

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2012



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2012



CONTENIDO*/

PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS	9
II. FINANCIAMIENTO EXTERNO	15
III. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES	19
IV. USUARIOS DE CRÉDITO	23
V. SISTEMA BANCARIO	35
VI. REGULACIÓN E INFRAESTRUCTURA FINANCIERA	45
RECUADROS	
Evidencia internacional de políticas macroprudenciales vinculadas al sector inmobiliario	31
Endeudamiento de los hogares: aspectos conceptuales y revisión de la literatura	33
Indicadores de solvencia de la banca	42
Desarrollos y desafíos regulatorios de los sistemas y medios de pago minoristas	52
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	55
GLOSARIO	57
ABREVIACIONES	64

*/ El cierre estadístico del *Informe* fue el 20 de noviembre de 2012.

PREFACIO

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

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

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

El Consejo

RESUMEN

El escenario externo base, en términos generales, es similar al planteado en el *Informe* anterior, y se caracteriza por una persistencia de la incertidumbre sobre la evolución de la Eurozona.

A la débil situación de Europa, se suma la lenta recuperación de las principales economías avanzadas, la que ha sido acompañada por la implementación de políticas que apuntan a bajas tasas de interés de largo plazo. En este escenario cabe esperar que continúen los flujos de capitales hacia economías con retornos y perspectivas de crecimiento relativamente mayores. Estas favorables condiciones de financiamiento externo, sin embargo, podrían verse interrumpidas por episodios puntuales de volatilidad asociados a la Eurozona. Por último, se espera que la Eurozona continúe su proceso de desapalancamiento, llevando a empresas financieras y reales chilenas a seguir buscando fuentes alternativas de financiamiento externo.

En Chile, el sistema financiero ha operado con normalidad. Esto en un contexto de alto dinamismo de la inversión y favorables condiciones de financiamiento externo.

El crédito de los hogares ha seguido creciendo en línea con su ingreso disponible. Al igual que en el *Informe* anterior, el crecimiento del crédito de oferentes no bancarios —con una mayor penetración en hogares de menores ingresos— ha sido más bajo que el observado en períodos previos. Por su parte, la deuda de las empresas ha crecido algo por sobre el PIB, impulsada por el dinamismo del crédito bancario local y el financiamiento externo vía bonos. En tanto, la banca mantiene niveles de capital significativamente por sobre los niveles regulatorios, una base de financiamiento externo más diversificada y una posición de liquidez estable, aunque persiste la alta dependencia de financiamiento mayorista en bancos medianos y pequeños.

El principal escenario de riesgo externo que enfrenta el sistema financiero chileno es una mayor profundización de la crisis en Europa.

A pesar de una menor percepción de riesgo por parte del mercado, se estima que la probabilidad de que ocurra esta profundización no ha bajado materialmente respecto del *Informe* anterior. En este escenario es muy probable que se tensionen las condiciones de financiamiento externo y que se genere un freno en la entrada de capitales de portafolio. El impacto de este escenario dependerá del contagio de los eventos en la Eurozona sobre la economía global y, en particular, sobre las economías asiáticas, en especial, China. Este escenario tendría repercusiones directas sobre los sectores productores de materias primas, además del deterioro del ingreso nacional causado por el *shock* de demanda externa y efectos indirectos en aquellas áreas más ligadas a tales sectores.



El impacto en la banca de los escenarios de riesgo agregados que se describen en este Informe se mantiene acotado. En efecto, si bien los indicadores de rentabilidad y solvencia de la banca han disminuido en lo más reciente, los ejercicios de tensión muestran que el sistema bancario tiene un nivel de capital apropiado para absorber las pérdidas generadas por un escenario de riesgo macroeconómico similar al aquí descrito.

Existen, sin embargo, desarrollos en el mercado local que requieren ser monitoreados. Un primer desarrollo es la evolución del sector inmobiliario. El Informe destaca que los índices agregados de precios de viviendas mantienen su ritmo de expansión, en línea con el dinamismo de la economía, y que en un mayor número de comunas los precios crecen a tasas superiores a las históricas. Estas alzas se dan en un contexto de alto crecimiento de la demanda de viviendas y una significativa expansión de la actividad en el sector. Las empresas del sector muestran un mayor apalancamiento y, adicionalmente, por la etapa del ciclo de oferta y demanda en el cual se encuentra el sector inmobiliario residencial, es probable una aceleración del crédito hipotecario en el mediano plazo. Esto, en conjunto con estándares crediticios algo menos estrictos en dichos créditos. Estos desarrollos podrían llevar a la gestación de vulnerabilidades financieras en el sector inmobiliario y constructor, o en los hogares demandantes de viviendas.

