

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2017



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primer Semestre 2017



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS	11
II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES	17
III. USUARIOS DE CRÉDITO	23
IV. SISTEMA BANCARIO	33
V. REGULACIÓN FINANCIERA	43
RECUADROS	
MICROESTRUCTURA DEL MERCADO DE RENTA FIJA SOBERANA	21
DINÁMICA RECIENTE DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS	30
RIESGO DE CRÉDITO EN ESCENARIOS MACROECONÓMICOS ALTERNATIVOS	38
SOLVENCIA DE LA BANCA: DESAFÍOS PENDIENTES	40
SERVICIOS MÍNIMOS Y EQUIPOS DE EMERGENCIA EN BANCOS Y OTRAS EMPRESAS DEL SECTOR FINANCIERO	50
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	53
GLOSARIO	55
ABREVIACIONES	60

PREFACIO

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

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

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

El Consejo

RESUMEN

En el último tiempo, el sistema financiero chileno no ha registrado eventos de disrupción importantes y los antecedentes disponibles señalan que se encuentra en una posición adecuada para resistir el impacto de escenarios de tensión. Los sistemas de pagos internos y externos han funcionado con normalidad, mientras que los indicadores de riesgo de crédito hasta ahora se han mantenido bajos. No obstante, desarrollos recientes dan cuenta de un aumento gradual de estos últimos. De prolongarse la desaceleración de la actividad económica local registrada en los últimos años, es posible que se profundice este deterioro.

Las tasas de interés externas de largo plazo siguen en niveles bajos, pese a la reversión hacia finales del año pasado. En el período, la Reserva Federal de EE.UU. incrementó la tasa de referencia (FFR) en sus reuniones de diciembre y marzo pasados, en congruencia con las expectativas de mercado. En tanto, el Banco Central Europeo siguió con su política monetaria expansiva. Esto, en un contexto donde las perspectivas de crecimiento para las principales economías desarrolladas mejoraron y ciertos indicadores de volatilidad fueron relativamente bajos. Pese a lo anterior, la incertidumbre global continúa elevada, con lo que no se descarta, hacia adelante, el riesgo de revisiones en las perspectivas económicas a nivel mundial.

Alzas de tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas mayores a las esperadas siguen siendo un riesgo externo relevante para la estabilidad financiera de Chile. Si bien las expectativas de mercado contemplan dos alzas adicionales de la FFR para este año, su efecto en las tasas externas de largo plazo dependerá tanto de la política monetaria en economías desarrolladas como de futuras descompresiones de los premios por plazo. Futuras alzas de las tasas de referencia mayores a las esperadas, junto al potencial inicio del proceso de reducción de los balances de los bancos centrales de algunos países, podrían presionar al alza las tasas de interés de largo plazo. En tanto, una descompresión de los premios por plazo puede derivarse de cambios en las perspectivas de riesgo por parte de agentes externos. Alzas en las tasas de interés de largo plazo en los mercados internacionales, además de conllevar un efecto cambiario, pueden traspasarse a tasas locales, traduciéndose en mayores costos de financiamiento para agentes locales.

Factores de incertidumbre política en países desarrollados siguen presentes. Si bien los mercados financieros han reaccionado de manera positiva a las mejores cifras de crecimiento de EE.UU., la incertidumbre sobre el alcance y la implementación de las reformas que quiere impulsar la actual administración ha mermado dicho optimismo. Posibles cambios en regulación tributaria, bancaria, y al marco de intercambio comercial podrían además comprometer las



perspectivas económicas de países emergentes. Por otra parte, aún existe cierto grado de incertidumbre respecto de los efectos que tendrá la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

La situación macroeconómica y financiera de las economías emergentes ha evolucionado de manera heterogénea. Por un lado, los riesgos financieros en China se mantuvieron altos, conllevando en lo más reciente una reducción de su nota crediticia por parte de una agencia clasificadora de riesgo. Así, un mayor deterioro financiero faltó de medidas que mitiguen esta situación podría conllevar episodios de mayor volatilidad en precios de activos financieros internacionales. Por otro lado, en América Latina se observan divergencias de política monetaria; mientras varias economías continuaron con políticas expansivas, México ha mantenido el proceso de aumentos de su tasa de referencia. Finalmente, si bien las cifras económicas en Brasil indicaban que este país estaría iniciando su proceso de recuperación, los eventos políticos recientes podrían gatillar ajustes abruptos en precios de activos financieros y reacomodo de portafolios, con potenciales impactos en mercados financieros de la región.

El costo de financiamiento local de corto y largo plazo alcanzó niveles históricamente bajos, en línea con una menor tasa de política monetaria y el entorno de bajas tasas externas de largo plazo. En este contexto, los inversionistas institucionales presentaron moderados cambios en la composición de sus portafolios. En particular, el patrimonio del FM1 continuó creciendo relativo a los demás fondos, las compañías de seguros de vida siguieron incrementando sus posiciones en inversión inmobiliaria y los fondos de pensiones aumentaron su exposición en bonos locales. Asimismo, al cierre estadístico de este IEF no se observan cambios relevantes entre los fondos administrados por las AFP, en contraste con el importante traspaso de afiliados hacia el fondo E documentado en el informe anterior.

La posición financiera de las empresas locales no presenta mayores cambios respecto de IEF previos, pese a que la actividad económica local ha mostrado un desempeño menor al esperado. La deuda total sobre PIB se redujo levemente, explicada en gran parte por fuentes de financiamiento externas. En tanto en fuentes locales, el mayor dinamismo de los bonos se ha enfocado principalmente al refinanciamiento de pasivos, mientras la tasa de crecimiento de las colocaciones comerciales sigue baja. En tanto, el conjunto de empresas que reportan a la SVS aumentó su rentabilidad al cierre del 2016 con respecto al año anterior. Sin embargo, alrededor de 70% de este incremento tiene su origen en fuentes no operacionales. Finalmente, aquellas firmas de sectores productivos que no reportan a la SVS ni tienen deuda externa, presentan una disminución de su deuda bancaria en el último tiempo. Esto combinado con la información de la Encuesta de Crédito Bancario daría cuenta de menores necesidades de financiamiento por parte de estas firmas, lo que es coherente con la evolución de la actividad económica local.

Sin embargo, el menor dinamismo de la economía ha afectado en el margen el comportamiento de pago de las firmas, incrementando el riesgo de crédito de la cartera comercial. Si bien los niveles de morosidad de ésta son relativamente bajos, desde el IEF anterior algunos indicadores de

no-pago presentaron aumentos. En particular, se observaron incrementos en los sectores de Comercio, Manufactura y Minería, mientras que la fracción de créditos clasificados como sub-estándar se mantuvo relativamente alta en comparación con los últimos cinco años. Hacia adelante, un escenario macroeconómico menos favorable conllevaría que una parte de estos créditos pase a incumplimiento.

Los desarrollos observados en el mercado del trabajo se han comenzado a reflejar en un deterioro de los indicadores económicos y financieros de los hogares. Aun cuando la tasa de desempleo no ha aumentado significativamente, se observa un rebalanceo hacia menor empleo asalariado. Así, desde el IEF pasado, los créditos de consumo presentaron un aumento en su incumplimiento. En tanto, el impago hipotecario detuvo la disminución observada en los últimos años. Por su parte, el endeudamiento agregado de los hogares continúa aumentando, siendo la deuda hipotecaria el componente que más contribuye a esta tendencia. En lo más reciente, información de encuestas sugiere un aumento de la carga financiera sobre ingreso, situación que, sumada al mayor incumplimiento en la cartera de consumo, requiere un seguimiento en lo venidero. Un mayor deterioro en el mercado del trabajo podría profundizar el impago de los hogares. En efecto, los ejercicios de tensión de la banca con escenarios económicos menos severos que el habitualmente utilizado, dan cuenta de que hacia adelante podrían materializarse aumentos relevantes en los indicadores de no-pago de los hogares.

El mercado inmobiliario residencial continúa ajustándose. Las ventas de viviendas nuevas en la Región Metropolitana se recuperaron lentamente, mientras que los precios de viviendas usadas y nuevas redujeron sus tasas de expansión en el segundo semestre del 2016. Al mismo tiempo, la introducción de nuevos proyectos se ha ralentizado, en línea con menores perspectivas de crecimiento del sector. Con todo, distintos indicadores del sector inmobiliario residencial dan cuenta de una desaceleración, en línea tanto con la evolución de la situación económica como con los cambios tributarios y normativos discutidos en IEF previos. A su vez, es posible que los desistimientos de compras de viviendas, que se han mantenido acotados, se incrementen ante un mayor deterioro en el mercado laboral, afectando en particular a empresas inmobiliarias que no tengan flujo de caja suficiente para afrontar los costos asociados a la reventa de una unidad desistida.

Si bien las perspectivas económicas se han deteriorado en los últimos años, la capitalización de la banca no presentó cambios relevantes. El índice de adecuación de capital (IAC) del sistema se sitúa sobre 13% desde mediados del 2016, cercano a su promedio histórico, pero aún por debajo de estándares internacionales. Los ejercicios de tensión dan cuenta de que las holguras de capital de la banca se han reducido durante los últimos años. Así, la fracción de bancos que mantienen IAC sobre 10% después de aplicar un escenario de tensión severo pasaría de representar 85% de los activos del sistema entre el 2011 y 2014, a 50% de éstos en los últimos dos años. Esto se debe a que los bancos que se encuentran más expuestos al deterioro de la actividad económica no han realizado un ajuste acorde en sus niveles de capital. En este contexto, la nueva Ley General de Bancos contemplaría una convergencia gradual hacia el marco de Basilea III, el cual tiene implícitos mayores requisitos de capital para la banca.

I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

Las condiciones financieras y perspectivas actuales para países desarrollados motivan el inicio o continuación de la normalización de sus políticas monetarias. No obstante, la aún elevada incertidumbre global constituye un riesgo que podría conllevar aumentos en el costo de financiamiento externo para economías emergentes. La heterogeneidad en la situación macroeconómica y financiera de estas últimas podría deteriorar la percepción de riesgo por parte de inversionistas extranjeros, descomprimiendo los premios por riesgo.

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

Las tasas de interés externas de largo plazo siguen en niveles bajos, pese a la reversión observada a fines del 2016.

En el segundo semestre del 2016 se observaron alzas en las tasas de interés externas de largo plazo, que fueron transitorias, pero significativas en comparación con la estabilidad que han mostrado desde el IEF anterior (gráfico I.1). Dentro del mismo período, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) incrementó la tasa de referencia (FFR) en sus reuniones de diciembre y marzo pasados, situando su rango en 0,75-1%. Dichas alzas coincidieron con las expectativas de mercado, luego que estas últimas se corrigieran al alza en los meses previos. Por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo su política monetaria expansiva.

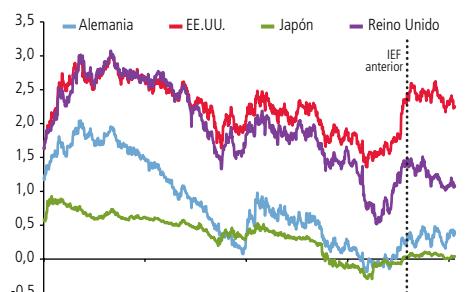
Hacia adelante, los precios financieros y encuestas de mercado indican que las tasas externas de largo plazo retomarían la tendencia al alza observada en la segunda mitad del 2016, lo cual es coherente con las mejoras en las perspectivas de crecimiento en economías desarrolladas (gráfico I.2). Esta situación coincide con las expectativas de nuevas alzas de la FFR en el 2017, las que también dependerán del curso de la política fiscal y del desempeño del mercado laboral de EE.UU. en los próximos trimestres.

Pese a menores niveles de volatilidad y de estrés en los mercados financieros externos, la incertidumbre global continúa elevada.

Indicadores de volatilidad de distintos precios financieros en general se han mantenido en torno o bajo sus promedios de 2015-2016. Un indicador de estrés financiero global (GFSI, por su sigla en inglés) también mostró cierta reversión después de haberse incrementado durante el 2016. Pese a lo anterior, se han observado aumentos importantes de la incertidumbre política, particularmente en países desarrollados, desde mediados del 2016. En efecto, el índice de incertidumbre política global (EPU, por su sigla en inglés) alcanzó máximos históricos en lo más reciente (gráfico I.3).

GRÁFICO I.1

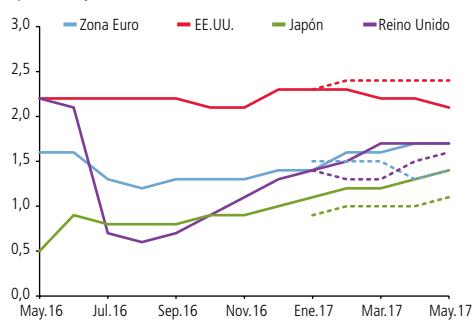
Tasas de interés de bonos soberanos a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.2

Expectativas de crecimiento para el 2017 y 2018 (*) (porcentaje)

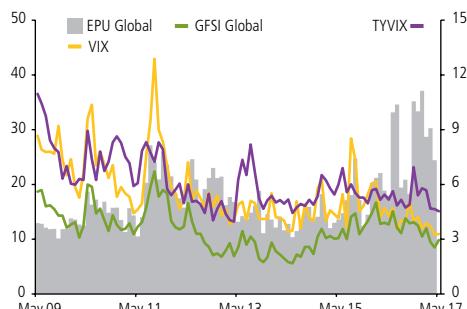


(*) Líneas continuas (discontinuas) indican promedio de respuestas de encuestados respecto de expectativas de crecimiento anual del PIB de cada país para el 2017 (2018).

Fuente: Consensus Economics.



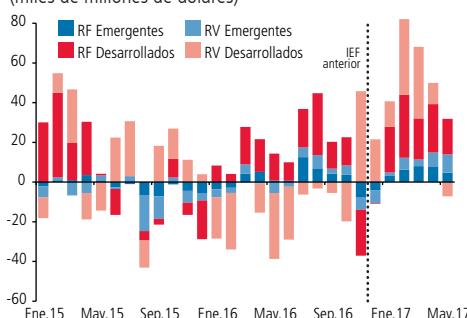
GRÁFICO I.3
Volatilidad, incertidumbre y estrés financiero global (*)
(índice)



(*) Para más detalles del EPU, ver Baker et al. (2016). Niveles de GFSI sobre/bajo 10 indican estrés en mercados financieros anormalmente altos/bajos.

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

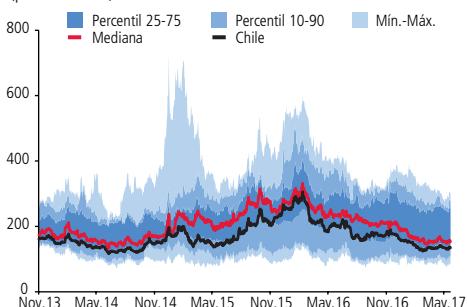
GRÁFICO I.4
Flujos de portafolio (*)
(miles de millones de dólares)



(*) Flujos de inversión en acciones y deuda en bonos hacia países desarrollados y emergentes, a partir de encuesta realizada a fondos de inversión internacional. Último dato con información al 17 de mayo.

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

GRÁFICO I.5
EMBI de economías seleccionadas (*)
(puntos base)



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

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

La situación macroeconómica y financiera de las economías emergentes ha evolucionado de manera heterogénea.

A pesar de la mejora observada en las perspectivas para el crecimiento económico mundial, según el Fondo Monetario Internacional (FMI) el desempeño más precario de algunas economías —en particular de la región— se ha dado por la lenta recuperación de los precios de materias primas, así como por factores idiosincráticos (FMI, 2017b). Adicionalmente, las condiciones financieras de estos países han evolucionado de manera heterogénea, en parte por sus distintas exposiciones al financiamiento externo. Lo anterior se tradujo en algunos casos en divergencia de política monetaria. Por ejemplo, mientras varias economías latinoamericanas continuaron reforzando su política monetaria expansiva, México ha mantenido el proceso de aumentos de su tasa de referencia, contribuyendo a la reversión de la depreciación de su moneda.

Además, destaca la situación de ciertas economías emergentes de gran tamaño. Por una parte, los riesgos financieros de China aumentaron desde el último IEF. En particular, se ha observado un deterioro de la calidad de la cartera comercial de la banca china, en un ambiente donde el sector corporativo se ha debilitado. En ese contexto, Moody's rebajó la clasificación de riesgo soberano de China desde Aa3 a A1 en lo más reciente. Por otra parte, si bien ciertas cifras económicas en Brasil indican que este país estaría iniciando su proceso de recuperación, eventos políticos recientes ponen una nota de cautela.

Con todo, durante lo que va del 2017 se registraron entradas de flujos de capitales de portafolio hacia economías emergentes en magnitudes similares a las que se observaron en el segundo y tercer trimestre del 2016 (gráfico I.4). En tanto, los premios por riesgo para el financiamiento externo de economías emergentes han disminuido, aunque la dispersión entre países de ese grupo sigue amplia (gráfico I.5).

PRINCIPALES AMENAZAS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Alzas de tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas mayores a las esperadas siguen siendo un riesgo externo relevante para Chile.

Para este año, el mercado espera que la Fed realice dos alzas adicionales de la FFR, en línea con lo previsto por el FOMC. En tanto, para el 2018 y 2019, persiste una tensión entre mensajes de alzas relativamente agresivas por parte de la Fed y expectativas de un ajuste más moderadas reflejadas en los precios de los activos financieros. Así, sigue presente el riesgo de descompresión de los premios por plazo mencionado en el IEF anterior, con su consiguiente impacto en tasas de interés de largo plazo. En este contexto, un ritmo de la normalización de la política monetaria en EE.UU. más acelerado al esperado podría resultar en incrementos relevantes de la tasa de interés de largo plazo. Un elemento que podría exacerbar dicho impacto es la anunciada reducción de la hoja de balance de la Fed —cuyos detalles sobre su inicio, extensión y velocidad aún no han sido comunicados. Diversos estudios dan cuenta de que es esperable que una reducción de su balance conlleve un aumento de las

tasas de interés de largo plazo. Cabe destacar que Kaminska y Zinna (2014) estimaron que las compras que la Fed realizó entre el 2008 y 2012 redujeron la tasa de interés de los bonos soberanos a 10 años en 140pb. Además, un aumento en la tasa larga de EE.UU. podría reforzarse dependiendo de la estrategia que adopten otros países desarrollados para retirar sus estímulos monetarios cuantitativos. Esto, considerando que el nivel actual de los activos en los balances de sus bancos centrales es al menos tres veces mayor al que tenían con anterioridad a la crisis financiera global (gráfico I.6).

