comerciales ha aumentado de 10% en marzo del 2009 a 12,5% en octubre del mismo año.

Gráfico V.3

Encuesta de condiciones de crédito bancario
(porcentaje neto de respuestas) (*)

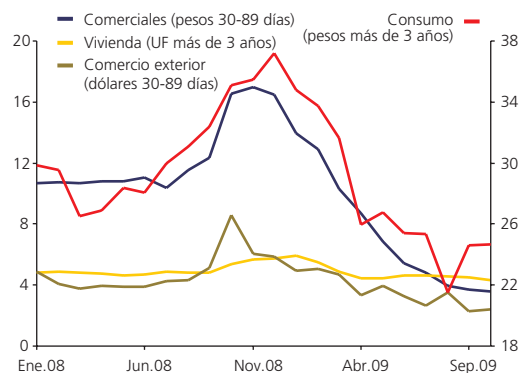


(*) Valores negativos indican una percepción de demanda más débil y condiciones menos flexibles para la oferta.

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.4

Tasas de interés de las colocaciones bancarias (*)
(porcentaje anual)

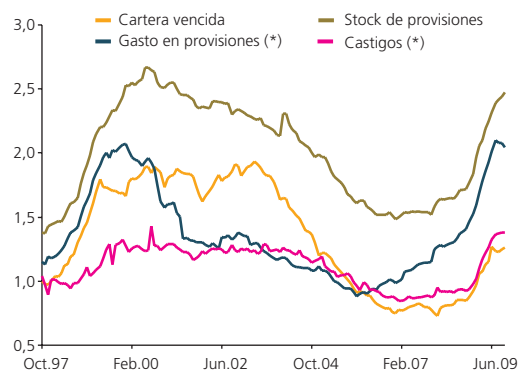


(*) Plazos y monedas representativos de cada segmento de colocaciones. Ver Matus et al. (2008).

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.5

Indicadores de riesgo de crédito
(porcentaje de las colocaciones totales)



(*) Años móviles terminados en cada mes.

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

...lo que es coherente con la percepción de los propios bancos, que consideran que las condiciones tanto de demanda como de oferta de créditos son menos restrictivas

Según se desprende de la Encuesta de Condiciones de Crédito Bancario del Banco Central de Chile, los factores de demanda y las condiciones de oferta eran restrictivos para la mayoría de los bancos y para todos los segmentos crediticios hasta el segundo trimestre del 2009, reflejando una mayor cautela de las entidades bancarias en el otorgamiento de créditos, en un contexto económico más incierto.

Sin embargo, en el tercer trimestre, un mayor número de bancos considera que la demanda de crédito se ha fortalecido, y que las condiciones de otorgamiento de préstamos se han flexibilizado (gráfico V.3). Estos resultados se sustentan en un mejor entorno macroeconómico, en la disminución del riesgo de las carteras de clientes, y en mejores condiciones de financiamiento de los bancos. La materialización de políticas más flexibles de otorgamiento de crédito, sumada a mayores necesidades de financiamiento por parte de hogares y empresas, impulsaría un mayor dinamismo del crédito bancario en los próximos meses.

Las tasas y spreads de los créditos bancarios se han contraído

Las tasas de colocación de los bancos han experimentado una fuerte contracción durante el 2009, luego del abrupto aumento hacia fines del 2008, especialmente para los créditos comerciales (gráfico V.4). En general, los *spreads* sobre las tasas de captación, para los plazos más representativos de cada segmento, se han normalizado, alcanzando niveles similares a los de mediados del 2008 (recuadro V.1).

Los indicadores de riesgo de crédito se han estabilizado desde el último Informe

A pesar de que en octubre del 2009, la relación entre el stock de provisiones y el total de la cartera de colocaciones del sistema alcanzó su mayor nivel de los últimos ocho años (2,5%), se observa un menor crecimiento de este indicador a partir de fines del primer semestre (gráfico V.5).

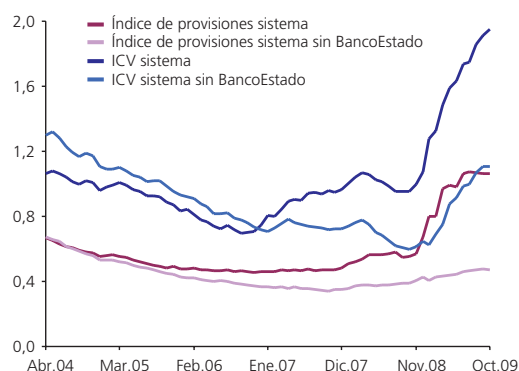
A diferencia de otros períodos de mayor riesgo crediticio, en el último año se ha observado un deterioro de la calidad de la cartera de colocaciones destinadas al financiamiento de viviendas (gráfico V.6). Tanto el índice de provisiones como el de cartera vencida aumentaron durante este período en 40 y 90 puntos base, respectivamente, para el promedio de la banca. Parte importante del aumento del índice de provisiones obedece al deterioro de la cartera de créditos hipotecarios del banco estatal, que cuenta con garantías del Estado. Por su parte, más del 75% del aumento de la cartera vencida de vivienda corresponde a créditos otorgados mediante mutuos hipotecarios no endosables^{2/}.

^{2/} Esta evolución se explica, principalmente, por el comportamiento de los multibancos grandes, los que representan aproximadamente el 75% del total de este segmento del crédito.

Gráfico V.6

Indicadores de riesgo de crédito de préstamos para la vivienda

(porcentaje de las colocaciones)

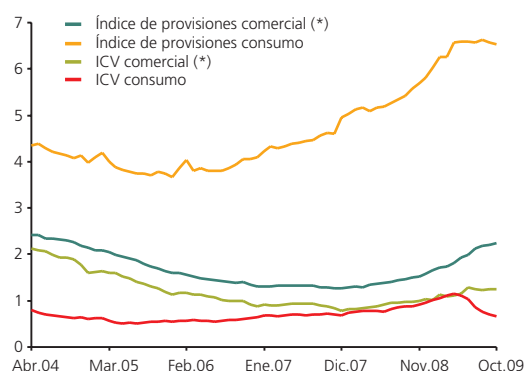


Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

Gráfico V.7

Indicadores de riesgo de crédito

(porcentaje de las colocaciones de cada categoría)



(*) Excluye operaciones de comercio exterior.

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

Las provisiones de la cartera de colocaciones de consumo continúan elevadas. Desde abril del 2009, el índice de provisiones de la cartera de consumo se ha mantenido en un nivel cercano al 7% para el promedio de la banca, mientras que el índice de cartera vencida (ICV) exhibe una caída sostenida en igual período, de aproximadamente 40 puntos base, alcanzando a 0,7% en octubre del 2009 (gráfico V.7)^{3/}.

Parte de la disminución del ICV de consumo se explica por un aumento de los créditos renegociados, así como por los mayores castigos materializados durante este año. Entre septiembre del 2008 y septiembre del 2009, la proporción de las colocaciones de consumo renegociadas aumentó desde 7% hasta casi 10% para el sistema, cifra que se incrementa de 12 a 19% en igual período para el conjunto de las divisiones especializadas de consumo^{4/}. Entre enero y octubre, los castigos del sistema aumentaron casi un 40% en relación con igual período del 2008, mientras en la banca *retail* se incrementaron en cerca de 70% en igual período.

El índice de cartera vencida de la cartera comercial, por su parte, se ha estabilizado en los últimos meses, aunque las provisiones continúan aumentando como consecuencia de problemas específicos surgidos en algunos sectores de la economía, como la industria salmonera. El índice de provisiones de la cartera comercial del sistema ha aumentado en más de 60 puntos base en el transcurso de este año, hasta alcanzar en octubre un nivel cercano a 2,3%.

Cabe destacar que, a partir de enero del 2010, entrarán en vigencia gradualmente las modificaciones incorporadas por la SBIF en su normativa de provisiones por riesgo de crédito. Estas modificaciones establecen ajustes en la evaluación que efectúan los bancos de las empresas cuyas condiciones de tamaño, complejidad o nivel de exposición con la entidad, requieren de un análisis individual^{5/}. Al respecto, la SBIF ha señalado que algunos bancos ya han ajustado sus provisiones a la nueva metodología, pero existen otros que deberán aumentar sus provisiones con el objeto de adecuarse al nuevo marco regulatorio. Las modificaciones señaladas fueron publicadas por la SBIF en noviembre del 2007, y se esperaba su aplicación a partir de enero del 2009. Sin embargo, en razón de una coyuntura económica compleja, entre otros factores, se decidió su postergación hasta enero próximo.

La rentabilidad del sistema se mantiene alta, a excepción de la banca de consumo, que exhibió rentabilidades negativas

La rentabilidad anualizada del capital del sistema bancario se ha mantenido sobre 15% en los últimos meses, a pesar de que el gasto en provisiones aumentó 40% entre enero y octubre del 2009, en comparación con igual período del año pasado. Estos gastos de cartera, medidos en relación con

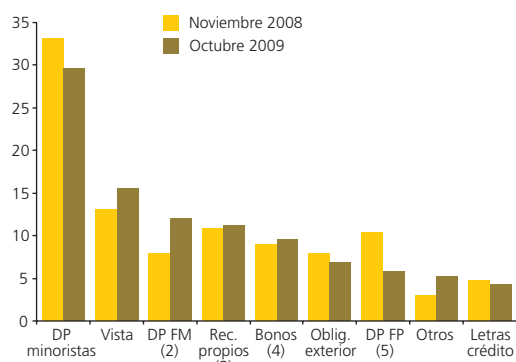
^{3/} El índice alcanzaría a 2,7%, si se considera en mora todo el crédito y no solamente las cuotas impagas (recuadro V.2).

^{4/} Las provisiones constituidas por la cartera renegociada de consumo son superiores al 20%, lo que también explica que el indicador de provisiones de este segmento del crédito continúe elevado.

^{5/} Ver Capítulo B-1 del Compendio de Normas Contables de la SBIF.

Gráfico V.8

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



(1) Total de pasivos, netos de obligaciones contingentes y valor razonable de instrumentos derivados.

(2) Depósitos a plazo de fondos mutuos.

(3) Incluye capital básico, provisiones, valor razonable neto de instrumentos derivados y utilidades.

(4) Incluye bonos *senior* y subordinados.

(5) Depósitos a plazo de fondos de pensiones

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

los activos totales de la banca, se incrementaron desde 1,1% en el 2008 hasta 1,5% en octubre del 2009. Los ingresos netos obtenidos a través de la intermediación de instrumentos financieros, así como la mantención de elevados márgenes en este negocio han permitido compensar este aumento de las provisiones.

En efecto, el impulso monetario de este año favoreció la valorización de la cartera de instrumentos financieros, lo que se ha reflejado en un aumento de los ingresos netos derivados de esta línea de negocios en torno a 0,7% de los activos en el último año (tabla V.1). Por su parte, el margen de intermediación se ha mantenido elevado, a pesar de la caída de los ingresos netos por reajustes, como resultado de la baja inflación. A lo anterior ha contribuido la disminución del costo de fondeo de la banca, como consecuencia de las bajas tasas de interés de captación y de la mayor proporción de los depósitos a la vista en el total del financiamiento bancario (gráfico V.8)^{6/}.

Tabla V.1

Composición del retorno de los activos del sistema bancario

	2006	2007	2008	2009 (1)
(Porcentaje de los activos totales)				
Intereses y reajustes ganados	6,4	7,9	8,5	4,7
Intereses y reajustes pagados	-3,3	-4,5	-5,2	-1,5
Comisiones netas	0,8	0,6	0,6	0,7
Trading neto	0,2	0,1	0,2	0,7
Provisiones	-0,8	-0,9	-1,1	-1,5
Gastos de apoyo	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1
Otros	-0,1	-0,1	-0,1	0,2
ROA (2)	1,3	1,1	0,9	1,2
(Veces)				
Apalancamiento (3)	14,4	14,5	16,4	14,0
(Porcentaje)				
ROE (4)	18,5	16,2	15,2	17,1
Pilar I (5)	9,3	9,4	8,4	11,1(6)
IAC	12,5	12,2	12,5	14,2(6)

(1) Información anualizada a octubre del 2009.

(2) Retorno de los activos.

(3) Razón de activos a capital.

(4) Rentabilidad del capital.

(5) Razón de capital básico a activos ponderados por riesgo.

(6) Información a agosto del 2009.

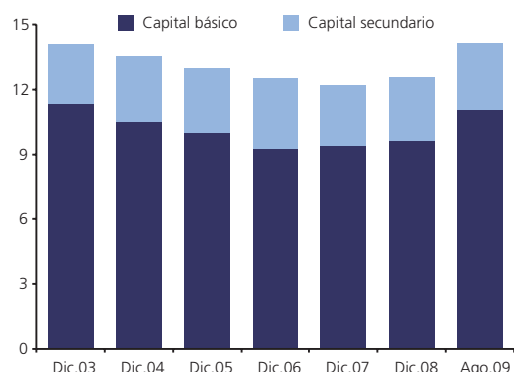
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

No obstante, existe una alta heterogeneidad en la rentabilidad al interior de la industria bancaria (recuadro V.3). Los multibancos grandes privados exhiben hoy los más altos niveles de rentabilidad, favorecidos por su capacidad para captar recursos a menor costo (concentrando más del 60% de los depósitos a la vista del sistema). La banca *retail*, en cambio, ha mostrado una rentabilidad negativa gran parte del año. Esto a pesar de presentar los márgenes más altos del sistema, los que no han logrado compensar el incremento del gasto en provisiones en el que han debido incurrir, como resultado del mayor riesgo relativo de su cartera especializada en el segmento de consumo (tabla V.2).

^{6/} Estos depósitos sin costo aumentaron desde 14% de los pasivos en diciembre del 2008, a 16% en octubre del 2009.

Gráfico V.9

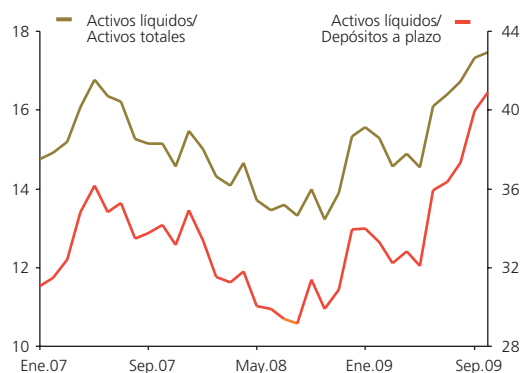
Índice de adecuación de capital
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



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

Gráfico V.10

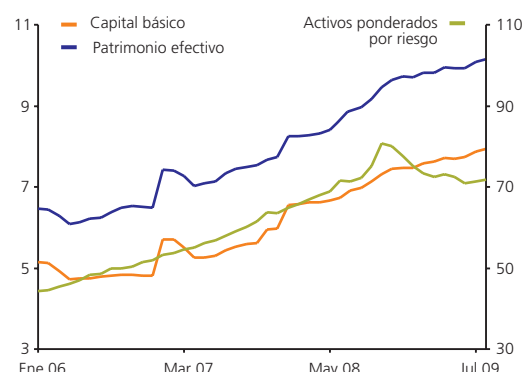
Indicadores de liquidez de la banca
(porcentaje)



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

Gráfico V.11

Composición del índice de adecuación de capital
(billones de pesos)



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

Tabla V.2

Composición del retorno de los activos de la banca *retail*

	2006	2007	2008	2009 (1)
(Porcentaje de los activos totales)				
Intereses y reajustes ganados	13,7	14,4	14,6	13,2
Intereses y reajustes pagados	-4,1	-5,0	-6,2	-3,8
Comisiones netas	2,3	1,9	0,7	1,6
Trading neto	0,1	0,2	0,7	0,5
Provisiones	-4,2	-5,0	-4,5	-7,0
Gastos de apoyo	-5,5	-5,3	-5,6	-5,8
Otros	0,1	0,0	0,3	1,6
ROA (2)	2,5	1,1	0,0	0,2
Apalancamiento (3)	10,4	8,9	9,4	9,0
ROE (4)	25,7	10,1	0,3	1,9

(1) Información anualizada a octubre del 2009.