El segundo desarrollo que requiere ser monitoreado es la evolución de la banca mediana. La mayor expansión de los bancos medianos respecto de los bancos de mayor tamaño en todos los segmentos de crédito tiene aspectos positivos, en cuanto implica una menor concentración de riesgos en el sistema. Sin embargo, esta dinámica podría llegar a ser una fuente de vulnerabilidades. Un primer riesgo a monitorear respecto de este crecimiento es su mayor exposición a sectores cíclicos y a deudores individuales. Esto, ya que ante un deterioro de la demanda interna —como el que podría materializarse bajo el escenario de riesgo—, el impacto sería mayor. Un segundo riesgo a monitorear es el mayor crecimiento relativo de los créditos rotativos de consumo (tarjetas de crédito), por la posible subestimación de riesgo que generan estos productos. Por último, y tal como ha sido destacado en Informes previos, la mayor dependencia de financiamiento mayorista de algunos bancos medianos, los hace más vulnerables a eventos de financiamiento.

I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

La vulnerabilidad macro-financiera en Europa continúa siendo la principal fuente de riesgo externo.

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

La aún compleja situación europea es la mayor fuente de preocupación, en parte debido a las menores perspectivas de crecimiento

La recuperación económica en Europa se ha dilatado, tanto por el peor desempeño de las economías de la periferia, como por la desaceleración de algunas economías centrales, como Alemania y Francia (gráfico I.1). En efecto, las expectativas más recientes de mercado proyectan que la Eurozona se mantendría en recesión en el año 2013, mientras que en el *Informe* anterior se proyectaba un crecimiento de 0,8% (OCDE, 2012). Dada la evolución de la demanda interna en los países de Europa periférica, su reactivación requiere un mejoramiento de competitividad vía mayor productividad o menores salarios internos, situación que a la fecha no se observa, poniendo de manifiesto la limitación que impone la existencia de una moneda común (gráfico I.2).

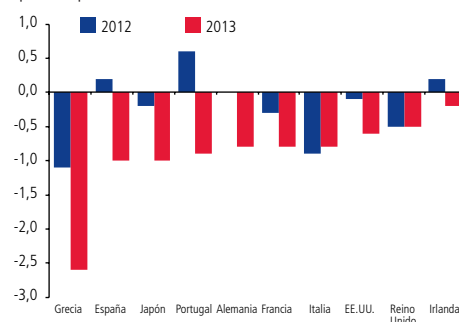
Desde el punto de vista fiscal, tampoco se observa un escenario más favorable

Desde el último *Informe*, y en línea con el deterioro de las expectativas de crecimiento, las estimaciones de deuda soberana y déficit fiscal para el próximo año han empeorado en gran parte de los países de la Eurozona (gráfico I.3). Grecia no ha cumplido con los ajustes fiscales comprometidos, proyectándose un aumento de la deuda de 20 puntos porcentuales del PIB respecto de las estimaciones disponibles en mayo (FMI, 2012a); Italia mantiene un nivel de deuda en torno a 130% del PIB, pero las perspectivas de déficit fiscal también se deterioran. España, principal preocupación en el *Informe* pasado, si bien avanza en implementar las reformas acordadas, oficialmente relajó la meta de déficit fiscal a 7% del PIB —desde 6,3%— para el 2012, y se proyecta un déficit de 5,7% del PIB para el año 2013^{1/}. Como resultado de lo anterior, la proyección de necesidades de financiamiento soberano para el próximo año aumenta en la mayoría de los países de la periferia (gráfico I.4).

^{1/} A esto se suma que ya ocho de las 17 comunidades autónomas se han acogido al Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), debido a su incapacidad para cumplir con sus compromisos inmediatos. El FLA fue creado por el gobierno español para asistir financieramente a las comunidades que no puedan realizar renovaciones de deuda pública.

GRÁFICO I.1

Variación en las expectativas de crecimiento de economías desarrolladas (1)
(puntos porcentuales del PIB)

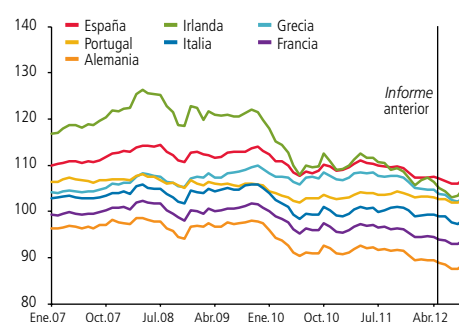


(1) Variación entre mayo y noviembre del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de *Consensus Forecast*, bancos de inversión y del FMI.