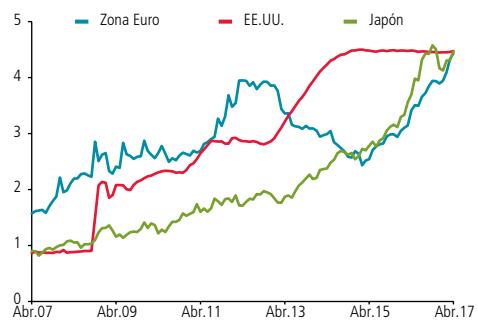
Estimaciones internas sugieren que el coeficiente de traspaso de tasas de interés externas a locales se ha reducido desde fines del año pasado. Sin embargo, los riesgos de alzas futuras de tasas —identificados en el IEF anterior— siguen presentes dado que este coeficiente podría ser cercano a uno en escenarios de mayor tensión financiera (gráfico II.3, IEF del segundo semestre del 2015). Un factor que podría exacerbar esta situación sería un potencial desbalance entre oferta y demanda de instrumentos de renta fija por parte de inversionistas institucionales. Con todo, el mayor costo de financiamiento derivado de ese traspaso tendría un impacto relativamente menor para las firmas dado que el monto de vencimientos que potencialmente requieran ser financiados es bajo. Por su parte, estimaciones basadas en escenarios con mayores tasas de interés de largo plazo dan cuenta de impactos por valoración acotados para la banca, totalizando menos del 1% del capital básico del sistema, aunque existe heterogeneidad entre bancos (Martínez y Oda, 2017).

Factores de incertidumbre política podrían continuar afectando a los mercados financieros internacionales.

Aún cuando la política monetaria en el mundo desarrollado resultara transparente, ordenada y anticipada, no se descartan revisiones en las perspectivas económicas de dichas economías que justifiquen medidas expansivas. Por una parte, aún existe incertidumbre respecto de la factibilidad de las reformas tributaria, de comercio y de regulación bancaria que busca impulsar la actual administración de EE.UU. (Capítulo V), lo cual conllevaría el deterioro del optimismo económico actual. Este deterioro podría ser mayor al incorporar otros eventos geopolíticos en los que se ha visto envuelto dicho país (gráfico I.7). Por otra parte, se estima que los efectos de la salida del Reino Unido de la Unión Europea serán acotados, pero cabe destacar que los resultados del referendo en junio pasado gatillaron una depreciación relevante de la libra esterlina. Así, existen riesgos asociados a la materialización de esta salida, los cuales podrían deteriorar la senda de crecimiento del Reino Unido y motivar una política monetaria más expansiva.

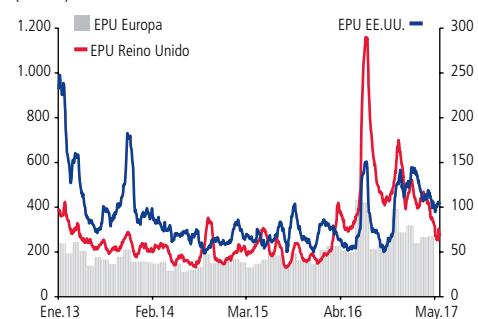
Cabe señalar que aumentos en los indicadores de riesgo global podrían generar descompresiones de los premios por riesgo soberano. Esto es particularmente relevante para el caso de Chile, dado que la sensibilidad de su EMBI a aumentos en el VIX es relativamente alta comparada con su sensibilidad a factores relacionados a un deterioro de las perspectivas para economías emergentes (Recuadro I.1, IEF del segundo semestre del 2015).

GRÁFICO I.6
Activos totales de bancos centrales
(billones de dólares)



Fuente: Federal Reserve Economic Data.

GRÁFICO I.7
Incertidumbre política en países desarrollados (*)
(índice)

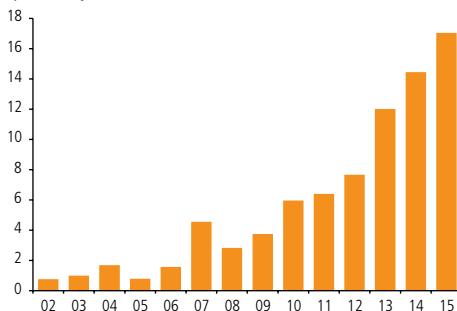


(*) Para más detalle y definición de EPU, ver Baker et al. (2016). EPU EE.UU. y EPU Reino Unido, promedio móvil 30 días.

Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.8**

Activos de OFIs en China
(porcentaje del total de activos de entidades financieras)



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

La fragilidad financiera de países emergentes de gran tamaño podría contagiar a otras economías pequeñas y abiertas.

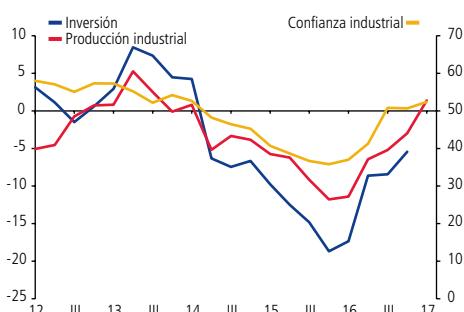
En China, de los diversos riesgos que se han incubado en los últimos años a través de los distintos sectores de su sistema financiero, aquellos relacionados al sector corporativo son la principal fuente de preocupación debido a que contiene múltiples canales de propagación. El sector corporativo de China ha presentado un desempeño económico débil y actualmente tiene menores holguras para ajustar sus márgenes. Esto ha repercutido en un deterioro de la calidad de la cartera comercial de los bancos a la vez que ha contribuido a la proliferación de productos financieros innovadores, en un contexto donde el tamaño de "otros intermediarios financieros" (OFIs) se ha triplicado en los últimos cinco años (gráfico I.8). Dadas estas circunstancias, un mayor deterioro financiero en China, sin ser acompañado de medidas mitigadoras, podría conllevar volatilidad en precios de activos financieros globales con impacto en otras economías emergentes.

Por su parte, en Brasil los riesgos políticos siguen presentes y podrían mermar el proceso de recuperación de su economía. Esto, debido a que algunos de los principales factores que han contribuido al repunte económico guardan relación con los avances que se han observado en materia de política económica. Así, un estancamiento en las labores del ejecutivo, similar al observado el año previo, amenazaría la continuidad de las actuales medidas en curso. Esta situación podría complejizarse aún más si los niveles de confianza económica de agentes privados volvieran a reducirse (gráfico I.9).

Cabe destacar que, de implementarse la reforma tributaria y las políticas proteccionistas propuestas por la actual administración de EE.UU., las perspectivas económicas de las economías emergentes podrían empeorar. La magnitud de este impacto dependería de la exposición de estos países a los flujos comerciales y de capitales provenientes de dicho país. En el caso de Chile, si bien las exposiciones directas al comercio con la economía estadounidense son relativamente bajas en comparación con las que tiene con Asia (Informe de Balanza de Pagos del primer trimestre del 2017), los efectos indirectos a través de estos países podrían ser relevantes. Por otro lado, los flujos de capitales extranjeros hacia Chile son acotados y mayoritariamente asociados a inversión extranjera directa (IED). En efecto, los flujos de portafolio registran en el último año niveles bajos para patrones históricos (gráfico I.10). Así, los flujos que podrían ser más sensibles ante un cambio de impuestos serían los asociados a IED. Estimaciones internas, basadas en elasticidades obtenidas de Agostini y Jalile (2009), señalan que escenarios de cambios significativos en tasas de impuestos en EE.UU. podrían generar cambios acotados en el stock de este pasivo externo.

GRÁFICO I.9

Inversión, producción industrial y confianza en Brasil (*)
(porcentaje, índice)

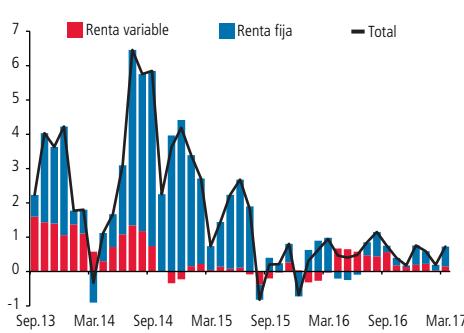


(*) Inversión y Producción industrial en variación anual. Confianza industrial, índice pivot = 50.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO I.10

Entradas brutas de capital de portafolio a Chile
(miles de millones de dólares, suma móvil tres meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

SITUACIÓN EXTERNA DE CHILE

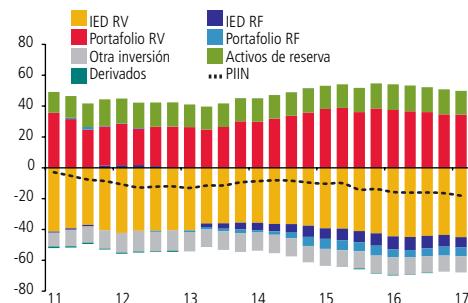
Los flujos de capitales hacia Chile se mantuvieron en niveles bajos para patrones históricos.

Desde septiembre del 2016, las entradas de capitales extranjeros en distintos instrumentos se mantuvieron, pero fueron acotadas respecto de la dinámica observada a principios de la década en curso. Los bajos niveles de los pasivos de la cuenta financiera se deben, como se ha mencionado en varios IEF previos, a la disminución en el tiempo que han experimentado las inversiones en instrumentos de portafolio.

La posición de inversión internacional neta (PIIN) se hizo levemente más deudora.

La economía chilena registró una posición deudora neta con el resto del mundo equivalente a 18% del PIB, inferior a la registrada en diciembre del 2016 (gráfico I.11). Por su parte, al primer trimestre del 2017 la deuda externa total representa el 64% del PIB, destacando un aumento del componente de largo plazo por vencer, que pasa a representar un 21% de la deuda total, desde 13% hace un año atrás. En tanto, la deuda externa de corto plazo residual aumentó, alcanzando 18,3% del PIB, siendo el incremento explicado por Empresas e IED. Así, y dada la leve pero constante disminución que se ha observado en las reservas internacionales desde diciembre pasado, la razón de liquidez continúa con su tendencia a la baja.

GRÁFICO I.11
Posición de inversión internacional neta (*)
(porcentaje del PIB)



(*) PIB a tipo de cambio nominal del final del período.

Fuente: Banco Central de Chile.

II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

Los costos de financiamiento, en todos sus plazos, se mantienen históricamente bajos. Así, la ocurrencia de un alza abrupta de tasas de interés de largo plazo continúa siendo uno de los principales riesgos a monitorear.

PRECIOS DE ACTIVOS

Las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo han experimentado una disminución importante en los últimos meses.

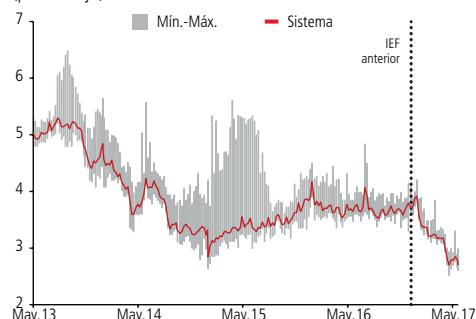
Las tasas de depósitos a plazo fijo transados en bolsa disminuyeron alrededor de 100pb desde el IEF anterior (gráfico II.1). En el mismo período, las tasas soberanas locales también disminuyeron, alcanzando valores mínimos para la historia reciente (gráfico II.2). Estos desarrollos se encuentran en línea con una menor Tasa de Política Monetaria y un contexto internacional marcado por bajas tasas de interés de corto y largo plazo (Capítulo I).

Del mismo modo, el costo de financiamiento privado de mediano plazo también ha disminuido.

Siguiendo la tendencia observada en el último IEF, las tasas de bonos de emisores privados en torno a 5 años continuaron disminuyendo (gráfico II.3). En particular, las tasas de bonos denominados en UF de empresas de alta calidad crediticia, se ubican por debajo de 2%, llegando a mínimos de los últimos 15 años. Estas bajas tasas de financiamiento para emisores privados han motivado mayores colocaciones de bonos, particularmente de empresas no financieras, las que se muestran más dinámicas desde el IEF anterior (gráfico II.4). Sin embargo, más del 70% de estas empresas declara que el motivo principal de emisión es refinanciamiento de pasivos, y no inversión en proyectos nuevos. En este sentido, el nivel de tasas de interés ha sido un atenuante del efecto que ha tenido la menor actividad económica, permitiendo a las empresas locales disminuir el gasto financiero.

GRÁFICO II.1

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

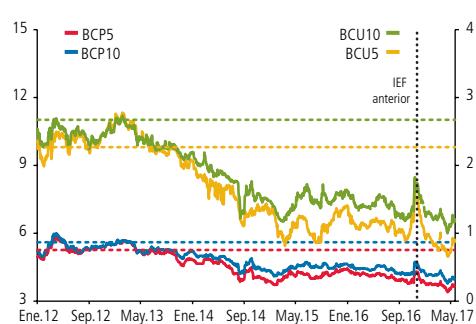


(*) Estadísticas semanales calculadas a partir de datos diarios de transacciones de depósitos en bolsa y fuera de bolsa, por emisor.

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

GRÁFICO II.2

Tasas de interés de bonos soberanos locales (*)
(porcentaje)

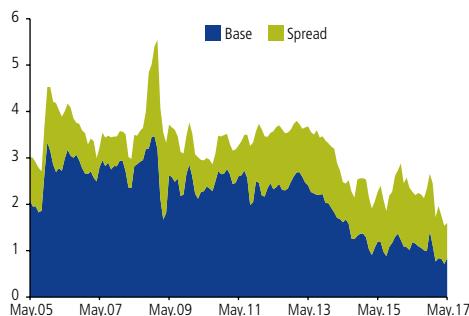


(*) Líneas horizontales indican promedios entre el 2004 y 2011 de las series respectivas.

Fuente: Banco Central de Chile.



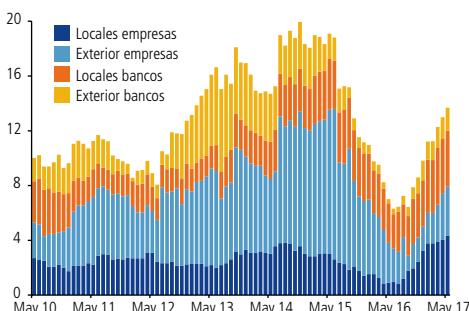
GRÁFICO II.3
Costo de financiamiento local (*)
(porcentaje)



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

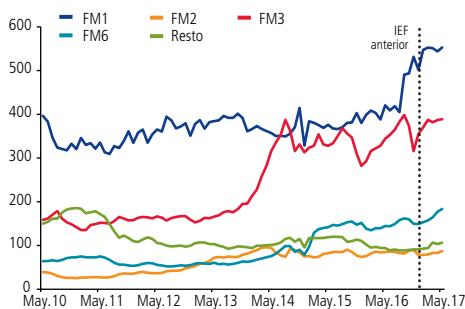
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la BCS.

GRÁFICO II.4
Colocaciones de bonos de bancos y empresas
(miles de millones de dólares, suma móvil doce meses)



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

GRÁFICO II.5
Patrimonio de fondos mutuos (*)
(millones de UF)



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

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

Relativo a referentes externos, la bolsa local ha presentado un rendimiento algo superior. En tanto, el peso ha estado más apreciado.

Si bien en el último año la bolsa nacional presentó un rendimiento algo mejor que países comparables, el diferencial entre la razón utilidad sobre precio y la tasa del BCU a 10 años se ha mantenido relativamente estable en los últimos años. Por su parte, el peso chileno se depreció con respecto al IEF anterior, pero sigue estando algo más apreciado que paridades de referencia (anexo estadístico). Estimaciones internas sugieren que uno de los factores que contribuyeron a esta mayor apreciación del peso en la segunda mitad del 2016 fue el flujo de portafolio de los fondos de pensiones (FP). En particular, los cambios de portafolio asociados al traspaso de afiliados hacia el fondo E implicaron una disminución de sus inversiones en el extranjero y, con ello, un aumento transitorio de la oferta de divisas en el mercado local.

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

El patrimonio administrado por los fondos mutuos (FM) aumentó, en particular el de corto plazo y, en menor medida, los de largo plazo (gráfico II.5).

El patrimonio de los FM siguió mostrando un crecimiento importante, en particular debido al aumento del FM1 (fondo mutuo monetario) que, al cierre estadístico de este informe, creció 10% en lo que va del año y 50% desde enero del 2016. Así, se registra una acumulación de más de 550 millones de UF en inversión en instrumentos de corto plazo. Esta situación es coherente con un ritmo de actividad más moderado que motiva un menor flujo de caja para iniciar nuevos proyectos de inversión, en favor de fondos de inversión líquidos y de bajo riesgo. En este contexto, la exposición de los bancos medianos a este tipo de inversionistas aumenta desde el IEF anterior, particularmente vía depósitos a plazo (gráfico II.6).

Al cierre del informe anterior, el monto administrado por el FM3 (fondo mutuo de renta fija de mediano plazo) mostró una importante reducción, consistente con el alza observada en las tasas largas (gráfico II.2). Esta alza de tasas se revirtió completamente desde entonces, y con ello el FM3 recuperó sus niveles, alcanzando valores cercanos a los registrados en septiembre del 2016. El evento de cambio abrupto de la tasa de interés de largo plazo observado en diciembre pasado da cuenta de la sensibilidad de estos fondos a dicha variable. De esta forma, un escenario de alza abrupta de tasas de interés de largo plazo podría amplificarse si es que estos agentes reaccionaran vendiendo grandes volúmenes de activos relativamente menos líquidos. En particular, en noviembre del 2016 la reducción de activos en cartera fue relativamente mayor en bonos soberanos y depósitos a plazo que en bonos privados, dada la mayor facilidad relativa de vender activos del primer grupo (gráfico II.7).

Los flujos de inversión de compañías de seguros de vida (CSV) se han mantenido estables desde el IEF anterior.

Si bien las CSV presentaron cambios moderados en la composición de sus activos, el movimiento más destacable en el 2016 fue el aumento en inversiones inmobiliarias, las que se han incrementado de manera relevante en los últimos cinco años (tabla II.1). Asimismo, las inversiones en el exterior de las CSV alcanzaron un 14,4% del patrimonio de riesgo más reserva técnica a marzo del 2017 (tabla II.2). Hacia adelante, se espera un incremento en estas inversiones, en línea con el aumento del límite de inversión dispuesto por el Consejo del BCCh (Capítulo V).