(2) Retorno de los activos.

(3) Razón de activos a capital.

(4) Rentabilidad del capital.

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

La caída de las colocaciones y la mayor proporción de activos líquidos en el total de activos ha favorecido la solvencia del sistema bancario

El índice de adecuación de capital (IAC) del sistema se ha mantenido en un nivel superior a 13%, con una leve tendencia al alza en los últimos meses (gráfico V.9). Esta mejora responde, en gran medida, a la contracción de la cartera de colocaciones y a la mayor tenencia de activos líquidos, con un menor perfil de riesgo (gráfico V.10). Como consecuencia de lo anterior, los activos ponderados por riesgo de crédito del sistema se han reducido en más de 7% entre diciembre del 2008 y agosto de este año (gráfico V.11).

En igual período, el capital básico o primario del sistema aumentó aproximadamente 5%, gracias a la materialización de aportes adicionales de capital, a la capitalización de una proporción mayor de las utilidades y también a la generación de mayores ganancias en el año^{7/}. El capital secundario o suplementario, por su parte, se ha mantenido relativamente estable durante el año y, a diferencia de años anteriores, su incidencia en el IAC es algo inferior (gráfico V.9).

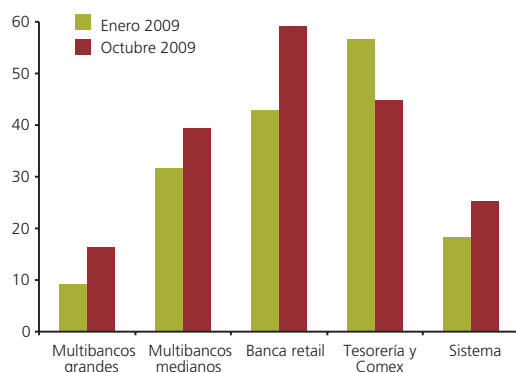
Persiste una alta dependencia de los fondos mutuos en el financiamiento de bancos de menor tamaño

Los depósitos a plazo del sistema bancario se contrajeron en términos reales anuales en los últimos meses, lo que es congruente con la fuerte disminución que han experimentado las tasas de interés de captación de la banca durante

^{7/} A partir de enero del 2008, las utilidades del ejercicio forman parte del capital básico o primario.

Gráfico V.12

Depósitos a plazo de fondos mutuos
(porcentaje del total de depósitos a plazo)



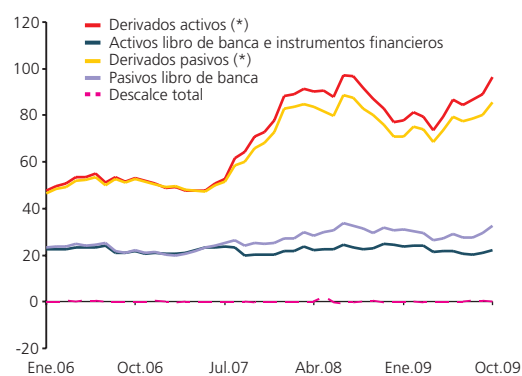
Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

el 2009^{8/}. La composición de los depósitos a plazo por acreedor muestra una evolución disímil en el transcurso de este año. Los depósitos constituidos por los fondos mutuos (FM) aumentaron su participación desde 16% en diciembre del 2008 a más de 25% en octubre del 2009. Los fondos de pensiones (FP), por su parte, redujeron su participación en igual período, al tiempo que siguieron incrementando su inversión en bonos corporativos y aumentaron, en el tercer trimestre, la inversión en el exterior (capítulo III).

Es importante destacar que el aumento de los depósitos de FM ha sido proporcionalmente más significativo en los multibancos grandes, que son relativamente menos dependientes de esta fuente de financiamiento institucional (gráfico V.12). Para el conjunto de estos bancos, los depósitos de carácter minorista siguen siendo la principal fuente de financiamiento, con una participación cercana a 70% de los depósitos a plazo y a 30% del total de sus pasivos en octubre del 2009. Entre los bancos con una alta dependencia del financiamiento institucional destacan la banca de tesorería y de *retail*, los que por su menor tamaño relativo tienen una menor capacidad para obtener financiamiento minorista. En estos bancos la participación de los depósitos de FM es superior al 40% de sus depósitos a plazo, pero individualmente tienen una participación de mercado inferior al 1% de los activos totales del sistema. A pesar de su menor tamaño relativo, es importante que la política de administración de liquidez de estas entidades tome en consideración esta alta dependencia del financiamiento de origen institucional.

Gráfico V.13

Balance en moneda extranjera de la banca
(miles de millones de dólares)



(*) Incluye valor nominal de *forwards* y *swaps* en moneda extranjera.

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

La exposición al riesgo de moneda se mantiene acotada

La exposición al riesgo de moneda en el libro de banca ha aumentado en los últimos meses, principalmente por el fuerte aumento de las obligaciones con el exterior y, en menor medida, por la disminución de las colocaciones destinadas al financiamiento de operaciones de comercio exterior. Como consecuencia de lo anterior, la posición pasiva del libro de banca del sistema se elevó a más de US\$10 mil millones en octubre último.

No obstante, el incremento de las operaciones de cobertura cambiaria con los FP, de más de US\$8.000 millones, que se observa entre abril y octubre de este año, ha contribuido al aumento de la posición activa en instrumentos derivados en moneda extranjera. Lo anterior ha permitido que el sistema bancario siga manteniendo una exposición acotada al riesgo de moneda, equivalente a un 2% del capital básico a octubre del 2009 (gráfico V.13).

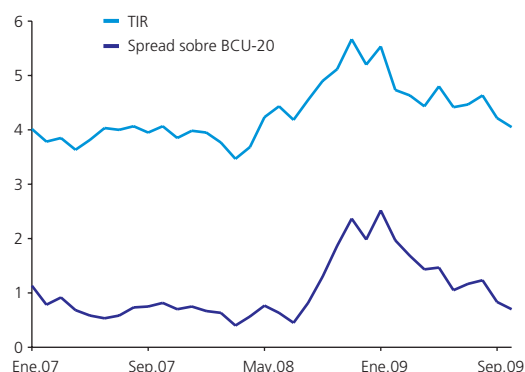
Las condiciones de financiamiento externo han continuado normalizándose, mientras distintos indicadores de mercado reflejan la fortaleza que ha caracterizado a la banca chilena en los últimos años

El costo promedio de las obligaciones con el exterior de la banca ha seguido reduciéndose, al tiempo que los montos de las líneas de crédito se han incrementado (capítulo II). De hecho, las obligaciones con el exterior del sistema bancario local han revertido su caída, aumentando sostenidamente entre abril y octubre de este año en más de US\$3.500 millones. Esto sería reflejo no solo

^{8/} En octubre, los depósitos a plazo cayeron más de 10% real anual, influenciados por una alta base de comparación en octubre del 2008. Esto se debió a la constitución de depósitos por US\$1.050 millones realizada por el Ministerio de Hacienda ese mismo mes.

Gráfico V.14

Tasas de descuento de bonos subordinados de la banca
(porcentaje anual)



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

de una recuperación de la liquidez internacional, sino también de la positiva evaluación que los corresponsales externos hacen de la banca chilena.

Desde el último *Informe*, la banca nacional ha mantenido las fortalezas que la han caracterizado en los últimos años. Lo anterior se aprecia en la favorable evolución de sus índices accionarios, en las clasificaciones crediticias de sus títulos de deuda —que mantienen un promedio de AA+ para los depósitos a largo plazo en moneda local—, y en la reducción de las tasas de descuento exigidas a sus títulos de deuda de largo plazo (gráfico V.14).

Pruebas de tensión

Las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y dimensionar fortalezas financieras en un momento del tiempo. Por su naturaleza estática y parcial, no entregan, necesariamente, la totalidad de los efectos de determinados escenarios de riesgo. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección. El foco de interés del análisis es el sistema en su conjunto, el que se construye a partir de información de instituciones individuales^{9/}.

Los ejercicios realizados con información a septiembre del 2009 muestran que el sistema bancario está en una buena posición financiera para operar con normalidad en el escenario base, y se mantiene con capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo severo. El escenario base utilizado en estos ejercicios es congruente con las proyecciones de actividad económica del último *Informe de Política Monetaria* del Banco Central (septiembre). El escenario de riesgo, en tanto, considera un aumento del tipo de cambio de 20% en un plazo de 15 días, un alza de la tasa de interés de corto plazo de 250 puntos base, y una contracción del producto de 4,5% en el último trimestre del 2009. Para el 2010, incluye un crecimiento de 2%, lo que se traduce en tasas de desempleo cercanas al 11%.

Los ejercicios de tensión muestran efectos acotados en el escenario base, mientras en un escenario de riesgo severo, el sistema bancario es capaz de soportar las pérdidas asociadas

El riesgo de crédito es el riesgo de mayor importancia para el sistema bancario local. En este ejercicio, este riesgo es medido a través de la razón de gasto en provisiones a colocaciones. Este indicador se ha incrementado de 1,8% de las colocaciones en enero del 2009, a 2,2% en septiembre del mismo año^{10/}. En el escenario base este indicador se mantiene en 2,0% en el transcurso de un año, mientras que en el escenario de riesgo se incrementa a 2,5% (gráfico V.15)^{11/}. La calidad de la cartera de consumo es la más sensible al deterioro del entorno económico, con un gasto en provisiones que crece de 9,2% en septiembre del 2009 a 11,5 % en el plazo de un año en el escenario de riesgo.

Gráfico V.15

Gasto en provisiones bajo escenarios alternativos
(porcentaje de las colocaciones)



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

^{9/} Este análisis se basa en la metodología descrita en Jara, Luna y Oda (2007) y en Alfaro, Calvo y Oda (2008). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

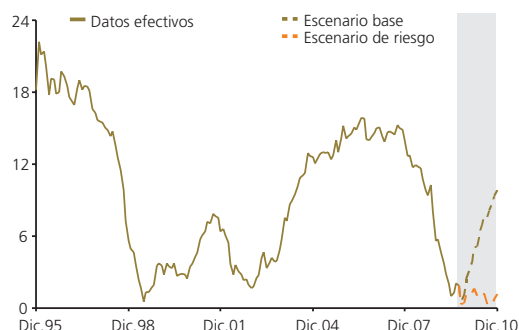
^{10/} Las colocaciones excluyen créditos de comercio exterior.

^{11/} Para detalles sobre la metodología para el cálculo del riesgo de crédito, véase Alfaro, Calvo y Oda (2008).

Gráfico V.16

Crecimiento de las colocaciones bajo escenarios alternativos

(variación real anual, porcentaje)

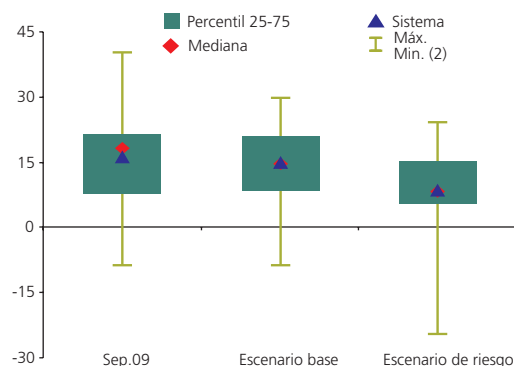


Fuente: Banco Central de Chile a base de información de la SBIF.

Gráfico V.17

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

(porcentaje)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución a septiembre del 2009.

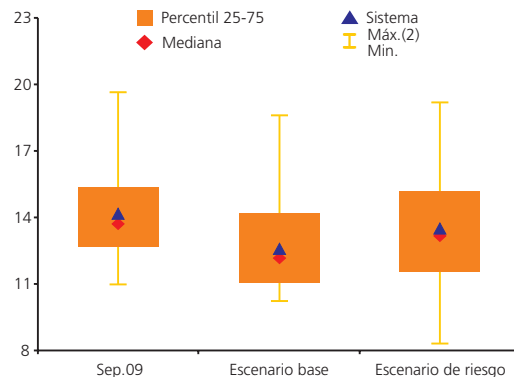
(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

Gráfico V.18

Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital (1)

(porcentaje)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución a septiembre del 2009.

(2) Los máximos corresponden al percentil 90.

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

El crecimiento de las colocaciones bancarias se recupera en el escenario base, en tanto en el escenario de riesgo se mantiene a una tasa de 1% anual durante el 2010 (gráfico V.16). Las colocaciones de consumo nuevamente son las más sensibles a la evolución de la economía. Estas crecen en torno al 5% anual durante el 2010 (escenario base), pero se contraen 4,4% anual en el escenario de riesgo. La disminución de las colocaciones afecta, adicionalmente, la rentabilidad del sistema, puesto que reduce la capacidad de generar ingresos.

Los ejercicios realizados muestran que las pérdidas para el sistema, asociadas al riesgo de crédito, llegarían a 0,7% del capital del sistema en el escenario base, y a cerca de 4,3% en el escenario de riesgo. El aumento de las colocaciones en el escenario base incrementa la utilidad del capital en 1 punto porcentual, mientras en el escenario de riesgo la caída de las colocaciones reduce la utilidad en 2,2 puntos del capital.

Por otro lado, el riesgo de mercado se mantiene en niveles acotados. Las pérdidas de valoración de los instrumentos financieros ante cambios en la estructura de tasas de interés son del orden de 0,5% del capital del sistema en el escenario de riesgo. En el mismo escenario, las pérdidas originadas por la revalorización (*repricing*) de sus activos y pasivos están por debajo del 0,9% del capital.

Finalmente, la exposición al riesgo de moneda sigue siendo baja para el sistema, debido a que la mayoría de las instituciones exhibe una posición relativamente calzada en moneda extranjera, por lo que el aumento del tipo de cambio prácticamente no altera la rentabilidad del sistema. De la misma forma, una caída del tipo de cambio de igual magnitud, no cambia significativamente las conclusiones del ejercicio.