GRÁFICO I.2

Índice de competitividad en la Eurozona (*)
(índice base primer trimestre de 1999=100)

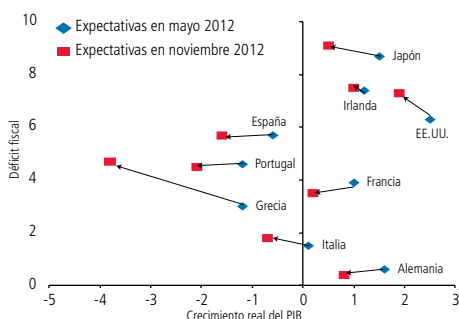


(*) Indicador de Competitividad Armonizado para la Eurozona, basado en el tipo de cambio ajustado por la evolución de los precios y costos relativos a los socios comerciales. Aumento indica disminución de competitividad.

Fuente: BCE.

GRÁFICO 1.3

Expectativas de crecimiento y déficit fiscal al 2013 en economías desarrolladas (*)
(porcentaje, porcentaje del PIB)

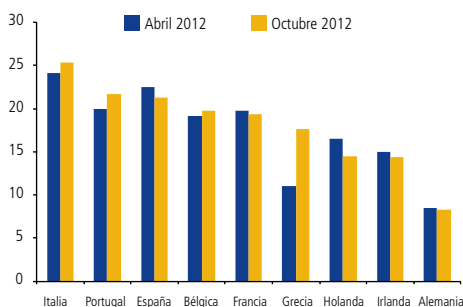


(*) Corresponde a la variación de la mediana de las expectativas de las encuestas de mayo y noviembre del 2012, excepto para Japón y EE.UU. que considera proyecciones más recientes.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de *Consensus Forecast*, bancos de inversión y del FMI.

GRÁFICO 1.4

Necesidades de financiamiento esperadas para el 2013 en la Eurozona (1)
(porcentaje del PIB) (2)



(1) Considera vencimientos de deuda para el 2013 más el valor esperado del déficit fiscal del 2012.

(2) Porcentaje del PIB esperado en octubre del 2012.

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

Dada esta compleja situación fiscal, y con el objeto de reducir los intereses sobre la deuda soberana, el BCE anunció en septiembre un programa de compra de deuda soberana (*Outright Monetary Transactions, OMT*)^{2/}. Aunque al cierre de este *Informe* ningún país habría solicitado apoyo a través de este programa, el costo de la deuda cayó en promedio 185 puntos base en las economías periféricas.

El proceso de desapalancamiento de la banca europea ha continuado, y se espera que este sea mayor que el previsto en el último *Informe*

Entre el tercer trimestre del 2011 y el segundo trimestre del 2012, el apalancamiento de la banca en la Eurozona, medido como activos menos derivados sobre *Core Tier 1*, ha descendido de 25 a 23 veces, fundamentalmente por aumentos de capital. Este proceso de capitalización de la banca, hasta el momento, ha evolucionado de manera relativamente ordenada (FMI, 2012b). No obstante, las peores perspectivas de crecimiento podrían implicar menores ingresos y mayores pérdidas para los bancos a través de un deterioro de la calidad de sus carteras, con lo cual el proceso de desapalancamiento podría acentuarse, particularmente en la periferia^{3/}. De hecho, el FMI (2012b) estima que el desapalancamiento en la Eurozona entre el tercer trimestre del 2011 y fines del 2013 será de €2.300 mil millones, cifra que es 4% mayor que la estimada en abril pasado.

Aumenta la fragmentación del sistema bancario europeo, en un contexto de caída del crédito transfronterizo

A la fecha se ha observado una mayor preferencia por activos locales en la banca europea y un movimiento de activos desde la periferia hacia el centro, principalmente a Alemania (tabla I.1). A esto se suma un flujo de depósitos en la misma dirección (gráfico I.5). El proceso de desapalancamiento y el sostenido deterioro económico de las economías periféricas, si bien explicarían parte de estos movimientos, podrían obedecer a una percepción de riesgo de redenominación que lleva a los bancos a financiar sus activos con depósitos en el mismo país (FMI, 2012b). Por último, la reducción de la exposición transfronteriza de la banca europea también se ha manifestado de manera relativamente generalizada en otras economías, incluyendo las economías emergentes y en particular Latinoamérica.