TABLA II.1
Portafolio de las CSV (1)
(porcentaje)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Renta fija soberana	5,4	4,4	3,5	2,9	2,6	2,3
Renta fija privada	54,1	52,4	51,0	51,4	50,0	49,1
Mutuos hipotecarios	9,0	9,2	9,0	8,5	8,8	8,9
Inmobiliario	12,6	13,4	14,2	14,2	15,2	15,3
Renta variable	6,9	6,3	6,4	6,8	7,2	7,7
Extranjero	9,5	11,3	12,7	13,1	13,1	13,4
Otros (2)	2,5	3,0	3,2	3,1	3,1	3,3

(1) Porcentaje de inversiones totales. Datos para el 2017 disponibles hasta marzo.

(2) Incluye efectivo, préstamos, créditos sindicados y otras inversiones financieras.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

TABLA II.2
Inversiones en el exterior de las CSV (*)
(porcentaje)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sistema	10,5	12,3	13,7	14,4	14,3	14,4
Máximo	18,3	21,0	20,6	24,2	23,1	21,1
Mínimo	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7

(*) Inversiones de las CSV en el exterior como porcentaje de la suma de patrimonio de riesgo y reserva técnica.

Datos para el 2017 disponibles hasta marzo.

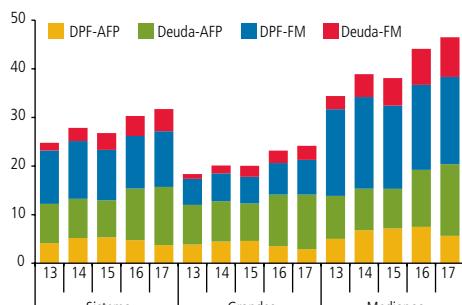
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

En lo transcurrido del 2017 no se han observado mayores traspasos entre fondos, lo cual ha contribuido a la estabilidad en flujos de inversión de los FP.

Al cierre del 2016, el traspaso de afiliados hacia el fondo E superó las 530 mil cuentas, equivalentes a cerca de US\$13 mil millones. En cambio, en lo que va de este año no se observan mayores traspasos (tabla II.3). Este desarrollo ha contribuido a la estabilidad reciente del balance de flujos de inversión de los FP en instrumentos nacionales y extranjeros. Más aún, restringiendo el análisis al mercado local, la inversión en depósitos a plazo ha sido reemplazada por bonos privados y por inversión en renta variable (gráfico II.8).

GRÁFICO II.6

Exposición de bancos a inversionistas institucionales (*)
(porcentaje de activos bancarios)

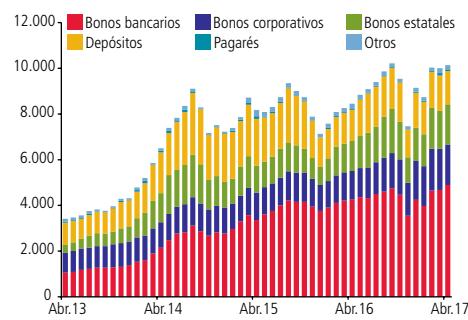


(*) Información a diciembre de cada año, a excepción de 2017 que muestra información a febrero.

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

GRÁFICO II.7

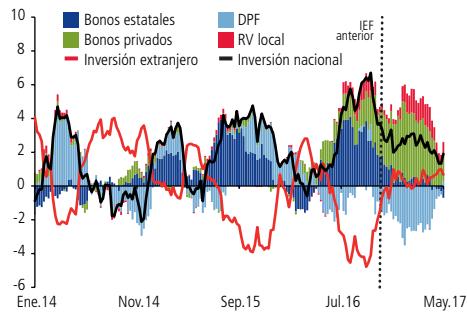
Cartera de fondos mutuos tipo 3
(miles de millones de pesos)



Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

**GRÁFICO II.8**

Portafolio de inversión de los fondos de pensiones
(miles de millones de dólares, suma móvil tres meses)



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

TABLA II.3

Traspasos anuales entre fondos
(millones de dólares)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (*)
Fondo A	-1.691	755	-2.696	537	-6.117	157
Fondo C	-1.250	-584	-321	514	-2.693	607
Fondo E	4.617	742	4.487	-882	12.723	-663

(*) Datos disponibles hasta el 18 de mayo del 2017.

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Los inversionistas institucionales continúan siendo los principales tenedores de deuda soberana, con más del 80% del stock disponible.

Respecto de otros inversionistas institucionales, los FP siguen siendo los principales tenedores de deuda soberana. En contraste, la participación de inversionistas no residentes se mantiene en torno al 4%, lo que resulta relativamente bajo cuando se compara con otros países de la región. Cabe señalar que en los últimos años se han implementado cambios normativos que apuntan a facilitar la entrada de inversionistas no residentes, pero aún quedan desafíos pendientes para mejorar la profundidad de este mercado (Recuadro II.1).

RECUADRO II.1

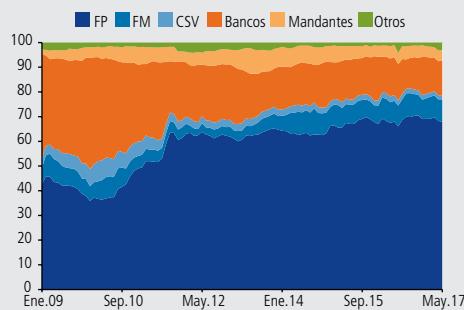
MICROESTRUCTURA DEL MERCADO DE RENTA FIJA SOBERANA

Desde el 2010, el mercado de renta fija soberana local, que considera bonos emitidos por el Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República, ha mostrado importantes desarrollos. En particular, se verificaron cambios en la participación de los inversionistas —a nivel agregado y por plazos—, en la forma de negociar, y en la liquidez de este mercado. En este recuadro, se entregan mayores antecedentes de ello y se discuten las implicancias para la estabilidad financiera.

Composición de mercado

En el 2010, los agentes que registraban mayor participación en el mercado de renta fija soberana eran los fondos de pensiones (FP) y los bancos. Desde entonces, los FP incrementaron sus inversiones en bonos soberanos de manera significativa, pasando de mantener niveles cercanos al 35% del stock a casi el 70% al cierre estadístico del IEF, cambio muy similar a la disminución en participación que se observa para los bancos en igual período. Por su parte, exceptuando la menor participación de Compañías de Seguros de Vida (CSV), la posición relativa de otros agentes se ha mantenido estable en igual período (gráfico II.9).

GRÁFICO II.9
Participación de inversionistas en bonos soberanos locales
(porcentaje del total)

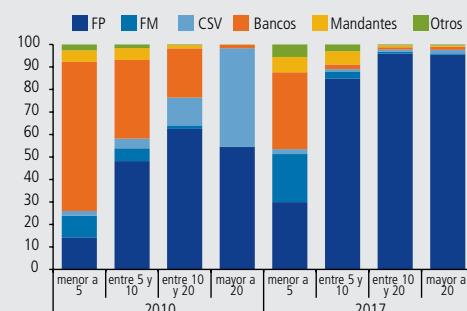


Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV.

También se han observado cambios a lo largo de la curva de rendimiento. Si bien los FP mantienen una participación relevante en todos los plazos, entre el 2010 y 2017 incrementaron fuertemente su exposición en los tramos de mediano y largo plazo, alcanzando en lo más reciente una tenencia de más del 90% de los bonos soberanos a más de 10 años. En contraste, los bancos han migrado de los tramos largos, enfocándose mayormente en instrumentos con madurez menor a 5 años (gráfico II.11).

GRÁFICO II.10

Participación de inversionistas en bonos soberanos locales por plazos (*)
(porcentaje del total)



(*) Plazos en eje horizontal expresados en años.

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

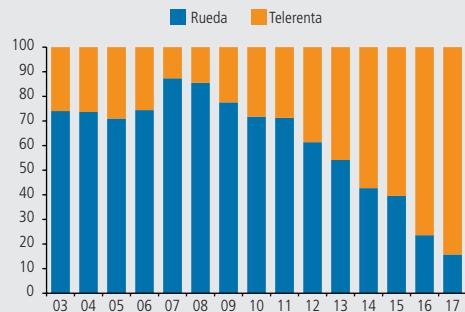
Forma de negociación

Otro cambio relevante se da respecto a la forma en cómo se negocian estos instrumentos. En efecto, las operaciones a través de la modalidad “rueda de negociaciones”^{1/} solían representar al menos un 70% de los negocios que se realizaban en la Bolsa de Comercio de Santiago también hasta el 2010. Desde entonces, el uso de esta modalidad ha mostrado un descenso sistemático a favor del uso de “Telerenta” —forma privada de negociar las condiciones de la transacción, donde por lo general se pre-acuerdan los negocios— el que actualmente alcanza el 80% del volumen transado (gráfico II.11).

^{1/}Son ventanas de negociación que ocurren cada treinta minutos, en donde se acumula la oferta disponible de títulos, con un precio preestablecido, y posteriormente, en un proceso competitivo, los inversionistas demandan los títulos sujetos al precio mínimo preestablecido.

**GRÁFICO II.11**

Volumen transado en la Bolsa de Comercio de Santiago
(porcentaje del total)



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

Liquidez de mercado

Otro aspecto relevante de analizar es la liquidez del mercado de bonos soberanos en este período. Algunas medidas típicas son el índice de rotación, el índice de presencia y el índice promedio de transacciones diarias. El índice de rotación corresponde a la razón entre el volumen negociado promedio en un día y el promedio del stock disponible. El índice de presencia corresponde al porcentaje de días que se transa un bono promedio considerando el total de días de negociación disponible. Finalmente, el índice de transacciones es el número promedio de negociaciones en un día. Así, una disminución en cualquiera de estos índices es señal de una menor liquidez de mercado. Al cierre de este IEF, todos los índices se encuentran en niveles inferiores a los del 2010 (gráfico II.12).

GRÁFICO II.12

Medidas de liquidez
(índice base 100 = Ene.10)



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

En ese sentido, las flexibilizaciones realizadas en los requisitos a inversionistas no residentes de acceso a este mercado, contribuyen a una mayor liquidez. Dentro de estas medidas destacan la concentración de emisiones de bonos soberanos en menores series, cambios tributarios al Artículo N°104 de la Ley de Impuesto a la Renta y modificaciones al Compendio de Normas de Cambios Internacionales para facilitar el reporte de operaciones de inversionistas extranjeros. Así, el ingreso de custodios globales como Euroclear Bank al mercado local, y el incremento en la participación de bonos chilenos en el índice de GBI de JP Morgan, dan cuenta de tales flexibilizaciones en el acceso a este mercado para no residentes.

Reflexiones finales

Hacia adelante, los bonos soberanos podrían presentar una mayor demanda, en línea con las nuevas exigencias normativas vinculadas a la mantención de activos líquidos de alta calidad crediticia por parte de los bancos, además de la demanda que genera el propio sistema de pensiones en la medida que este madure por factores demográficos. Estos elementos deben ser, también, considerados por la autoridad en la planificación de largo plazo de oferta de instrumentos soberanos.

III. USUARIOS DE CRÉDITO

La situación financiera de las empresas locales no presenta mayores cambios respecto de los últimos años, sin embargo algunos indicadores de incumplimiento aumentaron en lo más reciente. En tanto, los hogares continúan incrementando su nivel de endeudamiento, con un aumento incipiente en su impago. Por su parte, el mercado inmobiliario residencial continúa presentando ajustes, con desaceleración en precios y ventas, y menor introducción de nuevos proyectos.

EMPRESAS

El endeudamiento de las empresas disminuyó desde el IEF anterior, alcanzando un 116% del PIB a marzo de este año (gráfico III.1).

La disminución de la deuda, observada desde el primer trimestre del 2016, se explica por la caída de su componente externo y el bajo crecimiento de las fuentes de financiamiento locales (tabla III.1). En el caso de la deuda externa, contribuyen a esta variación la apreciación del tipo de cambio y el menor dinamismo —con relación a igual trimestre del año anterior— de bonos externos y deuda asociada a IED; componentes que presentaron crecimientos relevantes en los últimos cinco años (Recuadro III.1). Entre las fuentes de financiamiento locales destaca el crecimiento, en términos reales, de los bonos, tras mostrar una caída durante los tres años previos. Según información de mercado, un alto porcentaje de las nuevas emisiones tiene como finalidad refinanciamiento de pasivos, situación que es coherente con el bajo costo de financiamiento privado (Capítulo II).

TABLA III.1

Fuentes de financiamiento (1)
(variación real anual, porcentaje)

Indicador	2012				2013				2014				2015				2016				2017				Partici- pación	Contribution al crecimiento
	IV	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV		
Deuda local																										
Préstamos bancarios y otros	7,2	6,9	1,8	3,7	1,9	2,0	0,5	1,4	2,4	59,8	1,4															
Colocaciones comerciales (2)	9,4	7,3	2,9	5,4	2,6	3,1	0,7	0,5	1,1	48,8	0,5															
Factoring, leasing y otros	9,5	7,4	2,4	5,8	2,8	3,5	0,8	0,8	1,4	42,3	0,6															
Instrumentos de oferta pública locales	8,5	6,9	6,1	3,0	1,5	0,7	-0,3	-1,6	-0,6	6,5	0,0															
Deuda externa																										
Préstamos	9,2	26,4	27,7	22,5	14,3	13,3	-7,4	-6,0	-5,4	40,2	-2,3															
Créditos comerciales	0,3	2,9	15,2	4,3	-2,5	4,7	-11,7	-8,1	-6,2	7,9	-0,5															
Bonos	-19,1	-0,7	-3,7	-1,2	-2,7	-1,6	-9,8	-4,1	5,3	2,5	0,1															
Prestamos asociados a IED	12,2	42,1	43,3	22,5	12,2	7,1	-8,5	-7,1	-4,2	12,3	-0,5															
Tipo de cambio	37,4	49,2	33,4	38,2	28,8	25,2	-4,2	-4,4	-7,2	17,5	-1,3															
Total	7,8	12,7	10,5	11,0	6,8	6,4	-2,9	-1,8	-0,9	100	-0,9															

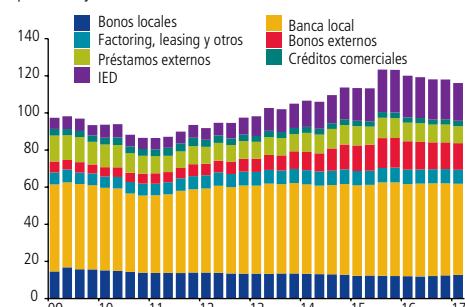
(1) Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos. Datos preliminares para celdas sombreadas.

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

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

GRÁFICO III.1

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



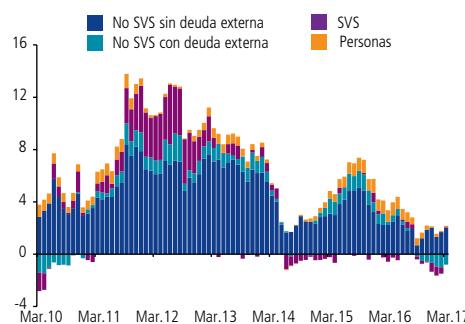
(*) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de Factoring, leasing y otros, bonos securitizados y efectos de comercio. Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

GRÁFICO III.2

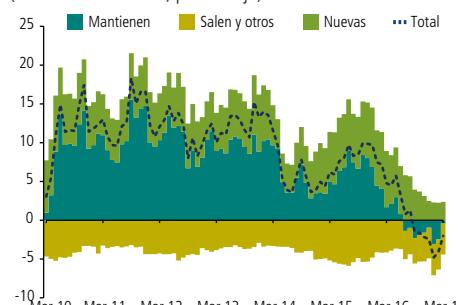
Contribución al crecimiento de la deuda bancaria local (*)
(variación real anual, porcentaje)

No SVS sin deuda externa SVS
No SVS con deuda externa Personas



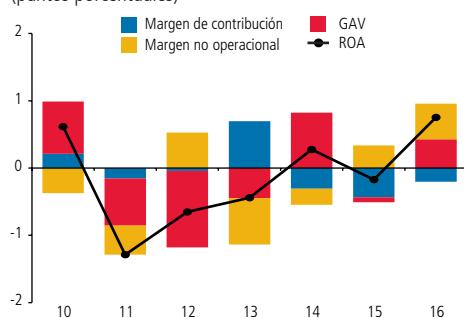
(*) Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

**GRÁFICO III.3**Deuda comercial de firmas no SVS (*)
(variación real anual, porcentaje)

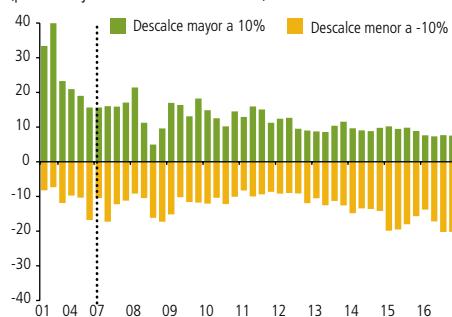
(*) Considera firmas que no reportan a la SVS ni tienen deuda externa, y que son clasificadas en sectores productivos. Se clasifican en Mantienen aquellas que tenían deuda un año atrás y en Nuevas aquellas que ingresaron dentro de dicho período. No considera créditos contingentes.

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

GRÁFICO III.4Cambio en el ROA del sector corporativo - SVS (*)
(puntos porcentuales)

(*) Datos consolidados. Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros más impuestos sobre activos totales. Excluye empresas financieras, mineras y estatales. GAV corresponde a gastos, administración y ventas.

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

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

(*) Datos anuales hasta el 2006; en adelante, datos trimestrales. Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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

En tanto, la deuda bancaria local mostró un leve repunte desde el IEF anterior explicado principalmente por empresas que no reportan a la SVS y que no tienen deuda externa, las que en términos históricos presentan una mayor contribución a esta fuente de financiamiento (gráfico III.2). Sin embargo, dentro de este grupo de firmas, se observa una disminución del nivel de deuda para aquellas clasificadas en sectores productivos y que presentaban deuda desde hace un año (gráfico III.3). Esto, combinado con la información de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) daría cuenta de menores necesidades de financiamiento por parte de estas firmas, lo que es coherente con la evolución de la actividad económica.

A diciembre del 2016, el grupo de empresas que reporta a la SVS no presentó cambios relevantes en sus indicadores financieros.