A septiembre del 2009, el sistema bancario reportó una rentabilidad de 16% del capital; no obstante, algunos bancos —que en su conjunto representan el 5,5% del capital del sistema— reportaron pérdidas. Los ejercicios de tensión utilizan dicho mes como punto de referencia y asumen una normalización de los ingresos netos obtenidos de la intermediación de instrumentos financieros. De esta forma, los resultados muestran que las pérdidas generadas por los riesgos de crédito y de mercado disminuyen la rentabilidad del sistema a una cifra en torno al 15% en el escenario base, y a 8,5% en el escenario de riesgo. En este último, las instituciones que registran pérdidas representan alrededor del 7,2% del capital del sistema (gráfico V.17).

Asimismo, en el escenario base, el IAC del sistema se mantiene en torno a 12,6%, y a 13,5% en el escenario de riesgo (gráfico V.18). El mayor nivel de esta razón en el escenario de riesgo obedece a la contracción del crédito y, por ende, de los activos ponderados por riesgo.

En el escenario base, ningún participante del sistema presenta un IAC inferior a 10%. En el escenario de riesgo, algunos bancos de menor tamaño relativo podrían requerir un reforzamiento de su base de capital para mantenerse sobre el 10%, pero por montos acotados.

Recuadro V.1: Comparación de colocaciones y *spreads* bancarios (1998-99 versus 2008-09)

La reciente crisis financiera internacional ha repercutido sobre los niveles de actividad de la economía chilena, la que se ha contraído un 2% anual hasta el tercer trimestre del 2009. Recurrentemente se ha comparado este episodio con la crisis asiática de fines de la década anterior, que también tuvo un fuerte impacto sobre la actividad económica y crediticia. En este recuadro se aborda este tema, con una evaluación de las condiciones del crédito bancario en ambas crisis. Para ello, se definen el segundo trimestre de 1998 y el tercer trimestre del 2008 como el origen (período cero) de cada episodio, considerando ventanas de ocho trimestres en torno a cada origen.

En ambos episodios la contracción del producto ha sido similar, si bien la desaceleración habría sido más profunda durante la crisis asiática (gráfico V.19).

Gráfico V.19

Crecimiento del PIB de la economía chilena (*)
(porcentaje anual)

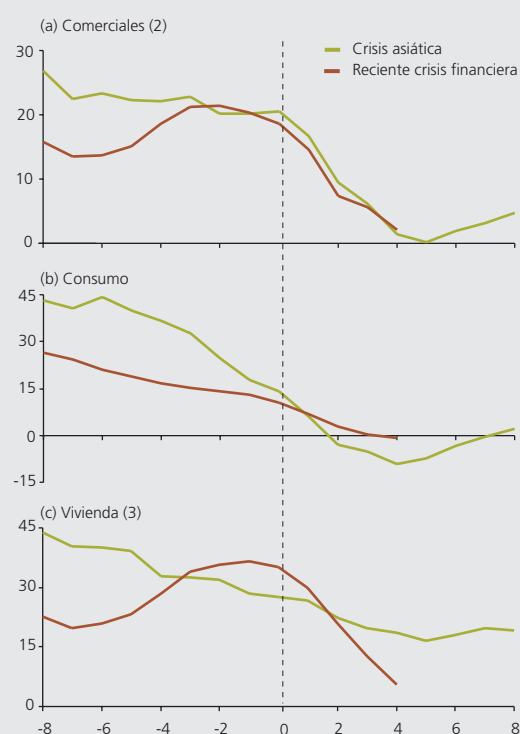


(*) Series desestacionalizadas. El período cero corresponde a 98.II (crisis asiática) y 08.III (crisis financiera).

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico V.20

Crecimiento de las colocaciones bancarias (1)
(porcentaje anual)



(1) Colocaciones nominales. El período cero corresponde a 98.II (crisis asiática) y 08.III (crisis financiera).

(2) Solo colocaciones en moneda nacional.

(3) Ajustadas por la variación del IPC en el año.

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

Hasta el tercer trimestre del 2009, las colocaciones comerciales muestran una desaceleración muy similar a la experimentada en la crisis asiática (gráfico V.20, panel a). Las colocaciones de consumo, en cambio, muestran una desaceleración y posterior contracción bastante menos severas que durante el episodio anterior (panel b). Así, comparativamente, el segmento más afectado por la reciente crisis financiera internacional ha sido el de las colocaciones para la vivienda, el que, no obstante, hasta el tercer trimestre del 2009 exhibía tasas de crecimiento en torno al 6% anual (panel c).

Otra variable interesante de comparar es la evolución de los *spreads* entre las tasas de colocación y las tasas de captación de los préstamos bancarios. Aunque no existen datos de las tasas de colocación por segmento del crédito con anterioridad al 2001, es posible construir aproximaciones a partir de las tasas de interés promedio del sistema (TIP) para los plazos y monedas más representativos. Así, la tasa de colocación de los créditos comerciales en pesos a menos de 90 días —los que representan cerca de la mitad de los flujos de colocaciones en este segmento^{1/}—, puede ser aproximada con alta precisión por la TIP de colocación en pesos a entre 30 y 89 días. Por su parte, los flujos de colocaciones de consumo se concentran fuertemente en plazos superiores a tres años, y son esencialmente en pesos. La tasa que mejor aproxima estos créditos en tendencia (aunque no en nivel) es la TIP de colocación nominal a entre uno y tres años. Finalmente, en el caso de los créditos para la vivienda, hasta el 2000 el 67% se financiaba a través de la emisión de letras de crédito hipotecario, sobre las cuales se cobraba una comisión para su colocación. Esta tasa se compara con la tasa de colocación promedio para el segmento en el episodio más reciente^{2/}.

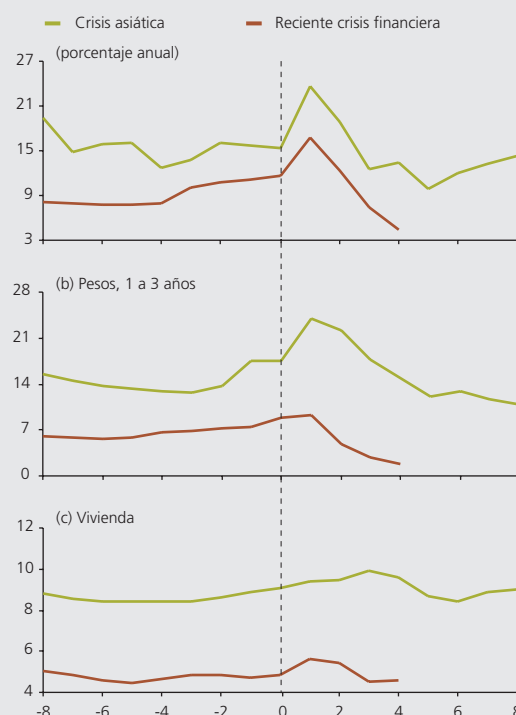
Las tasas de colocación son, en los últimos años, al menos un 30% inferiores a las del período 1998-99 (gráfico V.21)^{3/}. Esto estaría relacionado, en gran medida, con la evolución de la política monetaria en cada episodio, la que ha sido mucho más expansiva en esta última crisis.

El *spread* colocación-captación de los créditos comerciales (aproximado por el *spread* de la TIP en pesos a entre 30 y 89 días) es más pronunciado en el episodio actual que en 1998-99, aunque al tercer trimestre del 2009 ya habría restablecido el nivel promedio del semestre anterior al origen (gráfico V.22, panel a). Para la crisis asiática, el *spread* de los créditos hipotecarios puede aproximarse por la comisión de las letras de crédito hipotecario. En la actualidad, estas letras han perdido relevancia en favor de los mutuos hipotecarios endosables y no endosables (70% de las colocaciones del segmento), que se financian principalmente a través de la

emisión de bonos (*seniors* y subordinados)^{4/}. Así, en el último período, el *spread* se aproxima por la diferencia entre la tasa de colocación promedio y la tasa de descuento de los bonos bancarios (TIR).

Gráfico V.21

Tasas de colocación de los créditos bancarios (*)
(porcentaje anual)



(*) El período cero corresponde a 98.II (crisis asiática) y 08.III (crisis financiera).

Fuente: Banco Central de Chile.

Los *spreads* muestran comportamientos muy disímiles en los dos episodios, siendo considerablemente más bajos y contrayéndose de manera importante en el episodio actual (panel b)^{5/}.

^{1/} Casi el 90% de los flujos de colocaciones comerciales son en pesos y, de estos, más de la mitad se concentra en plazos hasta 90 días (Matus *et al.*, 2009).

^{2/} Ambos flujos poseen una duración promedio muy similar, superior a ocho años.

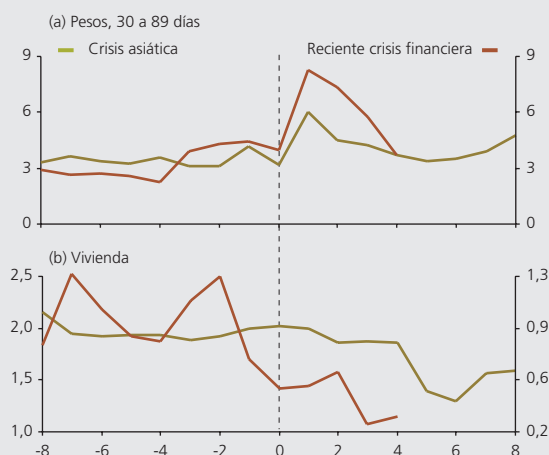
^{3/} Las tasas de captación, para los mismos plazos, son también entre un 40 y un 80% más bajas en el 2009 que en 1999.

^{4/} Con una duración promedio de entre siete y 11 años.

^{5/} Para las colocaciones de consumo es más complejo construir una aproximación comparable en el tiempo del *spread* de los créditos. En el plazo más representativo, el volumen de captaciones es bajo, por lo que no es evidente identificar el costo de financiamiento de los bancos en dicho segmento.

Gráfico V.22

Spread entre tasas de interés de colocación y de captación (*)
(porcentaje)



(*) El período cero corresponde a 98.II (crisis asiática) y 08.III (crisis financiera).

Fuente: Banco Central de Chile.

Si bien aún falta información para evaluar el impacto de la reciente crisis financiera internacional sobre el crédito bancario en Chile, los datos hasta ahora disponibles muestran un escenario relativamente menos severo para el crecimiento y los *spreads* de las colocaciones bancarias. Las colocaciones hipotecarias, aunque muestran una desaceleración más pronunciada en el último episodio, siguen exhibiendo tasas de crecimiento positivas, y *spreads* sustancialmente menores que durante la crisis asiática.

Recuadro V.2: Nuevo indicador de riesgo de crédito de la banca chilena

A partir de enero del 2009, los bancos chilenos reportan un nuevo indicador de riesgo de crédito: la cartera con morosidad de 90 días o más. Este nuevo concepto de mora incorpora el monto total del crédito que presenta morosidad a dicho plazo.

Esta modificación constituye un avance importante en materia de divulgación de la información financiera de la banca en Chile. Hasta diciembre del 2008, la SBIF publicaba como indicador de mora el índice de cartera vencida (ICV), que considera solo la parte del crédito que presenta una morosidad de a lo menos 90 días desde su vencimiento original, quedando el resto del crédito en calidad de vigente^{1,2/}.

El nuevo indicador es superior en magnitud al ICV tradicional. Las discrepancias entre ambos indicadores, para los distintos tipos de crédito, se explican principalmente por diferencias en los plazos de madurez de las colocaciones y en su sistema de amortización (tabla V.3). Por ejemplo, tanto los créditos de consumo como los destinados al financiamiento de viviendas, pagaderos en cuotas y mayoritariamente a largo plazo, exhiben un indicador de mora de 90 días o más tres veces mayor que el ICV tradicional. Por su parte, los créditos comerciales, principalmente de corto plazo, muestran una diferencia menor.

El índice de cobertura, que mide la relación entre el stock de provisiones y la cartera vencida, se ha mantenido en un nivel cercano a dos veces en los últimos años. Resulta obvio que esta cobertura, medida en relación a la cartera con morosidad de 90 días o más, sea menor para cada una de las categorías de créditos. La mayor caída del índice de

cobertura afecta al segmento de consumo, pero al igual que las colocaciones comerciales, la nueva definición de cartera en mora se encuentra cubierta con provisiones. En el caso de las colocaciones hipotecarias para la vivienda, el índice de cobertura continúa situándose en un nivel inferior a una vez. Esto se debe a que los bancos pueden deducir de sus provisiones las garantías hipotecarias constituidas.

Tabla V.3

Indicadores de morosidad (*)
(porcentaje de las colocaciones)

	Comerciales	Consumo	Hipotecarias	Total
Mora de 90 días o más	1,9	3,4	5,2	2,9
ICV tradicional	1,1	1,0	1,6	1,2
Índice de cobertura				
Mora de 90 días o más	1,0	1,9	0,2	0,8
ICV tradicional	1,6	6,8	0,6	2,0

(*) Promedio enero-septiembre del 2009.

Fuente: SBIF.

Comparación internacional

El porcentaje del crédito en mora que era traspasado a cartera vencida constituía una de las principales diferencias con los criterios de clasificación de cartera utilizados en los sistemas bancarios de otros países. La convergencia con estándares internacionales del sistema bancario, facilita la comparación internacional de la calidad de la cartera de colocaciones.

A pesar del deterioro que ha experimentado la cartera de préstamos durante el 2009, la banca chilena presenta un nivel de morosidad inferior al de los sistemas bancarios de otras economías emergentes, pero supera los indicadores exhibidos por algunos países con un mayor nivel de desarrollo económico (tabla V.4).

^{1/} Para los créditos pactados en cuotas y que contaban con cláusula de aceleración, se podía considerar el 100% del crédito como vencido, solo después de 90 días de presentada la demanda judicial por dicho crédito.

^{2/} Entre mayo del 2005 y diciembre del 2007, la SBIF publicó el indicador de “riesgo sujeto a tensión”, que consistió en sumar a las colocaciones vencidas aquellas que presentaban una morosidad entre 30 y 89 días. Si bien este indicador era más ácido, mantenía el criterio de considerar solo la fracción del crédito que contaba con una o más cuotas impagas.

Tabla V.4

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

América Latina		Europa emergente		Asia emergente		OCDE	
Colombia	4,7	Rusia	7,6	Filipinas	4,7	Italia	5,5
Brasil	4,3	Croacia	6,0	Malasia	4,6	España	4,6
México	3,8	Polonia	5,7	Indonesia	4,1	EE.UU.	3,8
Argentina	3,4	Turquía	5,3	India	2,3	Reino Unido	1,6
Chile	2,9	Hungría	4,8	China	1,8	Australia	1,0
Uruguay	1,0	Rep. Checa	4,4	Corea del Sur	1,5	Canadá	0,9
Promedio región	2,2	Promedio región	5,0	Promedio región	3,3	Promedio región (2)	3,4

(1) La información está referida a junio del 2009. La excepciones son el Reino Unido (diciembre 2008), India (marzo 2008) y Chile (septiembre 2009).

(2) El promedio corresponde solo a algunos países que cuentan con información para el 2009. Se excluyen Corea del Sur y México.

Fuente: FMI (2009).