La rentabilidad sobre activos aumentó para el sector corporativo como un todo (tabla III.2). Sin embargo, dicho incremento se debió mayormente a componentes no operacionales (gráfico III.4). Así, el flujo de caja operacional estimado para el sector corporativo presentó una leve baja el 2016, mientras se sigue observando una disminución en el flujo de inversión y un bajo nivel en el de financiamiento (anexo estadístico). En línea con el aumento de rentabilidad, la cobertura de intereses aumentó ligeramente, mientras que el endeudamiento se mantuvo estable. Por otro lado, la fracción de empresas que tienen alto endeudamiento (superior a una vez) y baja cobertura de intereses (inferior a dos veces) se mantuvo relativamente estable, al ponderar las firmas tanto por activos como por deuda financiera.

TABLA III.2Indicadores financieros del sector corporativo - SVS (*)
(porcentaje, veces)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rentabilidad								
Promedio	7,6	8,2	6,9	6,3	5,8	6,1	5,9	6,7
Mediana	6,6	7,5	7,5	6,1	6,2	5,7	5,4	5,7
Endeudamiento								
Promedio	0,64	0,63	0,68	0,73	0,71	0,73	0,73	0,73
Mediana	0,57	0,52	0,50	0,62	0,66	0,63	0,57	0,59
Cobertura								
Promedio	3,9	4,4	3,5	3,1	2,9	3,1	3,1	3,3
Mediana	4,0	4,3	3,9	2,8	3,1	2,8	3,1	3,0

(*) Datos a diciembre de cada año. Excluye empresas financieras, mineras y estatales. Rentabilidad (porcentaje) definida como EBIT sobre activos totales. Endeudamiento (veces) como deuda financiera sobre patrimonio. Finalmente, Cobertura (veces) se define como EBIT sobre gastos financieros anuales.

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

El descalce cambiario de las empresas SVS con contabilidad en pesos se mantuvo estable y en niveles bajos (anexo estadístico). Más aún, la fracción de firmas con un descalce mayor a 10% de sus activos ha disminuido desde fines del 2015, manteniendo de esta forma reducido el posible impacto de una depreciación del peso (gráfico III.5). Por su parte, información para emisores de bonos externos, independiente de la moneda funcional, da cuenta que la exposición a una depreciación del peso con respecto al dólar continúa baja.

Algunos indicadores de no-pago de las firmas presentaron aumentos que deben ser monitoreados.

En los primeros meses del 2017, el índice de cuota impaga (ICI) mostró cierta estabilidad en relación con la tendencia decreciente observada desde comienzos del 2015 (gráfico III.6). Esto se explica principalmente por cuotas que superan los tres años de atraso, las cuales son excluidas del cálculo por estar posiblemente castigadas por los bancos, reduciendo el ICI. Lo anterior fue compensado, en los últimos dos meses, por las cuotas con menos de un año de atraso de empresas que caen en impago. Dentro de los sectores productivos, el ICI se ha mantenido relativamente estable desde finales del 2015. Sin embargo, desde el IEF anterior, destaca el aumento del incumplimiento en ciertos sectores productivos como Minería, Manufactura y Comercio (gráfico III.7). Entre estos últimos dos sectores, se observa una mayor fracción de su deuda con impagos mayores a un año (gráfico III.8). Cabe señalar que empresas con atrasos sobre un año tienen menor probabilidad de regularizar su situación, en comparación con aquellas cuyo máximo atraso es inferior a seis meses (Recuadro III.1, IEF del segundo semestre del 2015). En efecto, la morosidad de la cartera comercial aumentó en lo más reciente (Capítulo IV). Estos antecedentes dan cuenta de un deterioro en la capacidad de pago de las firmas, situación que es coherente con la menor actividad económica local.

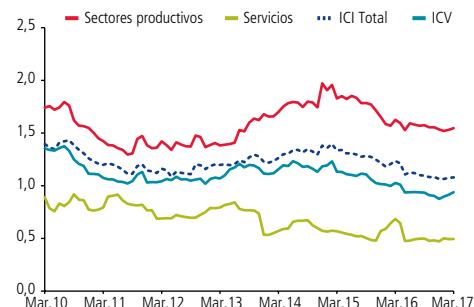
En resumen, al primer trimestre del 2017 se observó una leve disminución en el nivel de endeudamiento agregado de las empresas en términos del PIB, la cual se explica principalmente por fuentes de financiamiento externas. Al cierre del 2016, los indicadores financieros de las firmas que reportan a la SVS indican mayor rentabilidad por elementos no operacionales y un endeudamiento estable. Por otra parte, el descalce cambiario se mantiene relativamente bajo. Si bien el ICI de las firmas muestra una caída en el agregado, se observan aumentos en ciertos sectores productivos que, sumados al aumento de la morosidad agregada de la cartera comercial, son elementos que se deben monitorear. Así, un eventual escenario económico donde la actividad económica continúe débil podría reducir la capacidad de pago de las empresas, incrementando aún más los indicadores de incumplimiento.

SECTOR INMOBILIARIO

El mercado inmobiliario residencial continúa ajustándose. Así, las ventas se recuperan lentamente, mientras los precios de vivienda a nivel nacional mantienen su moderación, mostrando caídas anuales al cierre del 2016.

Tras el adelantamiento de compras visto durante el 2015, producto de la entrada en vigencia del IVA inmobiliario el año pasado, en los últimos trimestres el volumen de venta de viviendas retomó los niveles observados previamente (gráfico III.9). En términos de composición por estado de obra, alrededor de un 20% de estas ventas corresponden a viviendas terminadas, participación que se ha mantenido estable en los últimos cuatro años (anexo estadístico). Durante el año en curso, se espera que las ventas se mantengan en niveles similares a los observados en el 2016, en respuesta a una moderación en la

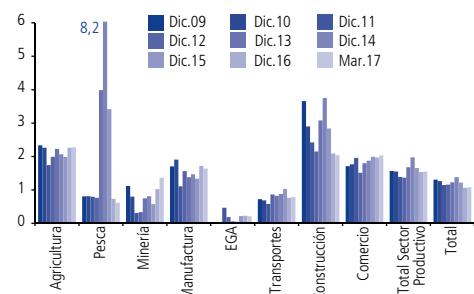
GRÁFICO III.6
Indicadores de impago comercial (*)
(porcentaje de las colocaciones)



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

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

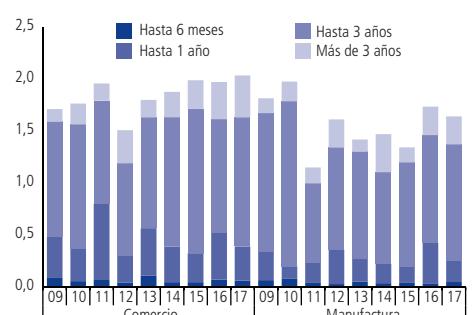
GRÁFICO III.7
ICI por sector económico (*)
(porcentaje de las colocaciones)



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

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

GRÁFICO III.8
ICI comercial por máximo nivel de atraso (*)
(porcentaje de las colocaciones)

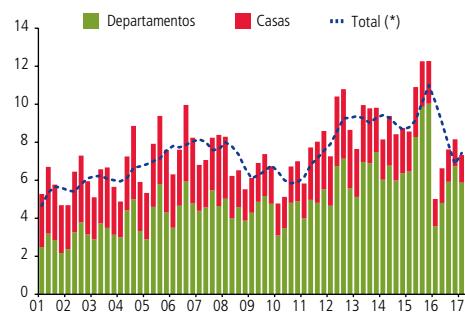


(*) Se considera la cuota de mayor atraso de la empresa para definir la categoría. Datos al 2017 hasta marzo. Mayor detalle sobre series y metodología, ver set de gráficos.

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



GRÁFICO III.9
Venta de viviendas nuevas en Gran Santiago
(miles de unidades)



(*) Promedio móvil doce meses.

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

demanda. Lo anterior, sumado a la menor incorporación de proyectos nuevos y saldos por ejecutar, redundaría en menor dinamismo para el sector.

Desde el IEF anterior, los precios de vivienda mantuvieron su desaceleración, con disminuciones en la Región Metropolitana (RM) por primera vez en ocho años. Estos movimientos están en línea con el menor dinamismo del ingreso disponible y otros fundamentales. Al cierre del 2016, el crecimiento anual del índice de precios de vivienda (IPV) calculado por el BCCh —que incluye transacciones efectivas de propiedades nuevas y usadas— se desaceleró de 8,1 al cierre del 2015 a 2,3% para la RM, y de 6,9 a 2,2% a nivel nacional en el mismo lapso. En tanto, el crecimiento de los precios de viviendas nuevas calculado por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) para la RM se ubicó en -0,3% al primer trimestre del 2017, cifra muy por debajo del 6,8% observado en igual período del 2016 (tabla III.3).

Los indicadores financieros de las empresas del sector inmobiliario se mantuvieron estables.

El conjunto de empresas constructoras e inmobiliarias que reportan a la SVS mostró una rentabilidad en torno a 6% al cuarto trimestre del 2016, algo mayor al promedio del 2015. Desde el IEF anterior, el nivel de endeudamiento de estas empresas disminuyó ligeramente, mostrando un cambio de composición hacia una mayor participación de deuda de corto plazo dentro del total. En el contexto actual de menor actividad inmobiliaria, la estabilidad de estos indicadores es un desarrollo positivo. Sin embargo, un escenario de riesgo derivado de una posible profundización de la caída en las ventas en trimestres posteriores plantea la necesidad de seguir monitoreando su evolución.

Por su parte, la tasa de desistimientos de promesas de compra se ha mantenido estable entre las empresas que reportan a la SVS (gráfico III.10). Según información de mercado, esto se repite para una muestra más amplia de firmas y podría explicarse tanto por un mercado del trabajo que no ha mostrado aumentos relevantes en la tasa de desempleo, como por las políticas de acumulación del pie en cuotas implementado por las inmobiliarias en la venta de unidades con entrega diferida. Con todo, en un contexto de mayor fragilidad en el mercado del trabajo, el riesgo de mayor tasa de desistimientos de promesas se mantiene, en particular para empresas que no tengan flujo de caja suficiente para afrontar los costos asociados a la reventa de una unidad desistida.

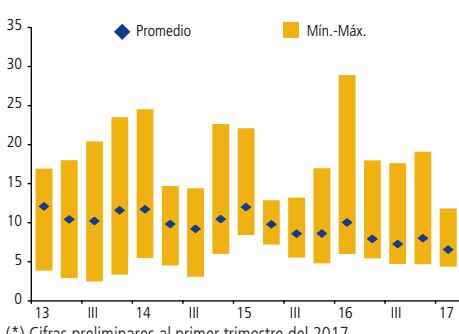
TABLA III.3
Índices de precios de viviendas (*)
(variación real anual, porcentaje)

	2010-2015				2016				2017
	2014	IV	I	II	III	IV	I		
IPV		6,7	6,9	6,5	3,9	-0,2	2,2		
IPV RM		7,6	8,1	6,4	4,7	-0,9	2,3		
CChC		6,8	4,4	6,8	2,8	1,5	-1,8	-0,3	

(*) CChC: índice de precios de viviendas nuevas del Gran Santiago. IPV: índice en base al total de escrituraciones. Datos de IPV del 2015 y 2016 son preliminares.

Fuentes: Banco Central de Chile y CChC.

GRÁFICO III.10
Tasa de desistimiento de empresas inmobiliarias SVS (*)
(porcentaje)



(*) Cifras preliminares al primer trimestre del 2017.

Fuente: Banco Central de Chile en base a estados razonados de empresas inmobiliarias listadas en la SVS.

La razón deuda a garantía (LTV, por su sigla en inglés) se redujo en línea con lo esperado (gráfico III.11).

La información de registros administrativos indica que los bancos privados han adecuado sus políticas para otorgar créditos a una razón LTV de 80% o menos, esto en un contexto de una nueva normativa de provisiones hipotecarias y un escenario económico menos favorable. Así, se ha observado una disminución en el número de operaciones hipotecarias bancarias desde el cuarto trimestre del 2015, lo que se ha traducido en un ajuste en la dinámica del crédito hipotecario que redujo su expansión de 10% real anual a cifras en torno a 6,5% en lo más reciente. Por su parte, información provista por agentes del mercado, señala que esta mayor restricción en la oferta de financiamiento hipotecario podría estar incrementando la demanda por arriendos.

En el mercado de oficinas, la tasa de vacancia disminuyó en el segmento prime, aumentando para aquellas de menor valor. En tanto, los precios de arriendo se mantuvieron estables desde el IEF previo.

Durante el cuarto trimestre del 2016, en línea con la menor tasa de vacancia observada, se registró el ingreso de nuevos proyectos al mercado de oficinas prime (gráfico III.12). Para las oficinas clase B, la tasa de vacancia aumentó desde el IEF anterior, ubicándose sobre 12% al cierre del 2016. Por otro lado, los precios de arriendo de oficinas de ambos tipos se mantuvieron con variaciones acotadas.

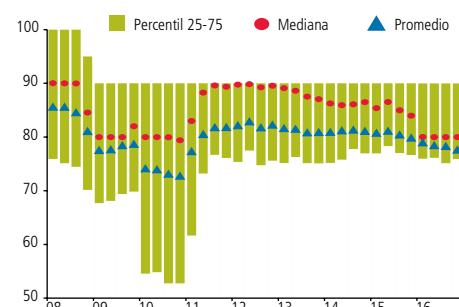
En resumen, las dinámicas de los indicadores del sector inmobiliario residencial han estado en línea con la evolución tanto de la situación macroeconómica como de los cambios normativos y tributarios discutidos en IEF previos. Así, los precios mostraron una menor tasa de crecimiento y el crédito hipotecario desaceleró su expansión. Un factor de riesgo son los desistimientos de promesas, los que podrían incrementarse ante un mayor deterioro en el mercado del trabajo.

HOGARES

Al cierre del 2016, los hogares siguieron aumentando su nivel endeudamiento (gráfico III.13).

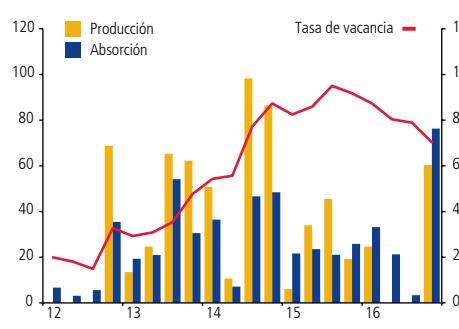
Al cuarto trimestre del 2016, la razón de deuda sobre ingreso disponible aumentó alcanzando 66%. Este aumento se debe principalmente a la mayor contribución de la deuda hipotecaria bancaria. Por su parte, la razón de carga financiera sobre ingreso disponible (RCI) se ha mantenido estable en torno a 15% durante los últimos cinco años. Dicha estabilidad se ha producido en parte por el bajo nivel de tasas de interés (anexo estadístico). Medidas alternativas de la RCI, provenientes de la Encuesta de Ocupación y Desocupación para el Gran Santiago, dan cuenta de un aumento de esta razón al primer trimestre del 2017 (gráfico III.14).

GRÁFICO III.11
Razón entre crédito y valor de la vivienda (porcentaje)



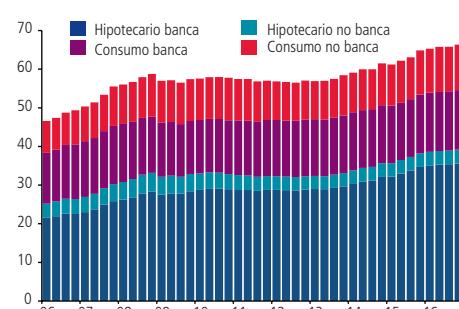
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII.

GRÁFICO III.12
Mercado de oficinas prime: A y A+ (miles de metros cuadrados, porcentaje)



Fuente: Global Property Solutions.

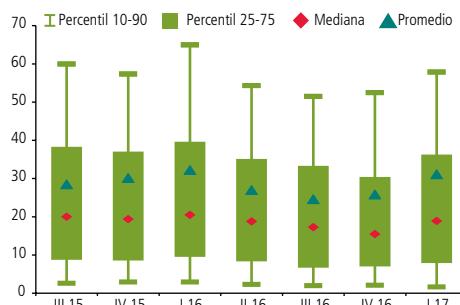
GRÁFICO III.13
Endeudamiento de los hogares (porcentaje del ingreso disponible)



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

**GRÁFICO III.14**

RCI de los hogares del Gran Santiago
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Centro de Micro Datos de la Universidad de Chile.

La deuda total de los hogares continúa mostrando una sostenida alza, alcanzando 6,6% real anual a diciembre del 2016.

Al cuarto trimestre del 2016, la tasa de crecimiento de la deuda hipotecaria se estabilizó, tras haber iniciado su desaceleración hacia fines del 2015. Esta evolución se ha dado en un contexto de menor actividad económica así como de menor número de operaciones y menores niveles de LTV. En términos de montos, el menor dinamismo de esta deuda se ha dado principalmente en deudas de menor valor (gráfico III.15).

Desde el IEF anterior, la tasa de crecimiento de la deuda de consumo se ha mantenido algo por debajo de 7%. Esta expansión continúa siendo dominada por fuentes de financiamiento bancarias, mientras las fuentes no bancarias se mantuvieron relativamente estables (tabla III.4)^{1/}. Finalmente, al primer trimestre del 2017, la evolución de la deuda bancaria en ambas carteras no difiere mayormente de lo visto al cierre del 2016.

TABLA III.4

Deuda de los hogares
(variación real anual, porcentaje)

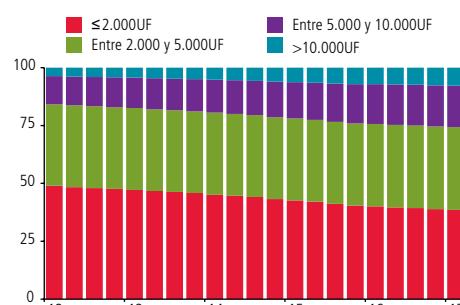
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016				2017	Contribu- ción al cre- cimiento	Partici- pación
	IV	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I		
Hipotecaria													
Bancaria	6,8	7,3	7,6	8,9	9,9	9,6	9,2	8,1	7,2	6,7	3,9	58,5	
No bancaria	9,1	8,2	8,3	9,1	10,5	10,6	9,9	8,6	7,5	6,6	3,5	53,1	
Consumo													
Bancaria sin D.U.	8,4	10,4	6,6	8,4	3,6	5,8	5,2	6,1	6,7	6,6	2,7	41,5	
No bancaria (*)	9,4	14,2	9,7	9,1	3,3	3,3	3,1	5,3	5,9	5,8	5,9	1,3	22,3
Deuda Total	7,5	8,7	7,2	8,7	7,2	8,0	7,5	7,2	7,0	6,6	6,6	100,0	
Deuda sobre Ingreso	58,0	57,0	57,1	58,4	61,5	64,9	65,3	65,8	65,8	66,4			

(*) Incluye Casas Comerciales, CCAF, Cooperativas, universidades, banco Paris, compañías de leasing, compañías de seguro y gobierno central. A partir del segundo trimestre del 2015 se realizan estimaciones usando estados financieros de Scotiabank para separar CAT de banco Paris en deuda de consumo no bancaria.