Recuadro V.3: Rentabilidad de la banca local

A pesar del menor crecimiento económico y de la desaceleración de la actividad crediticia que han afectado a la banca chilena, sus niveles de rentabilidad se han mantenido elevados. La rentabilidad del capital (ROE) obtenida el 2008 alcanzó a 15,2%, y en septiembre del 2009 superó el 16% (anualizado).

Una de las principales características de la rentabilidad de la banca en Chile es su heterogeneidad, la que obedece, tanto al tamaño relativo de las entidades participantes como al grado de diversidad de sus líneas de negocios y sus fuentes de financiamiento. En efecto, la rentabilidad alta y estable que caracteriza a los bancos privados de mayor tamaño se explica por sus mejores estándares de eficiencia operacional, por su capacidad para captar fondos a menores costos, y por la diversificación de sus fuentes de generación de ganancias (tabla V.5). Por el contrario, los bancos focalizados en el negocio de tesorería han tenido rentabilidades muy volátiles en el último año, que han oscilado entre -4 y 35%^{1/}. Por su parte, la rentabilidad de los bancos especializados en el segmento de los créditos de consumo son altamente procíclicas. Lo anterior explica que algunos de ellos hayan obtenido rentabilidades superiores a 40% del capital entre los años 2003 y 2006, y que en los últimos meses hayan mostrado resultados netos negativos.

Tabla V.5

Participación por línea de negocios (1) (2)
(porcentaje del total de activos)

Activos	Multibancos grandes	Multibancos medianos	Banca retail	Banca de tesorería	Banca de comercio exterior
Instrumentos					
Derivados	4,7	3,8	2,1	37,7	0,8
No derivados	11,2	9,3	8,3	22,3	1,5
Colocaciones					
Comerciales	39,9	50,0	1,9	12,4	13,9
Comercio exterior	6,3	7,8	0,0	4,7	41,1
Consumo	9,1	5,9	56,3	0,0	0,1
Vivienda	18,0	13,7	17,7	0,0	0,0
ROE (3)	21,5	11,5	0,2	9,1	2,2

(1) Agrupación por *cluster* según se describe en el recuadro IV.2 del Informe del segundo semestre del 2007.

(2) Promedio 2008-2009.

(3) Anualizada a septiembre del 2009.

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

^{1/} Si bien algunas de estas entidades han tenido rentabilidades negativas, ellas cuentan con altos indicadores de solidez patrimonial.

La rentabilidad de la industria se concentra fuertemente en los dos bancos privados de mayor tamaño, que en conjunto representan el 40% de los activos y cerca del 60% de las utilidades totales del sistema. Estos bancos, si bien están orientados fundamentalmente al negocio crediticio, también participan en el negocio de tesorería.

Para estos dos bancos, en particular, es posible analizar la contribución que las diversas líneas de negocios aportan a sus ganancias, a través de la información reportada a la SEC (*Securities and Exchange Commission*), en su calidad de emisores de instrumentos de deuda y de capital en EE.UU.^{2/}.

Para el 2008, son las colocaciones al segmento minorista, que incluye créditos a hogares y a pequeñas y medianas empresas, las que más contribuyen a la generación de ganancias de estos bancos (tabla V.6). El segmento mayorista, concentrado en empresas de mayor tamaño por ventas, lo hace de forma proporcionalmente más baja. Destaca la alta participación de los resultados del negocio de tesorería en la generación de ganancias de ambos bancos, pese a la menor inversión que representa esta unidad de negocios en el total de los activos (tablas V.1 y V.2).

Tabla V.6

Contribución a la rentabilidad por línea de negocios (1)
(porcentaje de los activos de cada segmento)

	Chile		Santander	
	ROA (2)	Porcentaje	Margen (3)	Porcentaje
Minorista (4)	2,7	30,5	6,8	42,9
Mayorista (5)	1,7	40,5	1,9	23,1
Tesorería	4,7	12,1	3,9	20,0

(1) Datos al 31 de diciembre de 2008.

(2) Razón de utilidad neta a los activos respectivos.

(3) Razón de utilidad antes de gastos de apoyo, a los activos respectivos.

(4) Créditos a hogares y Pymes. En el Banco Santander incluye, además, créditos a organizaciones gubernamentales y universidades.

(5) Empresas con ventas anuales mayores a \$1.400 millones para el Banco de Chile. Empresas con ventas anuales sobre \$1.200 millones y compañías del sector inmobiliario para el Banco Santander.

Fuentes: SBIF y SEC.

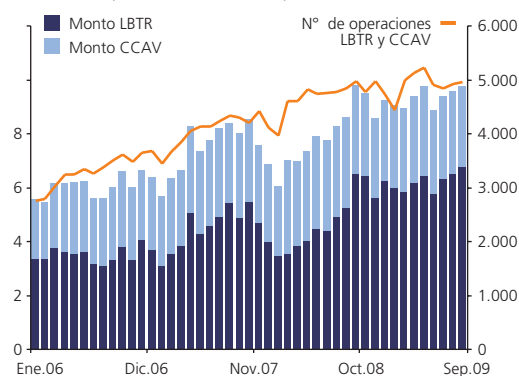
^{2/} Fuente: formulario 20F. La información de los resultados segmentados por negocios comenzará a divulgarse en Chile a partir del 2010, en virtud de la convergencia a los Estándares Internacionales de Información Financiera (IFRS).

VI. Regulación e infraestructura financiera

Gráfico VI.1

Pagos liquidados en los SPAV (*)

(billones de pesos, número de operaciones en miles)



(*) Promedios diarios mensuales.

Fuentes: Banco Central de Chile y Combanc.

En este capítulo se revisan las iniciativas recientes en materia de regulación financiera, tanto en Chile como en el exterior; así como aspectos relativos al funcionamiento y desarrollo de los sistemas de pagos y la infraestructura que soporta la operación de los mercados financieros.

Sistemas de pagos e infraestructura financiera

Los sistemas de pagos cumplen un rol fundamental para el buen desempeño de la economía, la efectividad de la política monetaria y la estabilidad financiera. El Banco Central de Chile debe regular el funcionamiento seguro y eficiente de estos sistemas.

Sistemas de pagos de alto valor

Los sistemas de pagos 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 (CCAV). Ambos sistemas procesan operaciones interbancarias, transacciones por cuenta de clientes y transacciones en el mercado de valores (delivery versus payment, DVP).

Durante el tercer trimestre del 2009, se liquidaron en los SPAV un promedio diario de \$9,6 billones, distribuidos en 4.900 pagos, lo cual representó un crecimiento de 16,6% en términos de monto y 2,4% en número de operaciones (gráfico VI.1).

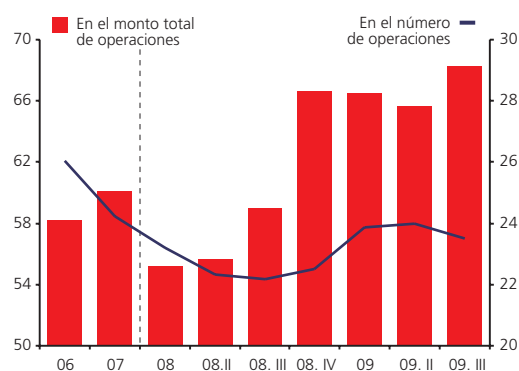
El crecimiento proporcionalmente mayor de los montos liquidados respecto del número de operaciones, es el resultado del uso más intensivo del sistema LBTR que realizan las empresas bancarias. En efecto, la participación de los montos liquidados a través del sistema LBTR se ha expandido desde niveles tradicionalmente en torno a 60%, hasta porcentajes más próximos a 70% durante el último año (gráfico VI.2). Esta situación, tal como se mencionó en el último Informe, parece estar relacionada con una estrategia “precautoria” adoptada por dichas instituciones, especialmente desde fines del 2008, frente a un escenario de mayor incertidumbre. Asimismo, se relaciona con una mayor acumulación de activos líquidos, debida en parte al menor dinamismo del crédito bancario.

La mayor propensión de las instituciones bancarias a acumular liquidez puede visualizarse a través del comportamiento de la Facilidad Permanente de Depósito (FPD), cuya utilización, si bien se ha reducido —reflejando una normalización de los mercados financieros— aún se mantiene por sobre niveles óptimos desde una perspectiva de eficiencia en la administración de la liquidez de las instituciones (gráfico VI.3).

Gráfico VI.2

Participación del sistema LBTR en los SPAV

(porcentaje)

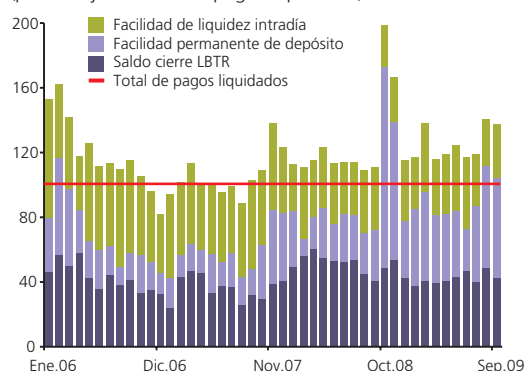


Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico VI.3

Liquidez en el sistema LBTR (*)

(porcentaje del total de pagos liquidados)



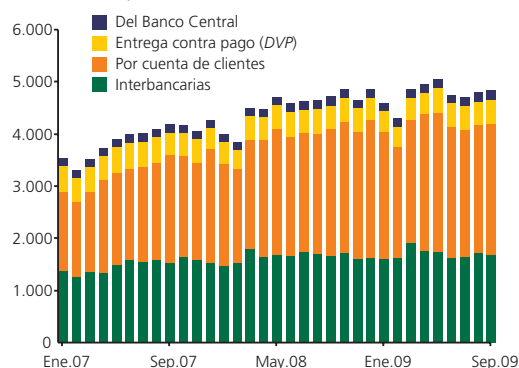
(*) Promedios diarios mensuales.

Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico VI.4

Tipos de pagos liquidados en los SPAV (*)

(número de operaciones en miles)



(*) Promedios diarios mensuales.

Fuente: Banco Central de Chile y Combanc.

Tabla VI.1

Principales medios de pago de bajo valor

	2008	2009 (*)
(Valor en miles de millones de pesos)		
Cheques	383.734	337.285
Cajeros automáticos	9.916	11.984
Tarjetas de crédito no bancarias	5.040	4.077
Tarjetas de crédito bancarias	3.400	3.405
Tarjetas de débito	1.961	2.378
Operaciones Internet	n.d.	n.d.
(Número de operaciones en miles)		
Cheques	248.840	223.166
Cajeros automáticos	246.656	295.755
Tarjetas de crédito no bancarias	221.816	205.268
Tarjetas de crédito bancarias	79.866	77.953
Tarjetas de débito	106.159	129.765
Operaciones Internet	170.577	172.647

n.d.: No disponible.

(*) Última información disponible, anualizada.

Fuente: SBIF.

Respecto de las herramientas para gestión permanente de liquidez, el Banco Central, de modo excepcional, puso a disposición de las entidades bancarias una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), mediante la cual otorga liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente. La utilización de la FLAP acumula desde el 9 de julio de 2009 hasta la fecha de cierre de este Informe casi \$3 billones (capítulo III).

El número de operaciones canalizadas a través de los SPAV —diferentes de aquellas vinculadas con la gestión de liquidez conducidas por el Banco Central— mantienen tasas de crecimiento reducidas, en parte como resultado de la desaceleración económica que tuvo lugar durante el período bajo análisis (gráfico VI.4). Así, por ejemplo, la suma de los pagos interbancarios por cuenta propia y por cuenta de clientes (predominantes entre las operaciones procesadas a través de los SPAV) mantiene tasas de crecimiento anuales inferiores a 3%, alcanzando un promedio diario de 4,2 millones de pagos durante septiembre del 2009. Asimismo, se observa una menor actividad de las operaciones DVP, las que registraron un crecimiento anual inferior a 1%.

Sistemas de pagos de bajo valor

Los sistemas de pago de bajo valor o minoristas —utilizados para efectuar pagos y transferir fondos entre individuos y/o empresas— se caracterizan por procesar un gran número de transacciones de menor valor unitario, normalmente vinculadas a la compraventa de bienes y servicios.

El comportamiento de los sistemas de pagos minoristas hasta el primer semestre del 2009, se caracteriza principalmente por evidenciar los efectos del menor dinamismo económico y por una sustitución más acelerada del cheque por medios de débito electrónicos (tabla VI.1).

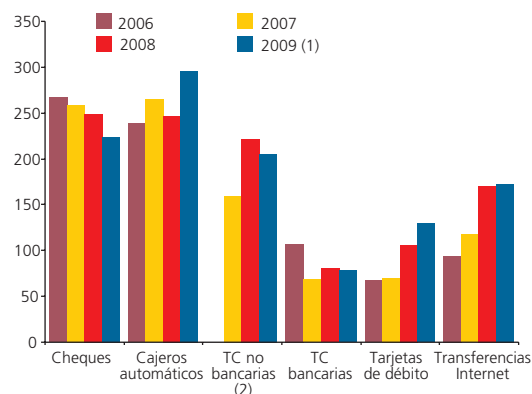
Los efectos de una menor actividad económica se observan de forma especialmente marcada en las transacciones efectuadas a través de tarjetas de crédito, originadas por emisores no bancarios, aun cuando las transacciones realizadas a través de tarjetas de crédito bancarias y plataformas de Internet también muestran pérdidas de dinamismo relevantes. Las transacciones a través de tarjetas de crédito no bancarias se han reducido a tasas en torno a 20% durante el último año, tanto en términos de monto como de volumen de transacciones. Los efectos sobre las tarjetas bancarias, si bien resultan significativos, son bastante más moderados que el de las tarjetas no bancarias, al mantener un crecimiento nulo en el mismo período. Por último, las operaciones a través de Internet, que usualmente registran expansiones significativas, crecieron escasamente sobre 1%.

Por su parte, la sustitución entre los medios de débito tradicionales y medios electrónicos, se confirma con la expansión de estos últimos a tasas próximas a 20%, al mismo tiempo que las transacciones por medio de cheques agudizan la tendencia decreciente de los últimos años, al reducirse en más de 10% al finalizar el primer semestre del 2009 (gráfico VI.5). Cabe recordar que este auge de los medios de débito electrónicos se vincula con la eliminación, a partir de octubre del 2008, del impuesto de timbres y estampillas. Esta medida, tal como se comentó en el Informe anterior, si bien se aplica tanto a cheques como a medios de débito electrónicos, incentiva, en la práctica, la utilización de estos últimos.

Gráfico VI.5

Medios de pago minoristas

(número de operaciones en miles)



(1) Última información disponible, anualizada.

(2) Disponible desde el 2007.

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

En todo caso, a pesar de la rápida contracción de los pagos a través de cheques, estos siguen predominando entre los sistemas de pagos minoristas, con una participación superior al 90% del total de montos transados a través de estos sistemas. No ocurre lo mismo en términos del número de transacciones, donde los cheques alcanzan una participación de solo 20%.

Regulación financiera

Normativa dictada por el Banco Central de Chile

Modernización de normativa de préstamos hipotecarios mediante emisión de letras de crédito (agosto 2009, www.bcentral.cl)

El Consejo del Banco Central de Chile acordó modernizar, ajustar e integrar su normativa sobre préstamos hipotecarios mediante emisión de letras de crédito, preservando el marco de resguardos prudenciales al que históricamente se sujetan estas operaciones y, al mismo tiempo, aumentando su competitividad frente a otros instrumentos de financiamiento hipotecario.

Con esta normativa se incorpora una nueva categoría de letras de crédito, con la cual se podrá financiar préstamos que representen más de un 75% del valor de la garantía hipotecaria, con un límite del 100%. La posibilidad de ofrecer esta nueva categoría de letras quedó reservada solo para aquellos bancos con la más alta evaluación de solvencia asignada por la SBIF y que, a su vez, destinen los respectivos financiamientos a clientes a los cuales se hubiere asignado la más alta calidad crediticia en la escala de clasificación de riesgo aplicable. Esta modificación debiera favorecer una reducción de los costos de financiamiento percibidos por los clientes, por una menor utilización de créditos complementarios a los préstamos con garantía hipotecaria.

Asimismo, se incorporan modificaciones aplicables a todas la letras de crédito sin distinción, las cuales persiguen algunos de los siguientes objetivos: permitir a los bancos ofrecer a sus clientes una mayor flexibilidad en el pago de sus dividendos; facilitar una mayor consistencia entre las simulaciones de los dividendos de préstamos conferidos a través de letras de crédito, respecto de aquellos ofrecidos mediante otras modalidades de financiamiento hipotecario, y posibilitar que este tipo de créditos sean pactados considerando más de una tasa de interés durante su periodo de vigencia.

Como parte de este proceso de modernización, se refuerzan aquellas disposiciones normativas destinadas a mejorar los niveles de transparencia en la oferta de financiamientos hipotecarios a través de letras de crédito, maximizando por esta vía la información disponible respecto de condiciones ofrecidas y pactadas, tales como tasas de interés efectivas, comisiones aplicadas, tasas de interés del mutuo hipotecario, tablas de desarrollo y gastos asumidos por el deudor hipotecario, entre otras. El reforzamiento de estas normas está orientado a aumentar, tanto las condiciones de protección de los derechos de los clientes de préstamos hipotecarios como las de aquellos inversionistas que adquieran las respectivas letras de crédito en el mercado de capitales.

En octubre del 2009, la SBIF emitió los ajustes en su reglamentación necesarios para la implementación de esta nueva regulación.

Interpretación del sentido y alcance de normativa sobre emisión y operación de tarjetas de crédito (julio 2009, www.bcentral.cl)

El Banco Central interpretó el sentido y alcance de las exigencias normativas que deben cumplir las empresas para emitir tarjetas de crédito. Principalmente, se explicitó que, para estos efectos, la expresión “empresas bancarias” consignada en esta regulación, incluye a las sociedades filiales de prestación de servicios financieros definidas en la Ley General de Bancos.

Finalmente, respecto de las disposiciones normativas sobre compensación de instrumentos derivados impartidas por el Banco Central —citadas en esta sección en las pasadas ediciones del *Informe de Estabilidad Financiera* de diciembre del 2008 y junio del 2009—, en el Recuadro VI.1 se presenta un análisis de sus fundamentos e implicancias.

Otros desarrollos de regulación financiera en el país

Promulgación de ley que perfecciona la regulación de los gobiernos corporativos de las empresas (octubre 2009, Ley 20.382)

Esta nueva legislación tiene como objetivo incrementar los estándares y la eficacia de los gobiernos corporativos de las empresas, lo que además forma parte de los compromisos que Chile debe adquirir para ingresar a la OCDE.

Mediante modificaciones a las leyes sobre Mercado de Valores y Sociedades Anónimas, esta ley busca promover la transparencia y divulgación de información al mercado, la adopción de mejores prácticas por parte de los directorios en lo que respecta al uso de información privilegiada, fortalecer los derechos de los accionistas minoritarios, evitar conflictos de intereses con partes relacionadas y garantizar una mayor seguridad e idoneidad técnica de los auditores externos.

De esta manera, los accionistas que posean más del 10% del capital suscrito de una sociedad anónima abierta, así como los directores, liquidadores, ejecutivos principales, administradores y gerentes de dichas sociedades, deberán informar de toda adquisición o enajenación que efectúen de acciones de dicha sociedad.

Asimismo, el directorio deberá adoptar medidas para evitar que la información privilegiada sea divulgada a personas distintas de aquellas que deban conocerla en virtud de su cargo o actividad en la sociedad, antes de ser puesta a disposición de los accionistas y el público. Por otra parte, se extiende a la enajenación de valores, la prohibición de utilizar información privilegiada, restricción que con anterioridad era aplicable solo a la compra de valores.

Respecto de los derechos de los accionistas minoritarios, la ley establece la obligación de incorporar al menos un director independiente cuando las sociedades tengan un patrimonio bursátil superior a UF1,5 millones. Este director debe ser integrado al comité de directores. Además, se perfecciona la regulación de la Oferta Pública de Acciones (OPA), principalmente para aquellas que buscan cerrar la propiedad de una compañía.

Por último, se incorporan requisitos de independencia y causales de inhabilidad para los auditores externos, a fin de garantizar su idoneidad técnica; y se

establece que las operaciones con partes relacionadas sólo se podrán realizar cuando tengan por objeto contribuir al interés social, se ajusten en precio, términos y condiciones a aquellas que prevalezcan en el mercado, y cumplan con los requisitos y procedimientos señalados en la ley.

SBIF y SVS establecen requisitos y estándares mínimos para los participantes en los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros (agosto 2009, www.sbif.cl)

Se establecen requisitos patrimoniales, financieros, tecnológicos y de recursos humanos que deben cumplir los participantes en un sistema de compensación o liquidación. Lo anterior, de acuerdo con la ley de compensación y liquidación de instrumentos financieros (Ley 20.345, mayo 2009).

Los requisitos mínimos de liquidez y solvencia serán establecidos en las normas de funcionamiento del sistema, en función de los riesgos que asuman sus participantes y de acuerdo al tipo y volumen de las órdenes de compensación ingresadas. El patrimonio determinado deberá ser, en todo caso, superior a UF10.000.

La información necesaria para verificar estos requisitos deberá ser solicitada por las sociedades administradoras a los participantes del sistema, lo cual deberá quedar establecido en el respectivo contrato de adhesión al mismo y en las normas de funcionamiento del mismo.

Respecto de los requisitos tecnológicos y de recursos humanos, se establece que los participantes deben asegurar sus capacidades operativas, técnicas y profesionales. Además, deberán desarrollar procesos y políticas de gestión de riesgo operacional.

La SBIF modifica y complementa instrucciones para el cálculo de provisiones por riesgo de crédito (julio de 2009, www.sbif.cl)

La SBIF modifica y complementa las instrucciones contenidas en su Compendio de Normas Contables (CNC), con el objetivo de facilitar el cálculo de provisiones en el caso de aquellas empresas bancarias que se acojan a la opción de aplicar sus propias probabilidades de incumplimiento, incluyendo una mayor precisión en la definición de las categorías de riesgo utilizadas.

Cabe recordar que, en lo fundamental, las nuevas categorías de riesgo y ponderaciones vigentes para el cálculo de provisiones fueron incorporadas por la SBIF junto con la primera publicación de su CNC, en noviembre del 2007 (*Informe de Estabilidad Financiera*, Segundo Semestre 2007) y su aplicación estaba inicialmente contemplada para enero del 2009. En consideración, entre otros elementos, al desarrollo de una coyuntura económica más adversa, esta normativa se aplicará gradualmente a partir de enero del 2010 (capítulo V).

Documentos de interés publicados por organismos nacionales e internacionales

“Improving Financial Regulation. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders” (FSB, septiembre 2009, www.g20.org)

Actualización y seguimiento de un ambicioso programa de reformas de regulación financiera, liderado por el *Financial Stability Board (FSB)* y auspiciado por las naciones G20; reunidas inicialmente en Londres (abril 2009) y posteriormente en Pittsburg (septiembre 2009)^{1/}.

El reporte se inicia con la revisión de algunas reformas en las cuales se han registrado progresos, principalmente, el ajuste del marco de requerimientos de capital de Basilea para desincentivar operaciones fuera de balance, la redefinición de estándares contables, una mayor estandarización de transacciones con *Credit Default Swaps (CDS)* y el aumento de la convergencia internacional de criterios de supervisión.

Asimismo, se analizan aquellas materias aún no resueltas, tales como aumentar el nivel y calidad del capital mínimo establecido en Basilea II, robustecer los estándares de administración de liquidez, avanzar hacia un set simplificado de estándares contables consensuados internacionalmente, implementar nuevos sistemas de compensación, expandir procesos de supervisión y fortalecer mercados de derivados *over-the-counter (OTC)*, incentivando su estandarización. En el caso de los mercados de securitización, se establece la necesidad de rediseñar las prácticas para administrar y divulgar las transacciones efectuadas con estos instrumentos.

Finalmente, se informa respecto de los esfuerzos que se efectuarán para conseguir el mayor grado posible de adherencia internacional a este programa de reformas. Para tales efectos el FSB publicará, a partir de noviembre del 2009, reportes con el grado de cumplimiento de las naciones G20 resultante del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) que desarrolla el FMI y el Banco Mundial.

“Enhancements to the Basel II framework” (BCBS, julio 2009 www.bis.org)

Este documento contiene nuevas medidas para fortalecer y mejorar la estructura de Basilea II, desarrolladas por el Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision, BCBS*) en el contexto de un programa amplio orientado para expandir holguras y calidad del capital bancario disponible. En este contexto, se incorporan medidas de apalancamiento como el indicador complementario de suficiencia de capital.

Respecto de la determinación de requerimientos de liquidez, se incorpora un tratamiento más estricto, especialmente de las operaciones fuera de balance. Específicamente, se aumentan los ponderadores de riesgo asignados a líneas de liquidez de corto plazo —aun cuando se les puedan asignar menores

^{1/} El *Financial Stability Board* se formó a partir de la refundación del *Financial Stability Forum (FSF)*, efectuada en junio del 2009, e incluye como miembros a todas las naciones integrantes del G20.

riesgos de contraparte— y a líneas especiales para enfrentar eventos de “disrupción de mercado”.

Por último, se perfeccionan diversos aspectos de supervisión, gestión de riesgo y divulgación de información, con especial énfasis en el seguimiento y control de los elementos propios de los mercados de securitizaciones.

“Financial Regulatory Reform: A new Foundation” (US Department of The Treasury, junio 2009, www.ustreas.gov)

Propuesta de la nueva administración de gobierno de EE.UU. para reformar su arquitectura y regulación financiera, incorporando la discusión de los últimos dos años sobre las principales lecciones de la crisis y operacionalizando algunas de las ideas más relevantes^{2/}.

La propuesta se focaliza especialmente en desarrollar las bases regulatorias para que los sistemas de supervisión actuales consigan transitar desde una perspectiva funcional hacia una sistémica. En este sentido, se plantean las siguientes líneas de acción para las empresas y mercados financieros:

- Robustecer la supervisión y regulación de las empresas financieras: se propone una nueva institucionalidad con mayor capacidad de vigilar empresas financieras que puedan ser consideradas de importancia sistémica. Lo anterior considera, principalmente, conferir nuevas atribuciones a la Fed para supervisar este tipo de entidades, crear un organismo con capacidad de coordinar las actividades de los supervisores sectoriales y una nueva agencia para la coordinación de los supervisores bancarios.
- Establecer una supervisión comprensiva de los mercados financieros: se incluyen reformas para que el sistema de supervisión pueda tener una mirada transversal de determinados mercados financieros, en especial de aquellos de securitización, derivados *OTC* y sistemas de pago de importancia sistémica.

Además se proponen nuevas regulaciones para perfeccionar los mecanismos de protección a los consumidores e inversionistas, proveer al gobierno con nuevas herramientas para administrar situaciones financieras críticas, y perfeccionar los estándares regulatorios y de cooperación internacional.

“Council conclusions on strengthening EU financial stability arrangements” (Council of the European Union, Luxemburgo, octubre 2009, www.consilium.europa.eu)

Agenda de implementación de las decisiones respecto del diseño de una reforma regulatoria para la Unión Europea (UE), adoptadas por los ministros de finanzas de esa región (junio 2009). Las actividades se programan en cuatro dimensiones: supervisión, resolución de crisis, regulación e integridad de los mercados financieros.

^{2/} Integra elementos del documento “*Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*”. Departamento del Tesoro de EE.UU. Marzo 2008.

Las reformas de supervisión incluyen las recomendaciones del reporte Larosi re, al establecer una agencia de supervisión macroprudencial, separada de otra entidad especializada en funciones de supervisión microprudencial (diciembre 2009)^{3/}. Además, se establecen “colegios supervisores” de grupos financieros internacionalmente activos, mejores reportes y análisis, aumento de la capacidad de contabilizar transacciones a través de la UE y mayor transparencia en las divulgaciones.

Para mejorar los sistemas de prevención de crisis, se proyecta mejorar los mecanismos de resolución bancaria, perfeccionar los esquemas de garantía, aumentar la coordinación de políticas de estabilidad financiera a través de la UE, e implementar memorandos de entendimiento entre supervisores, ministros de finanzas y bancos centrales.

En el ámbito regulatorio, se considera revisar los procedimientos de valoración y contabilización de activos, requerimientos de capital, grado de prociclicidad de requerimientos de capital y provisiones, exigencias para agencias evaluadoras de riesgo, estandarización de derivados *OTC*, extensión de las actividades de supervisión y mayor convergencia de criterios legislativos y normativos entre estados miembros de la UE.

Para promover la integridad de los mercados financieros, se espera asegurar la responsabilidad de entidades de crédito, fortalecer derechos de los consumidores, perfeccionar políticas de compensación y bonificación. Finalmente, se encuentra en desarrollo una estrategia para identificar jurisdicciones no cooperativas con las recomendaciones de las naciones G20 y aspectos específicos de esta reforma de la UE.

“Policy Statement 09/16: Strengthening Liquidity Standards” (FSA, octubre 2009, www.fsa.org.uk)

En este documento, se presenta una propuesta definitiva de regulación de riesgos de liquidez para la industria bancaria del Reino Unido, que entrar  en vigencia en diciembre del 2009. Esta regulación es la culminación de un extenso proceso de revisión y retroalimentación con la industria, según se consigna en documentos publicados por el *Financial Services Authority (FSA)* con anterioridad.

Algunos de los elementos claves de esta nueva normativa corresponden a la incorporación de mecanismos para asegurar la autosuficiencia en la provisión de liquidez de las instituciones, aumento en las exigencias de sistemas de control y estándares cuantitativos, y requerimientos de reportes más desagregados y frecuentes. Además, se incorpora una reserva operacional de liquidez que asegure independencia de la institución respecto de sus empresas relacionadas, construida sobre la base de activos líquidos sujetos a una definición acotada y estricta.