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

GRÁFICO III.15

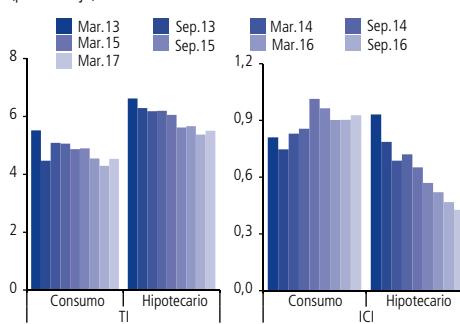
Contribución al stock de colocaciones hipotecarias
(porcentaje)



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

GRÁFICO III.16

Indicadores de no-pago bancarios (*)
(porcentaje)



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

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

El deterioro del mercado del trabajo se ha traducido en un aumento en los indicadores de no-pago de los hogares.

Respecto del IEF pasado, se registra un aumento en el impago de deudores de créditos de consumo bancario al primer trimestre del 2017. Lo anterior se observa tanto en ocurrencia como en términos de participación sobre deuda. Por otra parte, tras un largo ajuste a la baja, el impago de deudores hipotecarios bancarios se estabilizó al primer trimestre del 2017 (gráfico III.16). Cabe señalar que tanto el deterioro observado en los créditos de consumo, como la estabilización en hipotecarios, son transversales por tramos de montos de deuda (anexo estadístico). Así, aunque los indicadores de riesgo de crédito bancarios se mantienen en niveles bajos, los recientes desarrollos en ambas

^{1/} Para los efectos de esta sección se considerará la deuda de consumo excluyendo el componente universitario. En el segundo trimestre del 2015, las colocaciones bancarias se vieron afectadas por la venta de la cartera de consumo de Banco Paris a una filial de Scotiabank.

carteras representan un riesgo a monitorear. De hecho, los ejercicios de tensión de la banca con escenarios económicos menos severos que el habitualmente utilizado, dan cuenta de que hacia adelante podrían materializarse aumentos relevantes en los indicadores de no-pago de los hogares (Recuadro IV.2).

Los oferentes no bancarios registran indicadores de impago relativamente estables. Por una parte, la morosidad para las CCAF se mantuvo estable desde el IEF anterior, luego del importante incremento observado desde fines del 2014, llegando a 9,6% a diciembre del 2016. Por otra parte, el indicador correspondiente a las casas comerciales se mantuvo en igual nivel reportado en el IEF anterior (3,2% al cierre del 2016) tras mostrar un descenso desde mediados del 2015 (anexo estadístico).

En síntesis, el endeudamiento de los hogares continúa mostrando una sostenida alza, asociada mayormente al componente hipotecario. Por otro lado, los indicadores de riesgo de crédito de los hogares se mantuvieron en niveles bajos mostrando, sin embargo, señales de aumento que deben ser monitoreadas. En este contexto, un mayor deterioro en el mercado del trabajo podría profundizar el impago de los hogares, tal como lo indican los ejercicios de tensión de la banca (Capítulo IV).



RECUADRO III.1

DINÁMICA RECENTE DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS

El aumento de la deuda de las empresas sobre PIB observado desde el 2012, a nivel agregado, se ha dado en gran parte debido a mayor uso de fuentes de financiamiento externas (gráfico III.1). En este contexto, analizar datos desagregados de deuda resulta relevante toda vez que, una vez considerados los balances financieros de las firmas, es posible alcanzar una visión más acabada de las implicancias del aumento del endeudamiento para la estabilidad financiera de Chile. Así, en este recuadro se complementa el análisis agregado con una descripción de la evolución de la deuda por tipo de empresa.

Clasificación de firmas

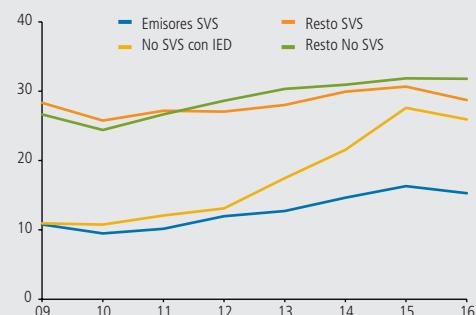
Para efectos de este recuadro, se separan las firmas de acuerdo a si reportan o no a la SVS. Esto porque, dada la información disponible, para el primer grupo es posible obtener medidas más precisas sobre el nivel de endeudamiento de las empresas que lo componen, como por ejemplo deuda financiera sobre patrimonio. Además, dentro del grupo que reporta a la SVS se pueden identificar dos sub-grupos: (i) emisores privados de bonos externos desde el 2012 más sus filiales, y (ii) resto de empresas SVS más sus filiales.

Por su parte, el resto de firmas que no reportan a la SVS (no-SVS) puede ser clasificado entre: (i) empresas que tienen deuda asociada a inversión extranjera directa (IED), y (ii) resto de empresas no-SVS. El análisis presentado en este recuadro se centra en la evolución del endeudamiento de los grupos de firmas que presentan deuda externa.

Evolución de la deuda

Si bien el nivel de deuda sobre PIB de cada uno de los grupos ha aumentado en los últimos años, las tasas de expansión han sido heterogéneas. En efecto, empresas que hacen mayor uso de fuentes de financiamiento externas (emisores SVS y no-SVS con IED) han aumentado de manera importante sus niveles de deuda a PIB (gráfico III.17), pasando de representar, en conjunto, 28% de la deuda en el 2009 a 41% de la misma en el 2016.

GRÁFICO III.17
Evolución de deuda de empresas no bancarias (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Considera solo deudas disponibles a nivel de micro datos. Para más detalles, ver set de gráficos.

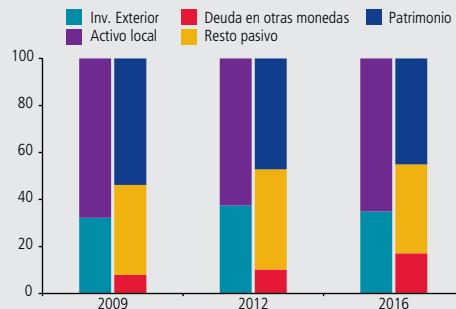
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF y SVS.

Respecto del grupo de firmas no-SVS con deuda asociada a IED, se debe destacar que son aquellas cuyas matrices se ubican en el extranjero y que adicionalmente reciben aportes de capital, el cual no se contabiliza en la partida bajo análisis (deuda asociada a IED). Para este grupo, la principal fuente de financiamiento es precisamente la deuda asociada a IED, la cual alcanza cerca del 68% del total de deuda al cierre del 2016. Como se ha señalado en IEF previos, esta deuda corresponde a compromisos matriz-filial por lo que los riesgos asociados a ella son relativamente menores a los que se derivan de la deuda bancaria o de un bono entre partes no relacionadas.

Con relación al grupo de empresas privadas emisoras de bonos externos, cabe señalar que, en casi la totalidad de los casos, las firmas poseen inversiones en el exterior, con lo cual la relación deuda a PIB tiene limitaciones como medida de endeudamiento. Desde el 2009 se observa un aumento de deudas en otras monedas, las que han sustituido en parte otras fuentes de financiamiento y han incrementado los activos en el exterior (gráfico III.18 y tabla III.5).

GRÁFICO III.18

Composición de activos y pasivos de empresas para el grupo de emisores privados SVS (*)
(porcentaje)



(*) Considera una muestra de 14 emisores de bonos externos desde el 2012 a la fecha.

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

Con todo, la deuda financiera sobre patrimonio se ha incrementado algo por sobre lo observado para el resto de empresas SVS, especialmente entre el 2009 y 2012^{1/}.

El aumento de los activos a través de inversiones en el exterior ha generado un descalce en dólares y en otras monedas. Dicho descalce difiere del usual (deuda en dólares para empresas con contabilidad en pesos) por lo que las empresas administran los riesgos asociados a él de forma diferente, ya que dicho riesgo está incorporado en la valoración de las empresas (Recuadro III.1 del IEF del segundo semestre del 2017).

TABLA III.5

Indicadores de emisores privados SVS (*)
(miles de millones, veces)

	2009	2012	2016
Activos totales - UF	2,6	3,3	3,7
Activos totales - US\$	108,6	158,7	146,5
Endeudamiento (veces)	0,5	0,7	0,7

(*) Considera una muestra de 14 emisores de bonos externos desde el 2012 a la fecha.

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

^{1/} Los reportes financieros de firmas SVS excluyen empresas estatales, mineras y financieras. Cuando se habla de empresas SVS en términos de deuda a nivel país no se excluyen dichos sectores.

IV. SISTEMA BANCARIO

La dinámica del crédito bancario agregado continúa en línea con la actividad económica. En cuanto a riesgo, destaca el reciente incremento de la morosidad tanto en la cartera comercial como de consumo. Por su parte, la rentabilidad se estabilizó, mientras que la capitalización de la banca no presentó cambios relevantes desde el IEF anterior. Los ejercicios de tensión indican que el sistema bancario continúa en una posición financiera adecuada para enfrentar un escenario de estrés severo, pero se presentan desafíos hacia adelante.

EVOLUCIÓN RECENTE

El crecimiento de los créditos a empresas continuó en línea con la actividad económica, mientras que las colocaciones hipotecarias y de consumo estabilizaron sus tasas de expansión (gráfico IV.1).

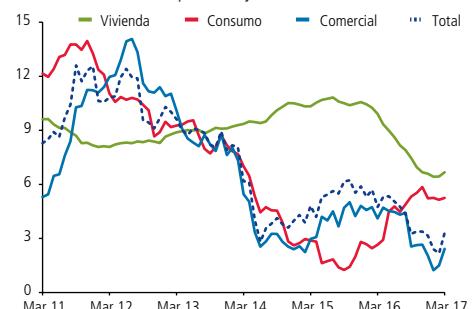
Estas dinámicas se han dado en un contexto de tasas de interés que se mantienen bajas (Capítulo II). Además, se destaca que las firmas de mayor tamaño continúan disminuyendo su contribución al crecimiento y, en lo más reciente, incluso se contraen. Por otra parte, la demanda de crédito de las empresas continúa débil, según se desprende de los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de este año y de información granular de deuda, que dan cuenta de un menor dinamismo del crédito, principalmente en sectores productivos (Capítulo III).

La cartera de créditos de consumo estabilizó su crecimiento en torno a 5%, luego de la recuperación observada desde fines del 2015. En particular, los créditos en cuotas recuperaron parte de su dinamismo. Además, las divisiones de consumo continuaron contrayéndose, tal como se ha observado desde el 2012. Así, su participación en el stock de colocaciones de consumo disminuyó desde 13% al 2013 a menos del 10% al 2016.

Las colocaciones hipotecarias de la banca, luego de presentar una importante desaceleración en el 2016, también estabilizaron su expansión. Así, el sistema se mantuvo con tasas de crecimiento cercanas a 6,5% al cierre del primer trimestre de este año, dinámica que sigue siendo explicada principalmente por bancos de mayor tamaño (gráfico IV.2). Esto ocurre en un contexto donde el número de operaciones hipotecarias continúa contrayéndose, situación que se observa desde finales del 2015.

GRÁFICO IV.1

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

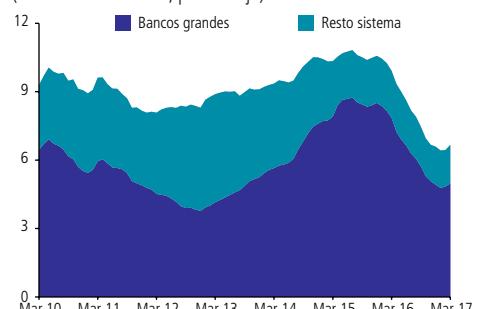


(*) Basado en estados financieros individuales

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

GRÁFICO IV.2

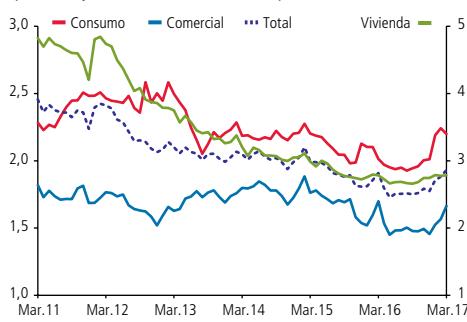
Crecimiento de colocaciones hipotecarias
(variación real anual, porcentaje)



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

**GRÁFICO IV.3**

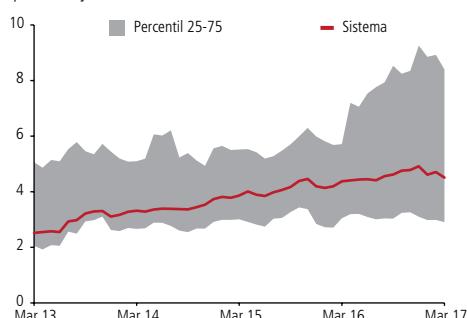
Índice de mora de 90 días o más
(porcentaje de las colocaciones respectivas)



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

GRÁFICO IV.4

Distribución de la cartera sub-estándar (*)
(porcentaje de las colocaciones comerciales)

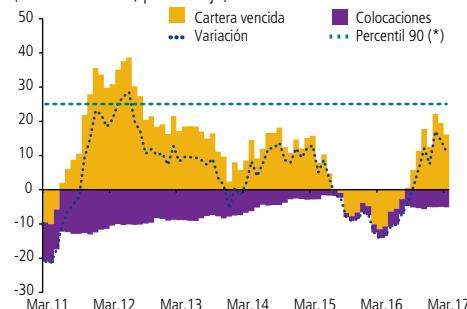


(*) Excluye a bancos de tesorería y de comercio exterior.

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

GRÁFICO IV.5

Indicador de cartera vencida de consumo
(variación anual, porcentaje)



(*) Percentil 90 de la variación del indicador, para el período 1998-2017.

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

Adicionalmente, los resultados de la ECB del primer trimestre evidencian un debilitamiento de la demanda por un empeoramiento de las condiciones de ingreso y empleo de los clientes. Además, los bancos declaran condiciones más limitadas en el otorgamiento de créditos hipotecarios, debido principalmente a un mayor riesgo de los deudores.

Los indicadores de riesgo de crédito mostraron un deterioro con respecto al IEF anterior.

Por una parte, a nivel de sistema se observa un aumento de la mora de colocaciones comerciales, aunque aún se mantiene en niveles relativamente bajos (gráfico IV.3). En tanto, la cartera sub-estándar se mantuvo con una participación alta dentro de los créditos comerciales, aunque en el margen se observa una leve disminución producto de reclasificaciones efectuadas por bancos medianos. En un contexto donde las empresas podrían reducir su capacidad para hacer frente a compromisos financieros, la evolución de estos indicadores de riesgo de crédito debe ser observada con atención (gráfico IV.4).

Con respecto a la cartera de consumo, la morosidad del sistema aumentó desde el IEF anterior de manera significativa y con cambios elevados para patrones históricos (gráficos IV.3 y IV.5). La materialización de un mayor empeoramiento crediticio en este segmento dependerá, en gran medida, de la evolución del mercado del trabajo, el que presenta algunas señales de debilitamiento al cierre de este informe.

Finalmente, tanto la morosidad como la razón de cartera deteriorada sobre colocaciones del segmento hipotecario detuvieron su disminución (anexo estadístico). Es posible que ante un mercado del trabajo que presente mayores debilitamientos, estos indicadores intensifiquen su deterioro reciente. En efecto, ejercicios de tensión basados en escenarios adversos, donde el crecimiento económico se mantiene en niveles bajos, muestran que el riesgo de esta cartera podría incrementarse de forma relevante (Recuadro IV.1).

En cuanto al financiamiento de la banca, continúa la emisión de instrumentos de renta fija y se verifica una sustitución de bonos externos por deuda local.

En particular, continúa aumentando la participación del financiamiento institucional en bancos medianos, tanto por depósitos a plazo como vía deuda de largo plazo: los primeros, provenientes de FM; lo segundo, de FP. Esto último se ha dado en el contexto de mayores movimientos de fondos de las AFP, lo que puede propiciar un aumento relevante del riesgo ante un escenario de reversión de flujos. En efecto, la medición de riesgo de financiamiento de esta fuente se mantiene relativamente alta para este tipo de bancos (gráfico IV.6). Esto se explica porque el incremento de la participación de los inversionistas institucionales más que compensa la menor volatilidad de otros instrumentos.

A pesar de un incremento en emisiones de largo plazo locales, se aprecia una disminución reciente de la duración de otros pasivos y un aumento ligero en el plazo asociado a los activos. En consecuencia, y más allá de alguna variabilidad reciente, se ha observado un aumento sostenido del descalce de duración entre activos y pasivos, lo que implica una mayor sensibilidad a las tasas de interés.

La capitalización de la banca no presenta cambios relevantes, manteniéndose por debajo de referentes internacionales. Mientras la rentabilidad se stabilizó en lo más reciente.

El índice de adecuación de capital (IAC) del sistema se ha mantenido algo por sobre 13,5% desde mediados del 2016, donde el promedio para los bancos medianos es levemente superior (tabla IV.1). Para este último grupo de entidades, el mayor nivel de capitalización observado desde el primer trimestre del 2016 se atribuye principalmente a un menor nivel de apalancamiento. Sin embargo, persisten los desafíos para la capitalización de la banca, debido a la próxima entrada en vigencia de estándares internacionales más exigentes y ante la necesidad de hacer frente a potenciales pérdidas de escenarios económicos adversos (Recuadro IV.1).

Por otro lado, la rentabilidad anualizada del sistema se stabilizó a partir de febrero de 2017, llegando a 12% de ROE y 1% de ROA a marzo de este año. En particular, el margen de intereses —principal componente del resultado operacional— aumentó en los primeros meses de este año, después de disminuir cerca de 0,3% de los activos desde mediados del 2014, mientras que el margen de reajustes descendió en más de 20pb de los activos desde el primer trimestre del 2016 (tabla IV.1).