Respecto de las instrucciones para desarrollar pruebas de tensión, se especifica que estas deberán considerar los efectos sobre los supuestos de valorización, escenarios de estrés de corto y largo plazo; tanto a nivel de

^{3/} Mayores referencias contenidas en el Capítulo VI del *Informe de Estabilidad Financiera*, Primer Semestre 2009.

firma, como a nivel de mercado y la combinación de ambos. Por su parte, los planes de financiamiento contingente deben estar alineados con la estrategia definida por la institución para enfrentar sus obligaciones en casos extremos, deben contar con la aprobación del directorio y resultar consistentes con los resultados de las pruebas de tensión.

El documento finaliza con un análisis de costo-beneficio, en el cual la nueva regulación aparece justificada en tanto permitiría reducir las probabilidades de crisis sistémicas y costos derivados de eventos de insolvencia de entidades bancarias.

Finalmente, respecto de las iniciativas de regulación internacional que surgen como consecuencia de las lecciones de la crisis financiera de 2008-2009 —resumidas en el presente *Informe* y sus ediciones anteriores— en el Recuadro VI.2 se presenta un análisis de aquellas consideradas más relevantes.

Recuadro VI.1: Marco regulatorio en Chile sobre la compensación de operaciones de derivados

El tratamiento y resolución de los contratos y operaciones de derivados en caso de *default*, insolvencia o quiebra de una de las contrapartes, tiene dos componentes esenciales. Por un lado, el cierre o término anticipado de los contratos vigentes (*close-out*) y, por otro, la compensación o neteo (*netting*) de los resultados a la fecha de cierre.

Los eventos que pueden detonar un cierre anticipado de operaciones de derivados están definidos usualmente en los correspondientes contratos *master*. Una vez detonado uno de esos eventos, se produce el término anticipado de las operaciones vigentes, y las posiciones resultantes pueden ser neteadas. Si en el neto la parte “fallida” resulta con saldo a favor, entonces la contraparte debe pagarle de inmediato. En caso contrario, y como cualquier otro acreedor desprotegido, deberá esperar los resultados del proceso de liquidación, o cobrarse con las garantías (colaterales) a las que eventualmente pudiera tener derecho. En este sentido, las condiciones de término anticipado y neteo contenidas en los contratos *master* de derivados establecen un esquema especial, distinto y claramente favorable respecto de otros acreedores.

Beneficios de un esquema especial para operaciones de derivados

Los beneficios que resultan de la aplicación de estos esquemas especiales se relacionan con los siguientes aspectos:

Mejoramiento de la gestión del riesgo de contraparte: la posibilidad de neteo es reconocida en la literatura como una herramienta útil para la gestión de riesgos, por cuanto permite, por ejemplo, ajustar o cerrar posiciones no deseadas en forma más eficiente, mediante la toma de posiciones contrarias con la misma contraparte^{4/}.

Reducción de requerimientos de capital: los esquemas de neteo permiten considerar como relevante solo el riesgo de crédito que resulta de las exposiciones netas y, por lo tanto, para un nivel dado de capital, cada participante puede soportar un nivel de operaciones muy superior al que sería posible en

caso de que dichas exposiciones se calcularan en base a las posiciones brutas. De hecho, la existencia de estos mecanismos de neteo puede explicar, al menos en parte, la rápida expansión experimentada por los mercados de derivados durante los últimos años.

Complejidades de un esquema especial para operaciones con derivados

No obstante los eventuales beneficios asociados a un tratamiento especial para la resolución de los contratos y operaciones de derivados, la experiencia internacional también sugiere la presencia de aspectos altamente complejos y de riesgo sistémico:

Reducción de incentivos para el monitoreo de riesgos: la aplicación de esquemas de neteo implica reducir efectivamente las exposiciones de riesgo bilateral de los participantes, en comparación con las exposiciones brutas. Este efecto reduce los incentivos de los participantes a invertir recursos en el monitoreo del riesgo de contraparte. Lo anterior no es más que la cara reversa del “beneficio” señalado anteriormente, en términos de reducción de requerimientos de capital.

Limitaciones en reducción del riesgo sistémico: la reacción de las autoridades ante casos efectivos de riesgo de *default* o insolvencia de una institución financiera relevante indica que, a pesar de la existencia de procedimientos de *close-out netting*, los potenciales efectos sistémicos del cierre de un participante relevante siguen siendo significativos.

En los casos del fondo de inversiones *Long Term Capital Management (LTCM)* en 1998 y del banco de inversiones *Bear Stearns* en el 2008, las autoridades mostraron preocupación respecto de la eventual activación de procesos de *close-out netting*^{5/6/}. En efecto, se consideraba altamente incierto el impacto que tendría sobre los mercados financieros y la economía en general, el intento de un número significativo de contrapartes de cerrar posiciones descubiertas luego del

^{4/} Bliss y Kaufman (2005).

^{5/} W. Mc Donough, Presidente de la Fed de Nueva York, 1998.

^{6/} T. Geithner, Presidente de la Fed de Nueva York, 2008.

close-out, o liquidar las garantías recibidas. Esta preocupación ha sido también reconocida por el BIS^{7/}.

En el caso de *Lehman Brothers*, durante los días previos a su declaración de quiebra en septiembre del 2008, la incertidumbre se concentró en la capacidad de los mercados para absorber la ejecución masiva de las garantías asociadas a derivados tipo *credit default swaps* suscritos por entidades tales como *AIG*. Lo anterior, por cuanto se desconocía el monto global de las posiciones abiertas y, por lo tanto, de las respectivas posiciones netas involucradas^{8/}.

Dificultades para la acción de las autoridades: el análisis de las causales de cierre anticipado incorporadas en los contratos *master* de aceptación internacional, indica que algunas de ellas pueden afectar el ejercicio de las facultades de los organismos supervisores, relacionadas con la intervención de una determinada entidad en situación de riesgo de insolvencia. Lo anterior podría, además, amplificar el impacto sistémico en el caso de *default* de un operador de tamaño relevante en el mercado.

Considerando estas complejidades, los marcos regulatorios internacionales establecen algunos resguardos. Por ejemplo, más allá de las definiciones sobre la materia contenidas en los contratos *master* promovidos por la *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, el *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* de EE.UU. dispone de atribuciones legales para suspender la activación de los procesos de *close out netting* en el caso de insolvencia de las entidades financieras bajo su jurisdicción^{9/}. Estas atribuciones del *FDIC* han sido actualizadas, clarificadas y reforzadas en la reforma del 2005 a la ley de quiebras estadounidense^{10/}.

Normas sobre compensación de derivados del Banco Central de Chile

El Banco Central de Chile orienta el ejercicio de sus facultades tanto a materias de reconocimiento de contratos o convenios *master* de derivados, como a la determinación de los términos y condiciones generales aplicables a dichos convenios. Para ello considera las prácticas utilizadas en los mercados de derivados más desarrollados y, al mismo tiempo, incorpora resguardos apropiados en aquellas materias que, de acuerdo con la experiencia internacional, pueden implicar riesgos relevantes para la estabilidad del sistema financiero y de la economía en general.

Hasta ahora, el Banco Central ha otorgado su reconocimiento a los convenios *master* de contratación de derivados *ISDA*

y a los convenios *ABIF* utilizados entre bancos y otras contrapartes locales^{11/}.

Por su parte, los términos y condiciones generales establecidos por el Banco Central disponen que las entidades que suscriben un convenio marco de aquellos reconocidos, pueden acordar cualquier causal de exigibilidad anticipada que establezcan en su carácter de contrapartes^{12/}. Sin perjuicio de lo anterior, en el caso de bancos y otros inversionistas institucionales, el Banco Central ha definido ciertas situaciones específicas en las cuales la compensación que procede por aplicación de las causales de exigibilidad anticipada convenidas queda suspendida. Estas situaciones específicas están relacionadas con el ejercicio de las facultades de que disponen los respectivos organismos supervisores, para aquellos casos en que se pudiera encontrar comprometida la situación patrimonial de alguna de esas entidades. En todo caso, resuelta dicha situación, la compensación procede en los términos acordados en el correspondiente convenio *master*. De la misma forma, se resguarda la potestad normativa conferida al Banco Central de Chile por su Ley Orgánica Constitucional y otros cuerpos legales.

Así, en el caso de una entidad bancaria en problemas, los procedimientos de *close-out netting* se podrían activar inmediatamente declarada su liquidación por parte de la SBIF, pero no mientras ese organismo supervisor se encontrase ejerciendo alguna de sus facultades legales para regularizar la situación de la entidad. Estos resguardos de las facultades de los organismos supervisores del sector financiero en Chile son comparables, aunque menos restrictivos, a los que dispone el *FDIC* en EE.UU.

Efectos sobre requerimientos patrimoniales y límites de crédito de los bancos

La SBIF, de acuerdo con las mejores prácticas y recomendaciones internacionales en la materia, ha establecido en su normativa los procedimientos de equivalencia entre las posiciones en instrumentos derivados que mantienen las entidades bancarias en Chile, y las exposiciones crediticias para efectos de determinación de los correspondientes requerimientos patrimoniales y límites de crédito. Esta normativa ha sido actualizada recientemente, con el fin de reconocer en los correspondientes algoritmos, el efecto positivo en el riesgo de contraparte de los esquemas de compensación de operaciones con derivados. Como cabe esperar, este corresponde a una reducción de los requerimientos de capital y liberación de márgenes de crédito cuando las operaciones de derivados se efectúan al amparo de los convenios *master* reconocidos por el Banco Central.

^{7/} BIS (2007a).

^{8/} Gyntelberg (2008).

^{9/} Bliss y Kaufman (2006).

^{10/} Krimmenger (2005).

^{11/} Acuerdos 1385-04-080117 de enero del 2007 y 1427-02-080807 de agosto del 2008.

^{12/} Acuerdos 1427-02-080807 de agosto del 2008 y 1457-02-090122 de enero del 2009.

Recuadro VI.2: Iniciativas de reforma a la regulación del sistema financiero internacional

Una característica distintiva de la actual crisis financiera global es que su epicentro se encuentra en las economías más desarrolladas del mundo, cuyos mercados financieros, prácticas de negocios y sistemas regulatorios y de supervisión se suponían los más avanzados del planeta, y referencia obligada para las economías emergentes y los países menos desarrollados.

Naturalmente, la profundidad y el alcance global de la crisis, su costo en términos de empleo y producto, así como la magnitud de los recursos públicos involucrados en su contención, han motivado una revisión comprensiva del funcionamiento de esos sistemas financieros, así como del marco regulatorio y de supervisión en que operan. Esa revisión se está llevando a cabo, y resulta de la mayor relevancia para las economías emergentes o periféricas como la chilena^{13/}.

Como se ha señalado con frecuencia en el último tiempo, el funcionamiento de una economía basada en la iniciativa privada, donde el mercado premia los emprendimientos exitosos, pero también castiga aquellos proyectos mal concebidos o gestionados, no resulta compatible con el rescate de entidades financieras que, por su tamaño o relevancia sistémica, parecen haber operado, en la práctica, bajo una garantía implícita de solvencia, afectando su gestión y distorsionando el sistema de precios e incentivos en el que debe descansar el buen funcionamiento de una economía.

En este contexto, a continuación se presentan algunos ejes relevantes en la discusión internacional respecto del futuro del sistema financiero, de su regulación y supervisión. Estas iniciativas se orientan especialmente a perfeccionar el funcionamiento global de los mercados, de las entidades que en el operan, así como de su institucionalidad y, en último término, de su aporte a la innovación, la estabilidad y el desarrollo de la economía.

^{13/} Formalmente, a través de las iniciativas que impulsa el G20 y que involucran a los ministerios de finanzas, bancos centrales y organismos de regulación y supervisión financiera de los mismos países; así como también a organismos internacionales como el FMI, el Comité de Basilea y el *Financial Stability Board*. Las principales referencias en términos de documentos de evaluación y propuestas de reforma se han mencionado en este Capítulo, en este Informe y en Informes anteriores.

Mayor resiliencia financiera: aumento de los niveles mínimos de capital y de liquidez

Parece existir consenso con respecto a que durante los últimos años el desarrollo de entidades más grandes, complejas e interconectadas en los mercados financieros internacionales no fue complementado con adecuados niveles de capital y liquidez.

La magnitud de los efectos sistémicos generados por la insolvencia de grandes entidades financieras durante la crisis, ha forzado la extensión de programas de apoyo y rescate en los países desarrollados, involucrando cuantiosos recursos públicos. Si bien ello asegura la continuidad de las operaciones de esas entidades y del sistema como un todo, afecta severamente la disciplina de mercado y la evaluación y gestión de riesgos, distorsionando los incentivos para la gestión prudente, no solo de las entidades afectadas sino, por efecto demostración, de todo el sistema financiero.

Esta distorsión sugiere además la existencia de un “campo de juego” claramente desnivelado, en el cual las entidades de mayor tamaño, por su estatus implícito de *too big to fail* operan en la práctica con una ventaja en la captación de fondos y en la generación de negocios, aun cuando sus perfiles de riesgo no difieran sustantivamente de otras entidades que, por su menor tamaño o relevancia, son percibidas como sistémicamente prescindibles^{14/}.

La constatación de estas externalidades negativas ha orientado la discusión internacional hacia un consenso en torno a la idea de aumentar la resiliencia de las entidades financieras en general, y de aquellas de mayor importancia sistémica en particular, por la vía de requerimientos más estrictos que los actuales, tanto de capital como de liquidez.

Respecto de la revisión de los estándares de capital, el G20 espera que el Comité de Basilea presente su propuesta de reforzamiento de los requerimientos mínimos hacia fines

^{14/} Al respecto, véase Bernanke (2009).

del 2010. Ello podría incluir modificaciones que mitiguen sus efectos procíclicos, similares, por ejemplo, al esquema español de provisiones dinámicas. Asimismo, se han incorporado modificaciones en esa dirección en la propuesta estadounidense y en las de la autoridad de supervisión financiera del Reino Unido^{15/}.

Por su parte, las iniciativas para reformular los requerimientos de liquidez no solo se refieren a incrementar el nivel de activos líquidos que las entidades bancarias y financieras en general deben mantener continuamente, sino también se focalizan en la calidad de dichos activos (por ejemplo, a través de tipos más selectivos o acotados de activos elegibles) y en el diseño de planes de fondeo de contingencia, apropiadamente vinculados con pruebas de sensibilidad confiables. Una primera regulación en esta dirección fue recientemente publicada en el Reino Unido, la que, a su vez, incorpora parte de la revisión de las prácticas de administración de riesgos de liquidez incorporados por el Comité de Basilea durante el 2008^{16,17/}.

Este debate respecto de las opciones para aumentar la resiliencia de las entidades financieras, cobra especial relevancia en países como Chile, donde un número reducido de entidades canaliza una fracción significativa de las actividades de intermediación financiera. En concordancia con lo anterior, el organismo de supervisión bancaria chileno ha publicado recientemente un documento que propone aumentar el requerimiento de capital mínimo para las empresas bancarias, a objeto de cubrir los riesgos de crédito, de mercado y operacional de acuerdo a Basilea II. Asimismo, plantea un aumento en el capital accionario mínimo exigido^{18/}.