TABLA IV.1
Indicadores de rentabilidad y solvencia por grupo de bancos (*)
(porcentaje)

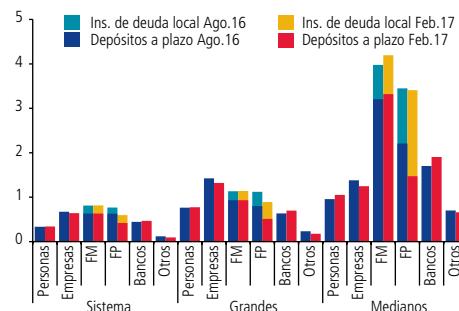
		IAC			ROE		
		Grandes	Medianos	Sistema	Grandes	Medianos	Sistema
2014	II	13,2	12,7	13,5	21,6	12,6	17,5
	IV	13,2	12,4	13,4	20,2	13,5	17,3
2015	II	13,0	11,4	13,0	18,5	13,2	16,0
	IV	12,5	11,2	12,6	16,2	13,1	14,4
2016	II	12,9	12,9	13,5	15,7	8,3	12,5
	IV	13,1	13,3	13,8	15,4	5,1	11,1
2017	Marzo	13,0	13,2	13,6	15,9	6,1	12,0

(*) IAC: corresponde al índice de adecuación de capital. ROE: corresponde a la rentabilidad anualizada del capital.

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

GRÁFICO IV.6

Riesgo de Financiamiento (*)
(porcentaje de fondos totales)



(*) Riesgo de fondeo. Producto entre la exposición del mes y la variación mensual calculada en una ventana de 5 años con percentil 90%. Representa una caída respecto del total de pasivos. Excluye cuentas corrientes de bancos (0,03%), créditos con bancos locales (0,3%) y obligaciones con el BCCCh (0,03%).

Fuentes: BCCh, DCV, SBIF y SVS.

GRÁFICO IV.7

Crecimiento anual del PIB (*)
(trimestral, porcentaje)

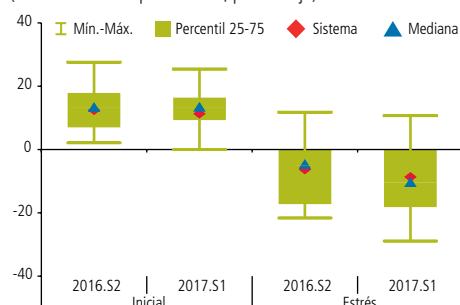


(*) Datos desestacionalizados. El área sombreada señala la ventana del ejercicio.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.8**

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

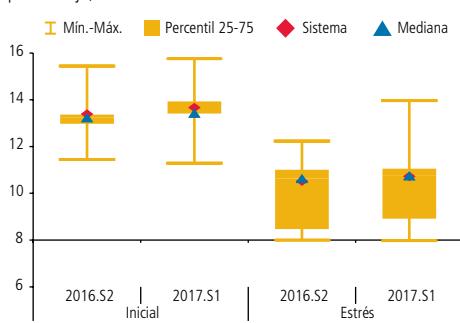


(*) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución. Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior, y bancos de consumo que han salido del sistema. Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

GRÁFICO IV.9

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



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

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

FACTORES DE RIESGO

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

Como se ha mencionado anteriormente, un escenario económico adverso, o bien una prolongación del bajo crecimiento, podría impactar la cartera comercial de los bancos, debido a una menor generación de ingresos por parte de las empresas. Lo anterior acentuaría el deterioro de la cartera de créditos comerciales al incrementarse la proporción de firmas que migra desde la categoría sub-estándar —que se mantiene en niveles altos— a incumplimiento. Además, el mercado del trabajo ha comenzado a mostrar algunas señales de deterioro, por lo que, de profundizarse esta situación o mantenerse por un mayor tiempo, podría aumentar el riesgo de crédito de la banca de personas al disminuir la capacidad de pago de los deudores. En efecto, escenarios adversos que consideran dicha prolongación de menor actividad económica muestran un impacto relevante del riesgo de crédito, particularmente del asociado a personas (Recuadro IV.1).

El índice de adecuación de capital se mantiene por debajo de niveles promedio de otras economías.

Aún cuando la banca mantiene una base de capital suficiente y en línea con la regulación vigente, se presentan desafíos a futuro que requieren el reforzamiento de la base de capital. Cabe señalar que, los recientes aumentos de capital han sido mayormente consecuencia de fusiones y adquisiciones, por lo que estimaciones en base individual del IAC dan cuenta de menores holguras. Más aún, no se verifican modificaciones sustanciales en las políticas de dividendos de los bancos pese a que el escenario económico de los últimos años ha sido menos dinámico (Recuadro IV.2).

EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIOS DE ESTRÉS^{1/}

Los ejercicios de tensión señalan que, a pesar que el sistema bancario mantiene una posición financiera adecuada como para enfrentar la materialización de un escenario de estrés severo, se observa un incremento reciente de los riesgos en un contexto de debilitamiento sostenido de la rentabilidad en los últimos años.

Los ejercicios de tensión evalúan el impacto de los riesgos de crédito y mercado en un escenario de estrés severo pero plausible. Este se basa en información macroeconómica, financiera y datos contables del sistema bancario a diciembre del 2016. Cabe señalar que las pruebas de tensión son herramientas de análisis

^{1/} El análisis se basa en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre del 2013 y en Martínez et al. (2017). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras del sistema en un determinado momento del tiempo. Por su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos de los escenarios aplicados. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección.

En este marco, el riesgo de crédito se estima con un modelo que relaciona el gasto en provisiones de las colocaciones, las que reflejan el costo por el incumplimiento de pagos de las carteras de los bancos, con factores macroeconómicos y financieros, principalmente la actividad económica. En tanto, el cálculo del riesgo de mercado considera dos tipos de exposición: moneda y tasas de interés (separados en valoración y reprecio). El escenario de estrés severo considera una contracción del PIB en el corto plazo y un menor nivel de crecimiento en el mediano plazo. Por su parte, la actividad llegaría a -5,8% anual en el trimestre más crítico, que luego convergería en el mediano plazo a un crecimiento de 1,4% durante el 2018. Esto intenta replicar episodios anteriores de fragilidad financiera relevantes (gráfico IV.7).

En relación con el ejercicio del IEF previo, que utilizó información a junio del 2016, se observa un menor nivel de rentabilidad inicial, acompañado por márgenes más bajos, y un mayor nivel de capital para el sistema. Así, la cuantificación del riesgo de mercado presenta una reducción, principalmente en el riesgo de reprecio. Por otro lado, en riesgo de crédito se observa una ligera disminución en la cartera comercial con respecto a resultados anteriores, en tanto que en el segmento de hogares se estima un incremento. Con ello, bajo el escenario de tensión, la pérdida potencial por el riesgo de crédito agregado alcanza 21% del capital del sistema (tabla IV.2). Más aún, el escenario de tensión conlleva un menor crecimiento de las colocaciones lo que reduce también el margen operacional, afectando la rentabilidad.

De esta forma, el ROE se tornaría negativo bajo escenario de estrés, llegando a niveles mínimos de los últimos dos años. A nivel de instituciones, bancos que en conjunto representan un 74% del capital básico del sistema (similar al ejercicio anterior) exhibirían rentabilidades negativas en el escenario de estrés (gráfico IV.8).

Por otra parte, a pesar que la solvencia en el escenario de estrés exhibe una leve mejora, los bancos que se encuentran más expuestos a los riesgos del escenario de estrés no han incrementado su base de capital. Lo anterior se refleja en una mayor dispersión de los resultados en el IAC con relación a su situación inicial (gráfico IV.9). Así, el conjunto de bancos que mantienen un IAC sobre 10% en el escenario de estrés representan la mitad del capital básico del sistema. Si bien esta cifra es levemente superior a la obtenida en el ejercicio anterior, se mantiene en niveles bajos para patrones históricos (gráfico IV.10).

TABLA IV.2

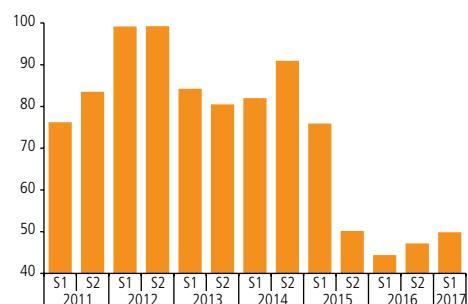
Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad
(porcentaje del capital básico)

	2015		2016		2017
	S1	S2	S1	S2	S1
ROE Inicial	17,3	15,5	14,5	12,5	11,3
Riesgo de Mercado	-1,5	-1,8	1,3	-1,2	-0,8
Valoración	-1,1	-1,0	-0,8	-0,5	-0,6
Reprecio	-0,7	-1,1	-0,8	-1,0	-0,6
Moneda	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Riesgo de Crédito	-21,4	-22,0	-21,4	-20,5	-21,2
Consumo	-9,2	-9,6	-9,4	-7,8	-9,8
Comercial	-10,4	-10,3	-9,7	-10,3	-8,4
Vivienda	-1,8	-2,2	-3,0	-2,4	-3,0
Margen	4,8	3,7	3,6	2,9	2,1
ROE Final	-0,9	-4,7	-4,6	-6,3	-8,7

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

GRÁFICO IV.10

Bancos con IAC igual o superior al 10% bajo el escenario de estrés (*)
(porcentaje de activos totales del sistema)



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

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



RECUADRO IV.1

RIESGO DE CRÉDITO EN ESCENARIOS MACROECONÓMICOS ALTERNATIVOS

En este recuadro se analiza la relación entre el riesgo de crédito de la banca y distintos escenarios macroeconómicos, a través de las herramientas que habitualmente se utilizan para la realización de los ejercicios de tensión. Se concluye que las proyecciones recientes sobre la dinámica de mediano plazo de la actividad económica podrían imponer un mayor desafío a la gestión de riesgo de la banca.

Escenarios de riesgo de los ejercicios de tensión

Los ejercicios de tensión se basan generalmente en situaciones extremas pero plausibles. En este contexto, los resultados reportados en los IEF de los últimos cuatro años, utilizan un escenario de tensión que replica una caída promedio de la actividad en períodos de fragilidad financiera. Dicho escenario —que denominaremos severo para efectos de este recuadro— considera una desaceleración del crecimiento del PIB de 6,6pp en tres trimestres a partir del período de referencia. Adicionalmente, se supone un nivel de convergencia para el crecimiento del PIB hacia los 2 años, el cual tiene una diferencia similar a la del crecimiento promedio previo y posterior a la crisis asiática. Así, en el ejercicio actual el escenario severo considera que el crecimiento del PIB converge a 1,4% anual (línea discontinua, gráfico IV.11).

GRÁFICO IV.11
Crecimiento anual del PIB (*)
(trimestral, porcentaje)



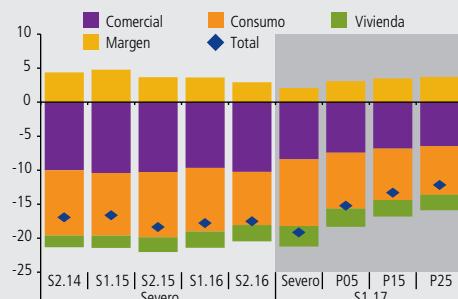
Fuente: Banco Central de Chile.

Evaluación de escenarios alternativos

Durante los últimos años la banca ha mostrado indicadores de riesgo bajos y un crecimiento del crédito acorde con el menor dinamismo de la economía, sin embargo, la desaceleración económica de los últimos años podría haber deteriorado la cartera de crédito. De este modo, escenarios adversos donde el crecimiento económico se mantiene débil, resulta relevante dada la menor rentabilidad del sistema y las perspectivas para la actividad económica en el mediano plazo. La construcción de estos escenarios alternativos se basa en los percentiles 5, 15 y 25 de la distribución de la proyección del PIB presentados en el IPoM de marzo último (áreas sombreadas, gráfico IV.11).

Si bien la dinámica de estos escenarios difiere del utilizado con anterioridad, con una menor profundidad pero mayor persistencia, los resultados de los ejercicios presentan impactos relevantes. En efecto, bajo estos escenarios alternativos, el impacto del riesgo de crédito estimado (neto de margen), se encuentra entre 12 y 15% del capital básico. En circunstancias que bajo el escenario severo el resultado alcanza un 19% (gráfico IV.12).

GRÁFICO IV.12
Resultados de distintos escenarios del riesgo de crédito
(porcentaje del capital básico)

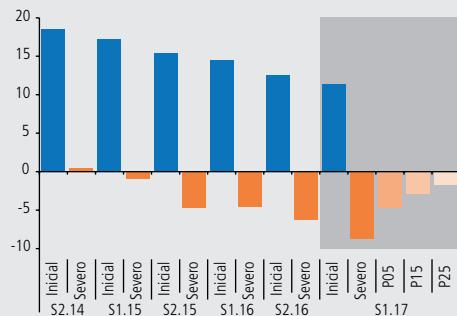


Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

En términos de composición, se observa que el riesgo de crédito se concentra en las carteras relacionadas con los hogares, dando cuenta de la mayor sensibilidad de este sector a los escenarios alternativos analizados. Por su parte, el menor dinamismo de las colocaciones reduce los márgenes, llegando en estos distintos escenarios a niveles cercanos a los obtenidos previamente para el escenario severo.

A esta potencial materialización del riesgo de crédito se adiciona la reducción de la rentabilidad que resulta de una menor actividad económica. De esta forma, los ejercicios indican que el sistema podría experimentar pérdidas en cualquiera de los escenarios alternativos analizados (gráfico IV.13).

GRÁFICO IV.13
Impacto de distintos escenarios sobre la rentabilidad del capital
(porcentaje del capital básico)



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

Reflexiones finales

Cabe recordar que estos ejercicios no deben ser interpretados como proyecciones pues su objetivo es establecer si un determinado agente es capaz de resistir un escenario de tensión sin tener que ajustar tanto sus políticas comerciales como las de riesgos. Sin perjuicio de lo anterior, los resultados dan cuenta que escenarios de crecimiento débil por un tiempo más prolongado, que se encuentra dentro de las distribuciones de probabilidad discutidas en el IPoM, representan un riesgo relevante para la cartera de créditos. Esta información debería ser adecuadamente incorporada en las evaluaciones y medidas de mitigación de riesgo efectuadas por la banca.



RECUADRO IV.2

SOLVENCIA DE LA BANCA: DESAFÍOS PENDIENTES

En IEF anteriores se ha destacado que el indicador de adecuación de capital (IAC) de la banca local se ubica en la parte inferior de la distribución para diversos grupos de países. En este recuadro se revisan antecedentes que refuerzan la necesidad de una oportuna convergencia del capital hacia estándares internacionales (Basilea III).

Inversiones en filiales

El IAC del sistema ha mejorado levemente en el último año, sin embargo, ello se debe a eventos puntuales entre los que se encuentran las fusiones y adquisiciones. De no efectuarse aumentos de capital, dichas mejoras serían transitorias y debieran disiparse en el mediano plazo, en tanto que la composición de los activos se ajusten al nuevo negocio. Así, estimaciones de solvencia de los bancos sin filiales bancarias (base individual), muestran IAC ajustados inferiores a los reportados en base consolidada (tabla IV.3). Esto ocurre porque generalmente, las inversiones en filiales bancarias se encuentran en una etapa inicial de crecimiento, con lo cual la relación capital a activos ponderados por riesgo es relativamente alta.

TABLA IV.3
Comparación del IAC (1)
(porcentaje)

	Consolidado	Individual (2)
2013	13,3	12,2
2014	13,4	12,2
2015	12,6	11,3
2016	13,8	12,7
2017	13,7	12,6

(1) Cifras a cierre de año, excepto por el 2017, que está actualizada a febrero.

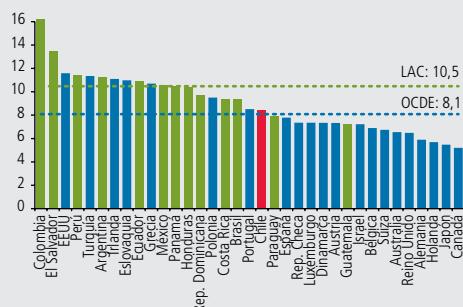
(2) Cálculo deduce las inversiones en filiales y sustrae los activos ponderados por riesgo asumiendo una densidad similar para las filiales.

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

Comparación internacional

A nivel internacional, las comparaciones de apalancamiento disponibles se basan en el IAC, donde la banca local se sitúa en la parte inferior de una muestra de países comparables, tanto de la región como de la OCDE (Recuadro IV.1, IEF del primer semestre del 2016). Sin embargo este indicador puede presentar diferencias importantes de cálculo entre países, siendo dos elementos relevantes a considerar: (i) ponderadores de los activos, y (ii) riesgos considerados. En el caso de Chile, la definición de activos ponderados por riesgo resulta más alta que en otras jurisdicciones pues algunas colocaciones tienen ponderadores de 100%. No obstante, a diferencia de lo que ocurre localmente, las mediciones de otros países incluyen los cargos de capital asociados a los riesgos de mercado y operacional. Un indicador que resuelve en parte las dificultades de comparación destacadas anteriormente es la razón capital sobre activos. Bajo esta dimensión la razón de Chile se ubica cercana al promedio de países de la OCDE y en la parte inferior de la muestra de países de Latinoamérica (gráfico IV.14).

GRÁFICO IV.14
Razón de capital sobre activos al 2016 (*)
(porcentaje)



(*) Líneas discontinuas representan promedio de las muestras de países respectivas. LAC (en verde): muestra de países de Latinoamérica y el Caribe. OCDE (en azul): muestra de países que pertenecen a ese grupo. Chile (en rojo) pertenece a ambos grupos.

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

Por otro lado, frecuentemente se destaca que Chile posee niveles de capital en concordancia con un bajo riesgo de crédito. Sin embargo, al medir la morosidad respecto del capital, la economía local se ubica en la media de países latinoamericanos y algo por debajo de los países pertenecientes a la OCDE, algunos de los cuales presentan niveles altos de morosidad como consecuencia de la crisis financiera reciente (anexo estadístico).

Reflexiones finales

Los ejercicios de tensión recientes, muestran que parte del sistema bancario ha reducido sus holguras para hacer frente a los escenarios de tensión (gráfico IV.10). Esto sumado a una medición más ajustada del IAC (para base individual) da cuenta de la necesidad de fortalecer la base de capital. Como se ha señalado en IEF previos, esto último se podría gestionar con capitalizaciones exógenas o por una mayor retención de utilidades. Sin embargo, se observa poca evidencia del crecimiento orgánico del capital, dado que las políticas de distribución de dividendos no han presentado mayores modificaciones, manteniéndose estables en 50% de las utilidades durante los últimos cinco años (anexo estadístico). Lo anterior, muestra alguna lentitud en los ajustes, para la convergencia hacia estándares internacionales (Basilea III).