Fortalecimiento de un enfoque consolidado para la supervisión del sector financiero

El enfoque funcional o de silo, tradicional de los sistemas de supervisión ha resultado claramente insuficiente para detectar a tiempo y contener la crisis de los sistemas financieros más desarrollados. A partir de este diagnóstico, se han acumulado propuestas para transitar desde este foco funcional, a uno más sistémico. Con este objetivo, la propuesta de reforma estadounidense confiere atribuciones a la Fed para supervisar instituciones financieras de “importancia sistémica” y, al mismo tiempo, propone un esquema de coordinación para los supervisores sectoriales tradicionales. Este tipo de institucionalidad también es parte central de las reformas

regulatorias que se proponen en la Unión Europea (UE).

En Chile, y como lo demuestran evaluaciones internacionales llevadas a cabo en los últimos años, la calidad de los procesos de supervisión resulta concordante con el actual estado de desarrollo del sistema financiero^{19/}. Sin embargo, la vigilancia sobre las actividades que desarrollan transversalmente los conglomerados financieros se podría reforzar, de modo de asegurar una visión integral de los riesgos de alcance sistémico. Al respecto, cabe señalar que el Comité de Superintendentes del Sector Financiero ha llevado a cabo algunas iniciativas relevantes para el desarrollo de mecanismos de supervisión financiera integrada^{20/}.

Ampliación del perímetro de alcance de la supervisión financiera

Lo ocurrido en los principales centros financieros internacionales ha dejado en evidencia que el alcance de los sistemas de supervisión tradicionales es claramente limitado. Ello se explica, posiblemente, por el rápido proceso de globalización y desarrollo de nuevos mercados y productos financieros durante las últimas décadas. Dado lo anterior, estos sistemas han resultado casi completamente ineficaces para monitorear o prevenir situaciones críticas de relevancia sistémica.

Estimaciones del FMI indican que en EE.UU. el total de activos fuera del sistema bancario tradicional (*shadow banking system*) y, por tanto, del alcance de los procesos normales de supervisión, llegaban a aproximadamente US\$10 billones a fines del 2007, un volumen similar al del sistema bancario supervisado. En el caso chileno, se estima que un 76% del crédito total se canaliza a través de entidades bancarias, sujetas a procesos formales de supervisión. Buena parte del resto de las entidades de crédito que operan en el país, lo hacen bajo esquemas de regulación y supervisión fragmentados y relativamente livianos, como es el caso de los emisores de tarjetas de crédito comerciales, las cajas de compensación, las administradoras de mutuos hipotecarios o las cooperativas de ahorro y crédito. Aun si ninguna de estas entidades es sistémicamente importante en forma individual, la fracción del mercado del crédito que en conjunto ellas representan, es de suficiente relevancia como para sugerir la conveniencia de evaluar los sistemas de supervisión que les son aplicables.

^{15/} BIS (2009), FSA (2009a) y G20 (2009).

^{16/} FSA (2009b).

^{17/} BIS (2008).

^{18/} Held (2009).

^{19/} FMI (2004).

^{20/} Integrado por las máximas autoridades de la SBIF, la SVS y la SP, y en el que el Banco Central participa como observador permanente.

Así, por ejemplo, en respuesta a la crisis financiera en el Reino Unido, la FSA ha anunciado modificaciones significativas en su enfoque de supervisión, enfatizando no solo aspectos tales como la evaluación de riesgos sistémicos a través del ciclo económico, sino también enfatizando un estilo de supervisión explícitamente más “intrusivo”.

Desarrollo de un marco regulatorio más estricto para los mercados de derivados

A partir de la década de los 90, los mercados de derivados, especialmente aquellos que operan *over-the-counter* (OTC), se han expandido significativamente, superando los US\$590 billones en valor notional a fines del 2008, equivalente a unas diez veces el PIB mundial^{21/}. El desarrollo de instrumentos, productos o contratos derivados complejos de evaluar, así como su impacto en la solvencia de algunas entidades de gran tamaño, contribuyó a elevar sustancialmente la tensión del sistema financiero internacional a fines del 2008, al virtual colapso de los mercados interbancarios en EE.UU. y la UE, y a la paralización del sistema internacional de financiamiento del comercio exterior. En ese proceso, quedó en evidencia que la relativa opacidad de los mercados OTC dificulta seriamente la evaluación y el monitoreo del riesgo de contraparte, además de afectar la formación de precios competitivos.

Por lo anterior, varias iniciativas internacionales se orientan a promover la migración de estas operaciones a plataformas bursátiles en lo transaccional y a entidades de contraparte central (CCP) en lo referente a su gestión post-transacción. De esta forma, se busca reforzar la seguridad y eficiencia de este importante mercado de cobertura de riesgos e inversión, y aumentar sus niveles de transparencia^{22/}. Esta propuesta es un elemento central del plan estadounidense de reformas.

En el caso de Chile, aun cuando el tipo de instrumentos o contratos negociados sea relativamente menos sofisticado, también existe la necesidad de avanzar con un análisis de esta materia. El mercado local de derivados opera exclusivamente en un esquema OTC y ha alcanzado un tamaño importante. Estimaciones del Banco Central de Chile indican que, en términos notionales, alcanzaba a US\$726.000 millones en el 2007, equivalente a más de cuatro veces el PIB de ese año.

Por otra parte, las reformas en materias de regulación del mercado de derivados aprobadas en MKII, así como la reciente promulgación de un marco legal para la compensación y liquidación de valores, iniciativas recientes en las que el Banco Central ha participado activamente, son de la mayor relevancia para el fortalecimiento y desarrollo de estos mercados.

Reevaluación de la estructura del sector financiero

La preocupación internacional por reforzar la resiliencia de los mercados financieros no se agota en la formulación de estándares más estrictos de capital y de liquidez. Si bien estas iniciativas contribuyen a fortalecer la solvencia de las entidades que operan en el mercado, no resuelven el problema de *moral hazard* en la gestión de entidades de tamaño o relevancia sistémica, ni tampoco representan una solución al desafío de establecer planes efectivos para enfrentar contingencias financieras originadas en eventos de baja frecuencia pero alto impacto (*tail risk*).

Lo anterior ha motivado el resurgimiento de propuestas orientadas a reestructurar radicalmente el funcionamiento del sistema financiero, por ejemplo, separando formalmente las actividades de captación de depósitos y provisión de medios de pago respecto de los negocios de *trading* y de banca de inversión. Estos modelos de *narrow banking* están siendo debatidos en el Reino Unido^{23/}, en EE.UU. y en las discusiones del G30^{24/}, considerando entre otros elementos, la reciente experiencia estadounidense, en la que la derogación en 1999 del *Glass-Steagall Act* podría vincularse con algunos de los principales factores detonantes de la crisis.

Por último, y reconociendo los potenciales beneficios asociados a estas iniciativas, la experiencia reciente en países como Islandia e Irlanda ilustran la conveniencia de mantener un enfoque más bien cauto respecto de la adopción de programas amplios de integración a los mercados financieros internacionales. En este sentido, las instituciones encargadas de velar por el buen funcionamiento del sistema financiero y su estabilidad, deben considerar en qué medida la adopción de estos programas, así como la expansión acelerada de las entidades financieras locales hacia nuevos mercados o productos —impulsadas en ocasiones por las presiones competitivas del mismo sector, por la presencia de entidades financieras con operaciones a nivel global, o por un excesivo énfasis en la innovación y la rentabilidad—, resultan compatibles con la solvencia y estabilidad del sistema financiero en su conjunto y, a fin de cuentas, con el crecimiento y desarrollo sostenido de la economía.

^{21/} BIS (2007b).

^{22/} Cecchetti, Gyntelberg y Hollanders (2009).

^{23/} King (2009).

^{24/} G30 (2009).

Referencias bibliográficas

- a/ Aisen A. y M. Franken (2009). "Bank Credit and the 2008 Financial Crisis: A Cross-Country Comparison". Documento de Trabajo, N°532. Banco Central de Chile. Diciembre.
- Alfaro R., D. Calvo y D. Oda (2008). "Riesgo de Crédito de la Banca". Documento de Trabajo, N°503. Banco Central de Chile. Noviembre.
- Alfaro R. y C. Silva (2008). "Volatilidad de Índices Accionarios: el Caso del IPSA". *Cuadernos de Economía*, Vol. 45, pp. 217-233. Noviembre.
- b/ Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. Varios números.
- Banco Central de Chile (2009). *Informe de Política Monetaria*. Septiembre.
- Bernanke B. (2009). "The Financial Crisis and Community Banking". Discurso ante The Independent Community Bankers of America's National Convention and Techworld, Phoenix, Arizona. Marzo.
- BIS (2007a). "New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives". CPSS Publications, N° 77. Bank for International Settlements. Marzo.
- BIS (2007b). "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007". Bank for International Settlements, Diciembre.
- BIS (2008). "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision". Basel Committee on Banking Supervision. Septiembre.
- BIS (2009). "Enhancements to the Basel II Framework". Basel Committee on Banking Supervision. Julio.
- Bliss R. y G. Kaufman (2005). "Derivatives and Systemic Risk: Netting, Collateral and Closeout". Working Paper, N° 2005-03. Federal Reserve Board of Chicago. Mayo.
- Bliss R. y G. Kaufman (2006). "U.S. Corporate and Bank Insolvency Regimes: An Economic Comparison and Evaluation". Working Paper, N° 2006-01. Federal Reserve Board of Chicago. Enero.
- c/ Cecchetti S., J. Gyntelberg y M. Hollanders (2009). "Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives". *BIS Quarterly Review*, pp.45-58. Septiembre.
- d/ Dipres (2009). Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2010, Informe de Finanzas Públicas. Ministerio de Hacienda. Octubre.
- f/ FMI (2004). "Chile Financial System Stability Assessment Program, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Monetary and Financial Policy Transparency, Banking Supervision, and Securities Regulation". IMF Country Report, No. 04/269. Agosto.
- FMI (2009). *Global Financial Stability Report*. Octubre.
- FSA (2009a). "The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis". Financial Services Authority. Marzo.
- FSA (2009b). "Policy Statement: Strengthening Liquidity Standards, including feedback on CP08/22, CP09/13, CP09/14". Policy Statement, N° 09/16. Financial Services Authority. Octubre.

- g/ Gyntelberg J. (2008). "Overview: Global Financial Crisis Spurs Unprecedented Policy Actions". *BIS Quarterly Review*, pp. 1-24. Diciembre.
- G20 (2009). "Leaders' Statement: The Pittsburg Summit". Septiembre.
- G30 (2009). "Financial Reform: A Framework for Financial Stability". Steering Committee. Enero.
- h/ Held G. (2009). "Marco Mejorado de Capital de Basilea II en la Regulación Bancaria". Documento Informativo. Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Septiembre.
- j/ Jara A., L. Luna y D. Oda (2008). "Pruebas de Tensión para la Banca en Chile". *Informe de Estabilidad Financiera*, Primer Semestre 2009. Banco Central de Chile. Enero.
- k/ Krimmenger M. (2005). "Adjusting the Rules: What Bankruptcy Reform Will Mean for Financial Markets". FDIC. Diciembre.
- King M. (2009). "Speech by Mervyn King to Scottish Business Organizations". Edinburgo. Octubre.
- m/ Matus J., D. Oda y N. Silva (2009). "Caracterización de las Colocaciones Bancarias en Chile". Estudios Económicos Estadísticos, N° 73. Banco Central de Chile. Marzo.
- o/ Opazo L. y B. Ulloa (2008). "Dinámica del Spread on Shore en Chile". *Informe de Estabilidad Financiera*, Segundo Semestre 2008. Banco Central de Chile. Diciembre.
- r/ Restrepo J. y C. Soto (2006). "Regularidades Empíricas de la *Economía Chilena*: 1986 - 2005". *Economía Chilena*, 9(2), pp. 15-40. Agosto.

Glosario

ABS: *Asset-backed security*. Es un tipo de bono, respaldado por un conjunto de activos, de madurez larga, que por lo general son préstamos de consumo (tarjetas de crédito y automóviles), préstamos estudiantiles, segundas hipotecas (*home equity loans*) o préstamos comerciales. Los ABS que tienen por respaldo activos hipotecarios se llaman *Mortgage-backed Securities (MBS)*.

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

AMLF: *Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund*. Es una facilidad de crédito que provee de financiamiento a instituciones bancarias de EE.UU., para financiar sus compras de papeles comerciales respaldados por activos, de alta calidad, a los fondos mutuos del mercado de dinero.

Apalancamiento: Razón de activos a capital.

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

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

Basilea II: Es el segundo de los acuerdos publicados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BBS; por sus siglas en inglés), con el propósito de crear un estándar internacional para la operación y control de riesgos de la banca. Basilea II se basa en tres pilares, todos los cuales buscan promover una mayor estabilidad del sistema financiero: (1) requerimientos mínimos de capital que promuevan una asignación de recursos más sensible a los riesgos de crédito y de mercado, (2) procedimientos de supervisión mejorados y (3) mayor disciplina de mercado.

Bonos de alto rendimiento: *High yield*. Bonos corporativos que tienen una clasificación de riesgo inferior al grado de inversión (CCC a BB, según clasificación de *Standard & Poor's*), lo que implica que se les asocia un alto riesgo de no pago.

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

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

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

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

Carry trade de monedas: Estrategia de inversión en divisas, mediante la cual un inversionista se endeuda en una moneda a bajas tasas de interés, e invierte ese monto en instrumentos denominados en una moneda distinta, que devengan mayores tasas de interés, para luego, al vencimiento, convertir el resultado de la inversión a la moneda original para cumplir su obligación.

CCAV: Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor. Sistema electrónico de pagos interbancarios bajo modalidad de liquidación compensada, con procedimientos que permiten asegurar la liquidación final de los resultados netos de cada ciclo de compensación en el Sistema LBTR.

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

Cobertura de intereses: Medida de capacidad de pago, definida como Ebitda/ (Gastos financieros).

Covenants: Cláusulas de protección incluidas en un acuerdo de préstamos, con las cuales un acreedor busca que el deudor mantenga su condición financiera en un nivel por lo menos tan favorable como cuando se firmó el compromiso.

CPFF: *Commercial Paper Funding Facility*. Facilidad de crédito otorgada por la Fed a emisores de papeles comerciales en EE.UU.

Descalce cambiario: Diferencia entre pasivos y activos en moneda extranjera, menos posición neta en derivados (diferencia entre compra y venta de contratos derivados).

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

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

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

DVP: *Delivery versus Payment*. Mecanismo de entrega contra pago que vincula un sistema de transferencia de valores con un sistema de transferencia de fondos, garantizando que la entrega de los títulos ocurra en forma simultánea con el pago de los mismos.

Ebitda: Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, se utiliza como aproximación del flujo de caja operacional.

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

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

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

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

FLAP: Facilidad de Liquidez a Plazo. Financiamiento entregado por el Banco Central de Chile a las entidades bancarias, a plazos de 90 y 180 días, a una tasa fija por todo el período de la operación. Los colaterales de estas operaciones son los habitualmente requeridos para operaciones de un día.

FM1: Fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, con duración menor o igual a 90 días.

FM2: Fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo

don duración menor o igual a 365 días.

FM3: Fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.

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

FPL: Facilidad Permanente de Liquidez. Instrumento de financiamiento otorgado por el Banco Central de Chile a las empresas bancarias, mediante operaciones de compra de títulos con pacto de retroventa. Esta facilidad se pacta a una tasa de interés y a un plazo convenido de acuerdo a lo establecido en las normas financieras del Banco Central de Chile.

FPD: Facilidad Permanente de Depósito o Depósito de Liquidez. 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.

FRP: Fondo de Reserva de Pensiones. Fondo creado por la Ley de Responsabilidad Fiscal, cuyo objetivo es complementar el financiamiento de obligaciones fiscales derivadas de la garantía estatal de pensiones mínimas de vejez, invalidez y sobrevivencia, y de las pensiones asistenciales. Es administrado por el Banco Central de Chile en su calidad de Agente Fiscal bajo pautas de inversión definidas por el decreto N° 1.382 del Ministerio de Hacienda e instrucciones complementarias.

FSAP: *Financial Stability Assessment Program*. Iniciativa conjunta del FMI y del Banco Mundial, mediante la cual expertos de estas instituciones evalúan de manera exhaustiva los sistemas financieros de los países que voluntariamente deseen participar en ella; señalando fortalezas y debilidades, y sugiriendo medidas para reducir vulnerabilidades y mejorar la intermediación financiera.

Gobierno Central: Instituciones asociadas a los tres poderes del Estado (Ejecutivo, Legislativo y Judicial), más la Ley N° 13.196, los intereses devengados de los bonos de reconocimiento y el fondo de estabilización de precios del petróleo.

Gobierno Consolidado: Gobierno Central Total y Banco Central de Chile.

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.

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

IFRS: *International Financial Reporting Standards*. Son un conjunto de normas emitidas por el *International Accounting Standards Board (IASB)*, que tienen como objeto la revelación de información de los estados financieros, de manera comparable y transparente para todos los participantes en los mercados de capitales globales.

Incumplimiento: *Default*. El no pago de los intereses o del principal de una deuda según lo legalmente acordado.

Índice de Herfindahl: Medida de concentración de una industria o mercado determinado, que corresponde a la suma de cada una de las participaciones elevadas al cuadrado de los "n" participantes. El índice varía entre 1/n (competencia perfecta) y 1 (monopolio).

Índice dólar: Medida del valor del dólar contra una canasta de seis divisas: euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Índice MSCI Mercados Emergentes: Índice creado por *Morgan Stanley Capital International* para medir el desempeño de los mercados accionarios en los mercados emergentes globales.

Instrumentos de oferta pública: Instrumentos emitidos por las empresas que se transan en el mercado de capitales.

Instrumentos de negociación: Son aquellos que se adquieren con el objeto de negociarlos en el corto plazo para obtener ganancias provenientes del arbitraje o de fluctuaciones en los precios o tasas de mercado.

Instrumentos disponibles para la venta: Son los instrumentos financieros que no se incluyen en la categoría de instrumentos para negociación ni en la categoría inversiones al vencimiento.

LBTR: Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real. Sistema electrónico de pagos interbancarios administrado por el Banco Central de Chile, en que el procesamiento y liquidación de las operaciones es realizado en forma continua, individual y en tiempo real.

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

MBS: *Mortgage-backed security*. ABS que tiene por respaldo activos hipotecarios

MHE: Mutuos Hipotecarios Endosables. Es un préstamo de dinero documentado en escritura pública, que cuenta con garantía de un bien raíz, otorgado a personas naturales o jurídicas para financiar la adquisición, construcción, ampliación, reparación de todo tipo de bienes raíces. Se llama Mutuo Hipotecario Endosable, porque una vez que se le paga al vendedor, se puede ceder el Mutuo (endosar) a otras Instituciones autorizadas por ley.

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

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

OPA: Oferta Pública de Acciones. Proceso a través del cual una persona natural o jurídica intenta tomar el control de una sociedad anónima que haga una oferta pública de acciones, con sujeción a determinadas condiciones legales (Ley 19.705, en Chile).

Operaciones NDF: Operaciones de derivados cambiarios a futuro *over-the-counter* (fuera de bolsa) por compensación, que se llevan a cabo fuera del mercado local, y cuya principal plaza es Nueva York.

Overnight Index Swap: Es un *swap* de tasas de interés donde la tasa flotante es igual al promedio geométrico de una tasa a un día (publicada diariamente) hasta el día en que se realiza el pago. En EE.UU. se calculan a base de la tasa de fondos federales que se publica diariamente.

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

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

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

Premio EMBI Global: El premio soberano del EMBI Global es la medida más habitual de riesgo de las economías emergentes. Mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de economías emergentes emitida en dólares en los mercados internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.

Punto base: Unidad de medida de la volatilidad de un bono que se transa en

los mercados financieros, correspondiendo a la centésima parte de uno por ciento (0,01%).

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

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

Repos: Pactos de recompra (reventa). Venta (compra) colateralizada con acuerdo o compromiso de retrocompra (retroventa).

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

Revolving: Característica de un bono cuyo colateral vence durante el ciclo de vida del instrumento, debiendo el originador reemplazarlo con nuevos activos para así generar los flujos comprometidos.

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

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

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

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

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

RIN de libre disposición: Reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, *swaps*), depósitos del Fisco en el Banco Central y otros.

ROE: Rentabilidad del patrimonio, medida como utilidad después de impuestos, amortizaciones e ítems extraordinarios, a patrimonio más interés minoritario. Es el retorno de los accionistas.

SPAV: Sistemas de Pagos de Alto Valor. Están conformados por el Sistema de LBTR y el Sistema de la CCAV.

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

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

Swap: Contrato de derivados entre dos partes, quienes realizan un intercambio de flujos en fechas futuras. Uno de los contratos de *swap* más comunes son los de tasa de interés, en los cuales se intercambian flujos definidos por una tasa fija, establecida al momento de realizar el contrato, por los definidos por una tasa variable.

Swap de divisas: Contrato entre dos partes, mediante el cual se adquiere un compromiso para intercambiar una cierta cantidad de nacional e intereses fijos en una moneda, por el nacional e intereses fijos en otra moneda en una fecha futura, a un precio que se determina por anticipado. En este tipo de contratos, se requiere especificar los nominales en ambas divisas.

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

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

Tasa de depósitos bolsa: Es la tasa de interés a la que se transan los depósitos bancarios en el mercado secundario de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Tasa interbancaria: Es la tasa promedio ponderada diaria de préstamos no garantizados de reservas bancarias entre bancos.

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

Tasa overnight: Es la tasa a la cual los bancos se otorgan financiamiento inmediato entre sí.

Abreviaciones

Achef:	Asociación Chilena de Empresas de <i>Factoring</i> .
AFP:	Administradoras de Fondos de Pensiones.
BCD:	Bonos del Banco Central expresados en dólares.
BCU:	Bonos del Banco Central expresados en unidades de fomento.
BCX:	Bonos del Banco Central en dólares.
BIS:	<i>Bank for International Settlements</i> .
CCAF:	Cajas de Compensación de Asignación Familiar.
CNC:	Cámara Nacional de Comercio.
Codelco:	Corporación del Cobre.
DCV:	Depósito Central de Valores.
EE.UU.:	Estados Unidos de Norteamérica.
EMBI:	<i>Emerging Market Bond Index</i> .
FMI:	Fondo Monetario Internacional.
INE:	Instituto Nacional de Estadísticas.
IPC:	Índice de Precios al Consumidor.
IPSA:	Índice de Precios Selectivo de Acciones.
Libor:	<i>London Inter-Bank Offered Rate</i> .
MSCI:	<i>Morgan Stanley Capital International</i> .
OCDE:	Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico.
PDBC:	Pagarés Descontables en pesos del Banco Central.
PIB:	Producto Interno Bruto.
Pymes:	Pequeñas y medianas empresas.
RIN:	Reservas Internacionales Netas.
SP:	Superintendencia de Pensiones.
SBIF:	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
SuSeSo:	Superintendencia de Seguridad Social.
SVS:	Superintendencia de Valores y Seguros.
S&P:	<i>Standard and Poor's</i> .
TIR:	Tasa Interna de Retorno.
TPM:	Tasa de Política Monetaria.
UF:	Unidad de Fomento.

Índice de tablas y gráficos

Tablas

I.1:	Mercados accionarios de regiones seleccionadas	16
I.2:	Programas de apoyo al sistema financiero: montos comprometidos y gastos efectivos	17
I.3:	Principales amenazas externas a la estabilidad financiera de la economía chilena	19
I.4:	Crecimiento real del crédito bancario	21
II.1:	Deuda externa de la economía chilena	25
II.2:	Indicadores de solvencia y liquidez externa	26
IV.1:	Deuda local y externa de empresas nacionales	34
IV.2:	Deuda de los hogares	37
V.1:	Composición del retorno de los activos del sistema bancario	46
V.2:	Composición del retorno de los activos de la banca retail	47
V.3:	Indicadores de morosidad	54
V.4:	Índice de cartera vencida	55
V.5:	Participación por línea de negocios	56
V.6:	Contribución a la rentabilidad por línea de negocios	56
VI.1:	Principales medios de pago de bajo valor	58

Gráficos

I.1:	Proyecciones de crecimiento del PIB de EE.UU.	13
I.2:	Flujos de préstamos netos privados en EE.UU.	13
I.3:	Flujos de préstamos privados en la Zona Euro	14
I.4:	Precios y morosidad del mercado de viviendas en EE.UU.	14

I.5:	Pérdidas y aumentos de capital del sector bancario	15
I.6:	Utilidades de los cuatro mayores bancos de EE.UU.	15
I.7:	Condiciones de liquidez del mercado interbancario a 3 meses	15
I.8:	Precios de acciones y premios por riesgo de default de bancos	16
I.9:	Premios por riesgo de bonos corporativos en EE.UU. y de <i>EMBI</i>	16
I.10:	Mercados accionarios de países emergentes	16
I.11:	Flujos de capitales hacia economías emergentes	17
I.12:	Flujos netos a acciones y precios del mercado accionario	17
I.13:	Premios por riesgo soberano en países emergentes y tasas de interés de largo plazo en EE.UU.	18
I.14:	Desbalances globales	18
I.15:	Crecimiento real del crédito bancario	21
II.1:	Flujos de préstamos externos a residentes	23
II.2:	Costo del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes	23
II.3:	Vencimientos de créditos externos bancarios	24
II.4:	<i>Spread</i> del financiamiento externo de corto plazo de bancos residentes	24
II.5:	Flujos de la cuenta financiera por sector institucional (*)	25
II.6:	Flujos netos de cartera	25
II.7:	Posición de inversión internacional neta	26
II.8:	Disponibilidad de liquidez financiera externa neta	26
III.1:	Operaciones monetarias del Banco Central	27
III.2:	Tasas de DPF y <i>spread prime</i> -SPC	27
III.3:	Patrimonio de fondos mutuos de corto y mediano plazo	28
III.4:	Tasas de interés en dólares en el mercado local	28
III.5:	<i>Spread</i> tasa <i>on-shore</i> y licitaciones de <i>swaps</i> de divisas	28
III.6:	Tasas de financiamiento en dólares: efectivas y teóricas	29
III.7:	Transacciones de los fondos de pensiones y posiciones <i>forward</i> en el mercado cambiario	29
III.8:	Inversiones en renta fija e intermediación financiera	29
III.9:	<i>Spread</i> de bonos de largo plazo	30
III.10:	Nivel y volatilidad del tipo de cambio	30
III.11:	Nivel y volatilidad de índices accionarios	30
III.12:	Origen de los cambios en el valor del portafolio	31
III.13:	Traspaso de afiliados entre tipos de fondos	32
III.14:	Transacciones de los fondos de pensiones	32

IV.1:	Deuda total empresas no financieras	33
IV.2:	Colocaciones e inscripciones de bonos corporativos	33
IV.3:	Colocaciones e inscripciones de efectos de comercio	34
IV.4:	Morosidad de las colocaciones comerciales	34
IV.5:	Capacidad de pago y endeudamiento de empresas	35
IV.6:	Deuda financiera y razón de liquidez	35
IV.7:	Descalce cambiario	35
IV.8:	Indicadores del mercado laboral	36
IV.9:	Situación de los hogares en materia de ocupación	36
IV.10:	Percepción de demanda y flexibilidad en la oferta de créditos	36
IV.11:	Ventas de casas comerciales	37
IV.12:	Contribución al crecimiento de las ventas del comercio minorista	37
IV.13:	Endeudamiento y carga financiera de largo plazo	38
IV.14:	Activos financieros del Gobierno Central	38
IV.15:	Posiciones netas del Gobierno Central	39
IV.16:	Deuda total del Gobierno Consolidado	39
IV.17:	Posiciones netas del Gobierno Consolidado	39
IV.18:	Efectos del cambio en principios contables sobre patrimonio y resultados	41
IV.19:	Recaudación por la cartera securitizada y pagos netos de los bonos	42
V.1:	Crecimiento de las colocaciones	43
V.2:	Colocaciones comerciales	43
V.3:	Encuesta de condiciones de crédito bancario	44
V.4:	Tasas de interés de las colocaciones bancarias	44
V.5:	Indicadores de riesgo de crédito	44
V.6:	Indicadores de riesgo de crédito de préstamos para la vivienda	45
V.7:	Indicadores de riesgo de crédito	45
V.8:	Fuentes de financiamiento de la banca	46
V.9:	Índice de adecuación de capital	47
V.10:	Indicadores de liquidez de la banca	47
V.11:	Composición del índice de adecuación de capital	47
V.12:	Depósitos a plazo de fondos mutuos	48
V.13:	Balance en moneda extranjera de la banca	48
V.14:	Tasas de descuento de bonos subordinados de la banca	49
V.15:	Gasto en provisiones bajo escenarios alternativos	49
V.16:	Crecimiento de las colocaciones bajo escenarios alternativos	50
V.17:	Impacto de distintos escenarios sobre la rentabilidad del capital	50
V.18:	Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital	50
V.19:	Crecimiento del PIB de la economía chilena	51

V.20: Crecimiento de las colocaciones bancarias	51
V.21: Tasas de colocación de los créditos bancarios	52
V.22: <i>Spread</i> entre tasas de interés de colocación y de captación	53
VI.1: Pagos liquidados en los SPAV	57
VI.2: Participación del sistema LBTR en los SPAV	57
VI.3: Liquidez en el sistema LBTR	58
VI.4: Tipos de pagos liquidados en los SPAV	58
VI.5: Principales medios de pago de bajo valor	59

Juan Esteban Laval Z.

Representante Legal

BANCO CENTRAL DE CHILE

Diciembre 2009

ISSN 0718-0977

Registro de propiedad intelectual N° 141.570

Edición de 1.500 ejemplares

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

Impresión: Andros Impresores.

Esta publicación se encuentra protegida por la Ley N.º 17336 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**