V. REGULACIÓN FINANCIERA

En este capítulo se revisan los temas más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel local e internacional durante el primer semestre del 2017.

REGULACIÓN NACIONAL

El BCCh puso en consulta pública una modificación a sus normas sobre Emisión y Operación de Tarjetas de Pago, y ajustó algunas de sus normas de manera de implementar medidas contenidas en la Ley N°20.956 para impulsar la Productividad, promulgada en octubre del año pasado (en adelante, Ley de Productividad)^{1/}. Además, entró en vigor la Ley que moderniza el sistema de relaciones laborales, lo que podría tener implicancias para el sector financiero.

Nuevas normas sobre Emisión y Operación de Tarjetas de Pago

El BCCh realizó una revisión integral y sistemática de su regulación sobre Tarjetas de Pago, principalmente con el objetivo de actualizarla con el desarrollo de este mercado, sin descuidar la seguridad y eficiencia de los sistemas de pago. En este contexto, se incorporaron modificaciones específicas necesarias para la implementación de la Ley N°20.950, que autoriza la emisión de tarjetas de prepago por parte de entidades no bancarias. Así, el 10 de marzo las nuevas normas fueron puestas en consulta pública.

Las modificaciones realizadas son numerosas^{2/}. Con todo, los principales cambios respecto del marco normativo vigente consisten en: i) el desarrollo de un nuevo marco de regulación para empresas no bancarias que emitan medios de prepago, según lo dispuesto en la Ley N°20.950; ii) permitir el desarrollo de lo que se conoce como un “modelo de 4 partes”, en el que la emisión y la adquirencia no necesariamente están vinculados de manera directa, lo que facilitaría que aumente la oferta de servicios a los comercios adheridos a las redes de pago; y iii) reordenar y sistematizar las normas del Compendio de Normas Financieras (CNF), separando las de Operación y Emisión, y dentro de estas últimas distinguiendo entre las que son aplicables a todo tipo de tarjeta de pago y aquellas que son específicas a las tarjetas de crédito, débito y prepago.

Las normas dictadas por el BCCh en este ámbito se relacionan con su mandato legal de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

^{1/} Ver IEF del segundo semestre del 2016.

^{2/} Con ocasión de la consulta pública se presentó una minuta explicativa, la que está disponible en el sitio web institucional.



Dicha regulación es sin perjuicio de la existencia de un marco jurídico y de supervisión más amplio que rige a los diversos actores involucrados en la industria de medios de pago minoristas, el cual incluye la legislación general y especial aplicable en materias de libre competencia, protección al consumidor y prevención del lavado de activos, entre otras. Por lo tanto, si bien el BCCh busca contribuir al desarrollo sostenible de este mercado ejerciendo las atribuciones de que ha sido dotado, existen aspectos relevantes del mismo que corresponde abordar a otras instituciones especialmente competentes en esos ámbitos.

Al cierre de este IEF, el BCCh se encuentra en la fase final de revisión de los comentarios recibidos en la consulta pública. Una vez que se dicten las normas definitivas, se requerirá que la SBIF emita, a su vez, las instrucciones necesarias para ponerlas en ejecución, en su carácter de organismo fiscalizador de los emisores y operadores de estos medios de pago.

Cambios a los límites de inversión en el exterior de las compañías de seguros

La Ley de Productividad modificó los límites de inversión en el exterior para las compañías de seguros, fijando un piso de 20% de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo, y facultando al BCCh para determinar el límite superior, previo informe de la SVS.

El objetivo del Ejecutivo al promover este cambio legal fue permitir a las compañías de seguros "acceder a una mayor diversificación y liquidez en su portafolio de inversiones, lo que se espera se traduzca en mejor oferta de pensiones de las aseguradoras y permita aumentar el financiamiento disponible para obras de infraestructura". Así, teniendo presente su mandato institucional y la orientación general de la política económica del Gobierno, el BCCh modificó el Capítulo III.F.6 del CNF y amplió el límite de inversión en el exterior para estas compañías.

Para resguardar que los ajustes de cartera de inversión de las aseguradoras no afecten el normal funcionamiento de los pagos internos o externos, y minimizar el riesgo de eventuales efectos adversos que pudieran generarse como consecuencia de cambios abruptos en los portafolios, se aumentó el límite de manera gradual desde 20 a 30% por medio de dos incrementos sucesivos de 5pp el 1 de marzo y 1 de septiembre. Este cambio se realizó luego de un proceso de consulta pública, y su implementación requirió además de un cambio normativo de la SVS, el que se realizó el 27 de marzo mediante la publicación de la Norma de Carácter General N°415.

Previo a estos cambios, las inversiones del sistema en el exterior representaban, en promedio, aproximadamente el 12% de sus reservas técnicas y patrimonio de riesgo. Con algunas compañías exhibiendo entonces una relación más cercana al entonces límite máximo de 20%. Dado lo relativamente reciente de los cambios normativos realizados, por ahora no es posible evaluar su impacto.

Modificaciones en la normativa cambiaria aplicables a inversiones provenientes del exterior efectuadas a través de custodios internacionales

Otra de las medidas incorporadas a través de la Ley de Productividad es la modificación de algunos aspectos de la Ley de Impuesto a la Renta, para promover la instalación de custodios internacionales en Chile. Ello para facilitar la participación de inversionistas extranjeros en el mercado de renta fija, lo que podría contribuir a aumentar la liquidez y profundidad del mercado, así como a disminuir los costos de financiamiento.

Teniendo presentes los objetivos de política económica del Gobierno al patrocinar esos cambios legales, después de un proceso de consulta pública, el BCCh modificó en enero sus normas cambiarias, buscando simplificar la manera en que se entrega la información de las operaciones cambiarias relacionadas con inversiones provenientes del exterior en que intervenga un Custodio Internacional, actuando a nombre propio, por cuenta de personas sin domicilio ni residencia en Chile, para que puedan ser informadas al BCCh utilizando el RUT simplificado asignado al Custodio Internacional, conforme a la normativa tributaria vigente. Además, se estableció que los Custodios Internacionales deberán informar al BCCh, de manera periódica y desagregada el stock de inversiones en instrumentos financieros locales que mantenga en custodia por cuenta de mandantes sin domicilio ni residencia, información que será de utilidad para fines estadísticos y de monitoreo de estabilidad financiera^{3/}. Es importante tener presente que, tras estas modificaciones, no existen otros requerimientos o medidas impuestas por el Banco que impidan o restrinjan la realización de este tipo de operaciones en la actualidad.

Las modificaciones realizadas tienen por finalidad proporcionar una alternativa a los inversionistas extranjeros que no cuentan con RUT simplificado en el país, para que puedan detentar los instrumentos representativos de una inversión efectuada en Chile, a través de un custodio internacional que sí cuente con ese sistema de identificación. Esta alternativa puede ser utilizada por cualquier entidad del MCF mediante la cual el inversionista extranjero realice la operación cambiaria, en la medida que disponga de antecedentes que permitan determinar que éste adquirirá instrumentos financieros que se mantendrán bajo custodia de un custodio internacional en el país, a través de una empresa de depósito de valores constituida conforme a la Ley N°18.876.

El conjunto de cambios, legales y normativos referidos, han facilitado el funcionamiento de un custodio internacional en Chile. A su vez, lo anterior permitió que aproximadamente el 20% de la emisión de deuda realizada en enero por Tesorería fuera adquirida en primera instancia por no residentes, y aumentar la ponderación de los bonos soberanos chilenos en índices globales.

^{3/} En términos generales, las normas del BCCh aplicables a las inversiones provenientes del exterior requieren que las operaciones cambiarias relacionadas con dichas inversiones sean canalizadas a través de una entidad del Mercado Cambiario Formal (MCF) y se reporten al Banco por la entidad MCF interveniente, identificando al inversionista extranjero con su RUT simplificado. También deben ser informadas al BCCh las modificaciones en la operación que pudieran ser del caso (por ejemplo, la sustitución de inversionista y la cesión total o parcial de los derechos sobre inversiones).



No obstante lo anterior, si bien se han depositado instrumentos en la cuenta de custodios internacionales, por ahora no se observa un incremento neto de la inversión de no residentes en instrumentos locales de renta fija.

Oferta en Chile de medios de pago emitidos en el exterior

En los últimos meses por diversos medios se ha publicitado la venta de tarjetas de prepago emitidas en el exterior y distribuidas en Chile por entidades no reguladas localmente.

Por cierto, la regulación local emitida por el BCCh no es aplicable a los medios de pago emitidos en el exterior, salvo en lo que se refiere a su uso en el país, donde un Operador local debe asumir la responsabilidad de pago para resguardar que éste se efectúe a los comercios afiliados que acepten el instrumento respectivo. Sin embargo, en un medio de prepago están comprometidos también los recursos de aquellas personas que lo adquieren, no sólo de los comercios que lo aceptan.

Mientras no se encuentre vigente el nuevo marco de regulación para emisores no bancarios, la emisión de tarjetas de prepago sigue siendo una actividad restringida a los bancos y regulada por el Capítulo III.J.3 del CNF. Cuando se dicte y entre en vigencia la nueva normativa que permita la emisión de tarjetas de prepago por entidades no bancarias, se debe tener presente que los requisitos prudenciales de gestión de riesgos, capital, liquidez y otros que impongan sus disposiciones, no serán aplicables a entidades constituidas y domiciliadas fuera de Chile que emitan Tarjetas desde el exterior. En consecuencia, resulta fundamental que las personas verifiquen que los medios de pago que adquieran o contraten se encuentran regulados y supervisados en Chile, puesto que cualquier eventual daño o perjuicio que una entidad no constituida ni fiscalizada en el país pudiera ocasionar a sus clientes, no podrá ser perseguido ni castigado en Chile, lo que constituye un riesgo evidente que debería ser internalizado por quienes decidan confiar sus recursos a entidades no reguladas.

Adicionalmente, cabe advertir que las actividades realizadas por este tipo de entidades podrían estar vulnerando otras regulaciones del marco jurídico vigente, tales como las referidas a la prevención del lavado de dinero, la protección del consumidor y las que prohíben invadir el giro reservado en exclusiva a los bancos u otras entidades expresamente autorizadas por ley.

Servicios Mínimos en caso de huelga en el sector financiero

El 1 de abril comenzó a regir la Ley N°20.940, que moderniza el sistema de relaciones laborales. Uno de sus cambios consiste en modificar el procedimiento de negociación colectiva, incorporando la institución de los Servicios Mínimos que deberán prestar los Equipos de Emergencia en caso que se produzca una huelga. Una discusión sobre los efectos de esta modificación en el sector financiero se hace en el Recuadro V.1.

REGULACIÓN INTERNACIONAL

Agenda regulatoria internacional

En los últimos 10 años, la agenda regulatoria internacional se ha centrado en incorporar las principales lecciones que dejó la crisis financiera internacional. Gran parte de este trabajo ha sido liderado por las mayores economías del mundo y coordinado por organismos o instancias internacionales, como el BIS, el FSB y el G20, mientras que otras han sido desarrolladas de manera individual por distintos países, en algunos casos con efectos extraterritoriales^{4/}.

Durante este período, se ha reconocido la importancia de la estabilidad en el funcionamiento de los mercados financieros, lo que ha permitido lograr varios acuerdos que contribuyen para eso: i) homogeneización y robustecimiento entre los requerimientos de capital de los bancos y sus posiciones de liquidez, ii) fortalecimiento del mercado de derivados, iii) reconocimiento de la importancia de las políticas macroprudenciales, iv) desarrollo de estándares para las infraestructuras del mercado financiero, v) definición de los atributos clave para la resolución de instituciones financieras, vi) implementación de medidas para supervisar de mejor manera a los intermediarios financieros no bancarios (shadow banking), vii) mejor coordinación entre supervisores, especialmente en lo que respecta a bancos globalmente sistémicos.

Sin embargo, el avance de la agenda regulatoria no ha estado libre de cuestionamientos. En particular, una crítica es el potencial aumento de los costos que enfrentarán las instituciones financieras para cumplir estos nuevos estándares, y otra es la posibilidad que las reformas pudieran tener efectos no deseados sobre el crecimiento. En respuesta a estas críticas, en el marco del G20 el BCBS realiza un seguimiento regular de los efectos colaterales de las reformas, mientras que el FSB recientemente puso en consulta un documento con lineamientos para la evaluación de los efectos de las reformas financieras.

La nueva administración en EE.UU. ha esbozado la posibilidad de retroceder en algunas de las reformas financieras de los últimos años^{5/}. Hasta ahora, se han puesto en revisión algunos elementos relevantes de la Ley Dodd-Frank: se ha propuesto modificar la regulación que restringe el trading propietario de los bancos que reciben depósitos del público (también conocida como "Volcker Rule"); y se ha propuesto reducir el poder y alcance de la autoridad macroprudencial.

Por otra parte, pese a no existir iniciativas avaladas por el Ejecutivo en EE.UU., se han dado indicios que los cambios podrían incluir también los acuerdos de Basilea. Esto es un riesgo relevante para el desarrollo de la agenda regulatoria

^{4/} Ver Capítulo VI del IEF del segundo semestre del 2012.

^{5/} En los últimos meses se han emitido tres Órdenes Ejecutivas, las que si bien no modifican leyes muestran lineamientos de política. La primera describe los objetivos regulatorios bajo esta administración, la segunda busca revisar el marco bajo el cual opera la Autoridad de Liquidación Ordenada, y la tercera busca revisar si el proceso mediante el cual el Consejo de Vigilancia de Estabilidad Financiera (FSOC) designa instituciones financieras no bancarias o actividades financieras que pueden tener un impacto sistémico es adecuado y transparente. Adicionalmente, en el Congreso se presentó, al término de la administración anterior, la Financial CHOICE Act, la que de ser aprobada permitiría a los bancos optar entre el esquema de regulación y supervisión vigente y otro más liviano.



global, toda vez que el consenso es un pilar fundamental en la legitimidad de ésta. Este riesgo se manifiesta en al menos dos dimensiones: i) existen elementos de los estándares que aún no han sido finalizados y están siendo consensuados^{6/}, y ii) también existen estándares en los que hay consenso, pero que aún no han sido implementados.

Lo anterior es particularmente relevante para algunas economías emergentes que muestran un mayor rezago en la implementación de los nuevos estándares, ya sea porque no fueron directamente afectadas por la crisis financiera global y por lo tanto la urgencia de reformar es menor, o bien porque sus procesos de reformas son más lentos. Así, los cuestionamientos desde economías desarrolladas a la implementación de la agenda regulatoria global no son triviales. Por cierto, la revisión de los efectos las reformas es importante, pero si las jurisdicciones optaran por no adherir a los estándares globales surgirían efectos indeseados como el arbitraje regulatorio y la fragmentación en el sistema global^{7/}.

Para Chile en tanto, siendo una economía emergente, con un sector financiero relativamente profundo y altamente integrado en el sistema financiero global, seguirá siendo importante que los estándares regulatorios internacionales se mantengan, y ciertamente adherir a ellos. En este sentido, la reforma anunciada por el Ejecutivo a la Ley General de Bancos contribuirá a disminuir las brechas existentes con las economías desarrolladas.

TABLA V.1
Principales normas promulgadas durante el primer semestre del 2017

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
09-01-2017	MINDHA, BCCH, SBIF, SVS	COMPROMISO CONJUNTO DE AUTORIDADES CHILENAS PARA EL CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS PARA LAS INFRAESTRUCTURAS DEL MERCADO FINANCIERO	Manifestar el compromiso por parte de las autoridades de aplicar estos principios a sus políticas, regulaciones y procedimientos de supervisión; junto con avanzar en eliminar gradualmente las brechas que sean detectadas en su observancia.
11-01-2017	BCCH	MODIFICA CNCI, CAPÍTULO XIV MODIFICA MANUAL DE PROCEDIMIENTOS Y FORMULARIOS DEL CNCI, CAPÍTULOS I y XIV	Facilitar la operación de custodios internacionales en el país, teniendo presente la orientación general de la política económica del Gobierno en esta materia, resguardándose el control del cumplimiento de dicha normativa cambiaria.
31-01-2017	SBIF	CIRCULAR N° 3617, BANCOS	Alinear las condiciones de devengo de intereses de los bonos hipotecarios con los plazos para otorgar los mutuos hipotecarios vinculados a la respectiva emisión.
09-02-2017	SBIF	CIRCULAR N° 3618, BANCOS CIRCULAR N°31, SOCIEDADES	Extender la restricción a empleados de un banco para ejercer como directores en las sociedades que administren cámaras de compensación de pagos de alto valor y sociedades de apoyo al giro que presten servicios vinculados a sistemas de pagos y no tengan carácter de filial de un banco.
01-03-2017	BCCH	MODIFICA CNF, CAPÍTULO III.F6	Ampliar gradualmente el límite de inversión en el exterior para las compañías aseguradoras y reaseguradoras, permitiendo una mayor diversificación y liquidez en su portafolio de inversiones.

^{6/} Por ejemplo, los modelos estándar de riesgo de crédito, los límites de reducción de activos ponderados por riesgo de los modelos respecto de los modelos estándar, y el tratamiento regulatorio de provisiones.
^{7/} FMI (2017a).

TABLA V.2

Principales normas puestas en consulta pública durante el primer semestre del 2017

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
13-01-2017	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMA DE AUTOEVALUACIÓN SOBRE PRINCIPIOS BÁSICOS Y MEJORES PRÁCTICAS DE CONDUCTA DE MERCADO PARA LA INDUSTRIA ASEGURODORA	Contribuir al desarrollo del mercado de seguros, aumentar protección a los asegurados y asignar de mejor manera los recursos, de acuerdo a su impacto sobre clientes, asegurados, beneficiarios o público en general. Promueve además que los fiscalizados establezcan gobiernos corporativos efectivos que integren como parte de la cultura organizacional la adecuada protección a los asegurados y el trato justo hacia ellos.
23-01-2017	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA INFORME DE NORMA SOBRE POLÍTICAS DE GESTIÓN Y PROGRAMAS DE REASEGURÓ	Requerir a las compañías de seguros que mantengan a disposición de la Superintendencia la información relativa a sus políticas de gestión del reaseguro, aprobadas por el directorio de la compañía, para fines de evaluación. Adicionalmente, se introduce la exigencia a las aseguradoras de informar anualmente sus programas de reaseguro.
10-03-2017	BCCH	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMATIVA SOBRE EMISIÓN Y OPERACIÓN DE TARJETAS DE PAGO	Revisar integralmente la regulación sobre medios de pago minoristas, de manera de actualizar y sistematizar la normativa vigente, procurando que resulte acorde con el desarrollo del mercado y permita velar por la seguridad y eficiencia de estos sistemas de pago.
31-03-2017	SBIF	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA NORMATIVA SOBRE REQUERIMIENTOS DE CAPITAL PARA INSTRUMENTOS DERIVADOS LIQUIDADOS A TRAVÉS DE UNA CONTRAPARTE CENTRAL	Precisar la forma de computar los activos ponderados por riesgo, en base a los cuales se determina el patrimonio mínimo exigido a los bancos, cuando se trate de instrumentos derivados que se liquiden a través de una Entidad de Contraparte Central (ECC).
03-05-2017	SVS	CONSULTA PÚBLICA DOCUMENTO METODOLÓGICO QUE DETERMINA EL CAPITAL BASADO EN RIESGO (CBR) DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS	Entregar una quinta versión del modelo de capital basado en riesgo (CBR) que la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) se encuentra desarrollando como base de su propuesta en el marco de la aprobación del proyecto que establece un sistema de supervisión basada en riesgos para la industria aseguradora, actualmente en discusión en el Congreso Nacional.

TABLA V.3

Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Regulación Prudencial	Infraestructura Financiera	Resolución	Transparencia	SIFI	Fintech	Otros
1	Global systemically important banks - revised assessment framework - consultative document	BIS / BCBS				*			
2	Pillar 3 disclosure requirements - consolidated and enhanced framework	BIS / BCBS	*			*			
3	Market intelligence gathering at Central Banks	BIS / MC							*
4	Repo market functioning	BIS / CGFS							*
5	Designing frameworks for central bank liquidity assistance: addressing new challenges	BIS / CGFS							*
6	Harmonisation of the Unique Transaction Identifier - Technical Guidance	BIS / CPMI / IOSCO				*			
7	Distributed ledger in payment, clearing and settlement - an analytical framework	BIS / CPMI		*				*	
8	Thematic Review on Corporate Governance	FSB							*
9	Guidance on Continuity of Access to Financial Market Infrastructures ("FMIs") for a Firm in Resolution	FSB		*	*				
10	Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning	FSB		*	*				
11	Re-hypothecation and collateral re-use: Potential financial stability issues, market evolution and regulatory approaches	FSB							
12	Blueprint for a new real-time gross settlement (RTGS) service	BOE		*					
13	IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)	IOSCO						*	

Fuente: Sitios Web de cada institución.



RECUADRO V.1

SERVICIOS MÍNIMOS Y EQUIPOS DE EMERGENCIA EN BANCOS Y OTRAS EMPRESAS DEL SECTOR FINANCIERO

Las particularidades de las entidades del sector financiero, tales como los bancos o las infraestructuras financieras, hacen que eventuales interrupciones en su funcionamiento puedan ser más complejas que aquellas en otros sectores de la economía. Especialmente es relevante su participación en el sistema de pagos y en la provisión de servicios esenciales para empresas y personas, tales como financiamiento, cobertura de riesgos y depositarios de la fe pública (confianza) al captar o recibir fondos. La interrupción de estas funciones en una entidad puede propagarse fácilmente a través del sistema financiero, a través de las múltiples interconexiones entre sus participantes. El interés público en la mantención de las funciones de los participantes del sistema financiero, se expresa, por ejemplo, en su sujeción a sistemas de regulación y supervisión especializados y en las garantías estatales que amparan a los depósitos.

Desde esta perspectiva, las huelgas en entidades financieras, dependiendo de su duración y del nivel de disminución en la provisión de los servicios requeridos para su funcionamiento, pueden llegar a ser una fuente de riesgo sistémico. En consecuencia, una apropiada administración de este tipo de situaciones debe concitar la mayor atención de las autoridades.

Dado el nuevo marco establecido en la Ley N°20.940, es muy importante que, en la eventualidad de una huelga en una empresa financiera, los servicios mínimos se encuentren correctamente definidos, de manera de acotar riesgos de interrumpir o afectar el normal funcionamiento de los servicios anteriormente definidos, pudiendo comprometer la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Esto es válido tanto cuando el sindicato y la empresa llegan a acuerdo de manera directa, como cuando en ausencia de ese acuerdo los servicios mínimos deban ser definidos por la Dirección del Trabajo.

Más específicamente, las entidades financieras realizan operaciones cuya interrupción podría afectar la cadena de pagos y la prestación de otros servicios financieros fundamentales para el desenvolvimiento de la economía y la consiguiente atención de necesidades básicas de la población o de grupos o sectores específicos de ésta. Por ejemplo, las personas confían en que podrán disponer de los recursos depositados en ellas, como sus sueldos, beneficios o ahorros, cuando lo requieran, y que los

medios de pago con que cuentan serán aceptados cuando los utilicen. Asimismo, personas y empresas requieren tener acceso a las instituciones financieras para obtener el financiamiento necesario para realizar sus actividades, así como para cubrir sus riesgos financieros a través de instrumentos derivados. Estas son algunas de las necesidades básicas que cubren estas instituciones. Por lo demás, si bien existen distintas empresas financieras que pueden prestar esos servicios en condiciones relativamente similares, la sustitución de un proveedor por otro no siempre es perfecta ni es factible en el corto plazo.

Esta preocupación por preservar los servicios y funciones de las entidades financieras, es comúnmente observada en las definiciones de regulación financiera internacional; especialmente en relación con la definición e identificación de actividades críticas para administrar apropiadamente eventuales problemas operacionales y financieros en un banco (procesos de resolución bancaria). Por ejemplo, para el Banco de Inglaterra son actividades críticas hacer y recibir pagos, otorgar créditos y tomar depósitos, la compensación y liquidación de transacciones financieras, y los préstamos interbancarios, entre otras. A su vez, para la Fed son actividades esenciales aquellas asociadas a operaciones, servicios, funciones y actividades de apoyo cuya interrupción podría implicar pérdidas materiales en relación con los activos del banco, comprometiendo su estabilidad^{1/}.

En Chile, la importancia del funcionamiento ininterrumpido de los bancos está reconocida en distintas leyes y normas. Por ejemplo, la LGB establece que los bancos son instituciones de funcionamiento obligatorio, y que ninguna entidad podrá iniciar, suspender o poner término a sus operaciones sin autorización previa del Superintendente, mientras que en la Recopilación Actualizada de Normas de la SBIF hay Capítulos dedicados a las actividades significativas o estratégicas (críticas) y a la gestión de la continuidad de negocio de las entidades fiscalizadas. El incumplimiento de las obligaciones legales o normativas es una situación grave y tiene consecuencias relevantes que están establecidas en la Ley General de Bancos.

^{1/} Ver BoE (2014) y Fed (2017).

Desde la perspectiva del BCCh, que tiene el mandato de velar por el normal funcionamiento de los sistemas de pago, existen funciones al interior de las distintas entidades financieras que no pueden ser interrumpidas y para las cuales se deberían determinar servicios mínimos que aseguren su debida continuidad en caso de huelga. En particular, para aquellas funciones que inciden de manera directa en el normal funcionamiento de los sistemas de pago, tanto de alto valor (SPAV) como minoristas^{2/}; así como en la provisión y disponibilidad del circulante. Mientras los primeros permiten la realización de los pagos interbancarios, los segundos son muy masivos y de gran importancia para amplios segmentos de la población.

En este contexto, es de primer orden que la gestión de la liquidez realizada por la tesorería del banco, y las áreas que operan o intervienen directamente en los sistemas de pago se mantengan funcionando. Lo anterior ya que los bancos funcionan con un descalce estructural, inherente a la transformación de madurez que realizan, por lo que disrupciones, incluso relativamente menores, pueden afectar la confianza del público e inversionistas, amplificándose de manera rápida hasta eventualmente afectar la estabilidad del banco.

Una dimensión de especial preocupación para el Banco es el riesgo sistémico que podría subyacer en una provisión inadecuada de los servicios mínimos anteriormente descritos. En efecto, la naturaleza del sistema bancario, que se caracteriza por las múltiples conexiones entre sus participantes, implica que los problemas en una determinada institución podrían propagarse a otras, lo que tendría efectos sobre la estabilidad financiera. Estos efectos pueden generarse a través de diversos canales, como una alteración del flujo de financiamiento interbancario o una interrupción (incluso momentánea) de la participación de un banco en los SPAV (LBTR y Combanc) y otras infraestructuras financieras (DCV y Entidades de Contraparte Central como CCLV y ComDer).

Asimismo, se deberían determinar servicios mínimos en las áreas informáticas de las instituciones financieras que permiten mantener la continuidad operacional de sistemas críticos, tales como sistemas de caja, plataforma de internet, back office, contabilidad, perfeccionamiento de operaciones, valorización de activos e instrumentos financieros, seguridad de la información, seguridad informática, control de fraudes, prevención del lavado de activos, y call center, entre otros. Una interrupción en la provisión de estos servicios puede generar disrupciones importantes tanto para la entidad financiera como para sus clientes y el interés público.

^{2/} Los SPAV están constituidos por el sistema LBTR administrado por el BCCh, y Combanc, gestionado por el sector privado. A su vez, los sistemas de pago minoristas incluyen las Tarjetas de Pago y los cajeros automáticos.

Por otra parte, considerando las necesidades de la población que atienden los bancos, se deberían definir también servicios mínimos para las áreas comerciales dedicadas especialmente a la cobertura de riesgos, el otorgamiento de créditos y la captación de fondos del público.

Las funciones señaladas y algunos elementos de éstas están resumidos en la figura 1.

FIGURA 1

Funciones para las que se deberían determinar servicios mínimos

Funciones de tesorería	Operación de Sistemas de Pago	Servicios informáticos y de seguridad	Captación y crédito
Gestión de Liquidez	Liquidación de pagos	Back office	Captación de fondos, efectivo o Títulos
Monitoreo fuentes de ingreso	Servicios de caja	Seguridad informática	
Pago de obligaciones	Canje de cheques	Cámara de compensación	Otorgamiento de Créditos
	Cámaras de compensación	Custodia de valores	
		Soporte plataforma web	

El resguardo de la fe pública de una extensa red de personas que confían sus recursos a través de depósitos en instituciones bancarias es la justificación esencial de una supervisión especializada. Por lo anterior, la opinión de la SBIF debe ser considerada en la determinación de servicios mínimos, por cuanto este organismo cuenta con la mejor capacidad y experticia para aportar una evaluación técnica acerca de los servicios específicos en cada banco, que deberían ser objeto de calificación de servicios mínimos y confirmación obligatoria de equipos de emergencia.

Por último, esta discusión también es relevante para otras entidades financieras en las que también está comprometida la confianza de las personas e inversionistas, tales como cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la SBIF, emisores y operadores de tarjetas de pago de general aceptación, sociedades de apoyo al giro bancario, administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros, entidades de depósito y custodia de valores, cámaras de compensación y entidades de contraparte central, entre otras.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agostini, C. y I. Jalile. 2009. "Efectos de los Impuestos Corporativos en la Inversión Extranjera en América Latina". *Latin American Research Review*, 44(2): 84-108.
- Banco Central de Chile. "Compendio de Normas de Cambios Internacionales".
- Banco Central de Chile. 2017. "Informe de Balanza de Pagos". Primer Trimestre.
- Banco Central de Chile. "Informe de Estabilidad Financiera". Varios números.
- Baker, S. R., Bloom, N., y Davis, S. J. 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty". *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4): 1593-1636.
- BoE. 2014. "The Bank of England's approach to resolution". Bank of England.
- CPSS-IOSCO. 2012. "Principles for Financial Market Infrastructures". Abril.
- Fed. 2017. "Code of Federal Regulations: Resolution Plans". Federal Reserve Board. Title 12. Chapter IIA Part 243.
- FMI. 2017a. "Global Financial Stability Report: Getting the Policy Mix Right". International Monetary Fund. Abril.
- FMI. 2017b. "World Economic Outlook: Gaining Momentum?". International Monetary Fund. Abril.
- Kaminska, I. y G. Zinna. 2014. "Official Demand for US Debt: Implications for US Real Interest Rates". IMF Working Paper N° WP/14/66. Abril.
- Martínez, J. F. y D. Oda. 2017. "Stress Test on Market Risk: Sensitivity of Banks' Balance Sheet Structure to Interest Rate Shocks" *Economía Chilena* 20(1): 80-98.
- Martínez, J. F., R. Cifuentes y J.S. Becerra. 2017. "Pruebas de Tensión Bancaria del Banco Central de Chile: Actualización". Documento de Trabajo N°801. Banco Central de Chile.

GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

Cartera vencida: Colocaciones bancarias o fracción de estas con un impago superior a 90 días desde la fecha de vencimiento. En los créditos con cuotas se considera solo la cuota vencida, pero puede traspasarse la totalidad del crédito en la medida en que se hagan efectivas las cláusulas de aceleración

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

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

Custodio Internacional: Custodio o depósito de valores domiciliado o residente en el extranjero.

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

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

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

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

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

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

Entidad del Mercado Cambiario Formal (MCF): Grupo de empresas bancarias y casas de cambios autorizadas por el Banco Central de Chile, y cuyas operaciones se reportan al mismo.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Índice de Cuota Impaga (ICI): Medida de riesgo de crédito calculada como la razón entre cuotas con un atraso superior a 90 días sobre el total de deuda. Para el caso de los créditos comerciales de empresas se consideran las cuotas con atrasos hasta 3 años. Para los créditos comerciales a personas se consideran atrasos de hasta 1 año. Para los créditos de consumo a personas se consideran atrasos de hasta 180 días.

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

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

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

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

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

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

Oficinas distintas clases (A+, A, B, C): Clasificación para categorizar características de oficinas de acuerdo a sus atributos, de más a menos. Entre los atributos se consideran: ubicación, accesos al sector, tamaño de planta,



ausencia pilares dentro de planta, altura de cielo, control de accesos, circuito cerrado TV, equipamiento de seguridad, equipamiento de detección y extinción de incendios, climatización, velocidad de ascensores, cableado estructurado y si poseen certificación LEED (Leadership in Energy & Environmental Design).

Patrimonio de riesgo: Es el mayor patrimonio resultante de comparar el patrimonio necesario para mantener las relaciones de endeudamiento, el margen de solvencia y el patrimonio mínimo determinado por Ley.

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

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

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

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

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

Razón de liquidez: reservas oficiales en moneda extranjera sobre necesidades de financiación de compromisos de corto plazo en moneda extranjera.

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

Reservas Técnicas: Son las provisiones que deben ser constituidas por las Compañías de Seguros para atender las obligaciones contraídas con sus Asegurados

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

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

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

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

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

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

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

Shadow Banking: Intermediación de fondos fuera del sistema bancario.

Tarjetas de prepago o Tarjeta de Pago con Provisión de Fondos: Es aquel dispositivo físico, electrónico o informático, que cuente con un sistema de identificación único del respectivo medio de pago con una Cuenta de Provisión de Fondos abierta por el Emisor de la Tarjeta con el propósito de acreditar las sumas de dinero que en ella se depositen; y cuya utilización, en carácter de instrumento de pago, importe a dicho Emisor contraer habitualmente obligaciones de dinero con el público o con los establecimientos comerciales o servicios afiliados al sistema.

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

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



ABREVIACIONES

Achef: Asociación Chilena de Empresas de Factoring.

AFP: Administradoras de Fondos de Pensiones.

BCBS: Basel Committee on Banking Supervision.

BCCh: Banco Central de Chile.

BCE: Banco Central Europeo.

BCP: Bonos del Banco Central de Chile en Pesos.

BCU: Bonos del Banco Central de Chile en Unidades de Fomento.

BCBS: Basel Committee on Banking Supervision

BCS: Bolsa de Comercio de Santiago.

BIS: Bank for International Settlements

BOE: Bank of England.

CAT: Cencosud Administradora de Tarjetas S.A.

CBR: Capital Basado en Riesgo.

CCAF: Cajas de Compensación y Asignación Familiar.

CChC: Cámara Chilena de la Construcción.

CGFS: Committee on the Global Financial System.

CNCI: Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

CNF: Compendio de Normas Financieras.

COMEX: Comercio Exterior.

CPMI: Committee on Payments and Market Infrastructures.

CSV: Compañías de Seguros de Vida.

DCV: Depósito Central de Valores.

Dipres: Dirección de Presupuestos.

DPF: Depósito a Plazo Fijo.

EBIT: Ganancias antes de impuestos y gasto financiero.

ECB: Encuesta de Crédito Bancario.

ECC: Entidad de Contraparte Central.

EE.UU.: Estados Unidos de América.

EMBI: Emerging Market Bond Index.

EPU: Economic Policy Uncertainty Index.

Fed: Federal Reserve System.

FFR: Federal Fund Rate.

FM: Fondos Mutuos.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

FOMC: Federal Open Market Committee.

FP: Fondos de Pensiones.

FSB: Financial Stability Board.

FSOC: Consejo de Vigilancia de Estabilidad Financiera.

GAV: Gastos, Administración y Ventas.

GBI: J.P. Morgan Government Bond Index.

GFSI: Global Financial Stress Index.

GFSR: Global Financial Stability Report.

IAC: Índice de Adecuación de Capital.

ICI: Índice de Cuota Impaga.

IED: Inversión Extranjera Directa.

IEF: Informe de Estabilidad Financiera.

INE: Instituto Nacional de Estadísticas.

IOSCO: International Organization of Securities Commissions.

IPoM: Informe de Política Monetaria.

IPV: Índice de Precios de Vivienda.

IVA: Impuesto al Valor Agregado.

LBTR: Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

LGB: Ley General de Bancos.

LTV: Loan To Value.

MC: Markets Committee.

MCF: Mercado Cambiario Formal.

MINDHA: Ministerio de Hacienda.

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

OFI: Other Financial Intermediaries.

pb: puntos base.

PIB: Producto Interno Bruto.

PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta.

pp: puntos porcentuales.

RCI: Razón de Carga financiera a Ingreso disponible.

RDI: Razón de Deuda a Ingreso disponible.

RF: Renta Fija.

ROA: Return On Assets.

ROE: Return On Equity.

RM: Región Metropolitana.

RUT: Rol Único Tributario.

RV: Renta Variable.

SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

SII: Servicio de Impuestos Internos.

SP: Superintendencia de Pensiones.

SPAV: Sistemas de Pago de Alto Valor.

SUSESOS: Superintendencia de Seguridad Social.

SVS: Superintendencia de Valores y Seguros.

TI: Tasa de Incumplimiento.

TYVIX: US Treasury Volatility Index 10 Year Note.

UF: Unidad de Fomento.

VIX: Chicago Board Options Exchange Volatility Index.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

JUNIO 2017

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA Primer Semestre 2017