^{2/} Los participantes deben acogerse a un programa del Mecanismo de Estabilización Europea (ESM). Este plan reemplaza al antiguo *Securities Market Program (SMP)*, muy activo durante el segundo trimestre del 2011, pero que desde noviembre del mismo año no se aplicaba. El *OMT*, a diferencia del *SMP*, tiene un carácter condicional, ilimitado y de *seniority* equivalente al resto de la deuda, además de reducir el nivel de colateral exigible para la compra.

^{3/} Adicionalmente, los cambios regulatorios (Basilea III), los requerimientos adicionales de capital posterior a las pruebas de tensión y los impuestos por la Comunidad Europea a bancos con apoyo estatal, también apuntan en la misma dirección.

TABLA I.1

Variación de activos bancarios transfronterizos: junio 2011 a junio 2012
(porcentaje de los activos)

Activos de bancos residentes (1)	En bancos residentes (2)							
	Alemania	Francia	Italia	España	Resto periferia (3)	Otros Eurozona (4)	Emer- gentes (5)	Latinoa- mérica (6)
Alemania								
Francia	-25	-15	-23	-31	-25	-14	-15	-4
Italia	-10	-24	-40	-26	-26	2	-19	-22
España	-4	16	-21	-27	-35	-15	-13	-27
Suiza	-1	-19	-12	-18	-10	-8	-7	-7
Reino Unido	68	-15	-31	-26	-29	6	-9	-9
				-24	-17	32	-5	-14

(1) Economía de origen, activos de bancos reportantes del BIS.

(2) Economía de destino, bancos contraparte de los bancos reportantes del BIS.

(3) Grecia, Portugal e Irlanda.

(4) Resto de la Eurozona, excluido Alemania, Francia, España, Italia y el resto de la periferia.

(5) De acuerdo a la definición del BIS.

(6) Latinoamérica y el Caribe.

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

En un contexto en que aumentan las necesidades de capitalización de la banca, se han implementado medidas a nivel de país y a nivel de la Eurozona

En junio del 2012, la UE aprobó el apoyo de €100 mil millones a la banca española, modificó la preferencia de la deuda del fondo EFSF/ESM y anunció un eventual financiamiento directo del EFSF/ESM a la banca. Simultáneamente, se anunció la creación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), llamado a establecer normas comunes en la Eurozona, así como supervisar centralizadamente los bancos. El MUS se estableció como un prerequisite para el financiamiento directo del EFSF/ESM a la banca. Asimismo, el gobierno de España aprobó un plan de constitución de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb), que administrará los activos inmobiliarios de los bancos con mayores necesidades de capitalización.

Este conjunto de mecanismos apunta a reducir la interacción entre el sistema bancario y la sustentabilidad fiscal, la cual se mantiene relativamente alta (gráfico I.6). Sin embargo, al cierre estadístico de este Informe, persisten dudas respecto de la viabilidad política de su implementación. Adicionalmente, para reducir dicho vínculo es importante establecer un mecanismo de garantía bancaria solidaria en la Eurozona. Sin embargo, no existen propuestas concretas sobre este punto.

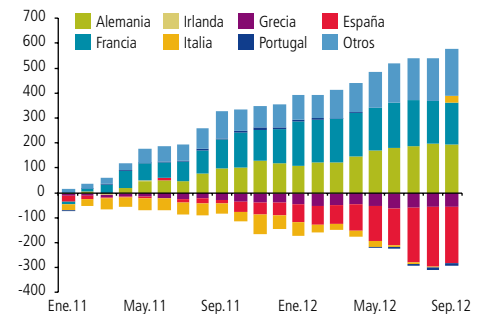
A la débil situación en Europa, se suma el retraso de la reactivación en EE.UU. y Japón, lo que motivó una nueva ronda de compras de instrumentos de deuda por parte de sus bancos centrales

En EE.UU. se mantiene latente el riesgo del llamado Abismo Fiscal. De no llegarse a un acuerdo político, se activarían mecanismos de ajuste automático que podrían restar hasta 4 puntos porcentuales al crecimiento del próximo año, aun cuando en términos fiscales cerrarían bastante la brecha del déficit^{4/}. Por su parte, Japón crecería este año 1,6% y tan solo 0,5% en 2013, mostrando igualmente un desempeño fiscal preocupante.

^{4/} De acuerdo con cálculos realizados por la Oficina de Presupuesto del Congreso de EE.UU. (CBO, 2012).

GRÁFICO I.5

Flujos de depósitos en la Eurozona
(miles de millones de euros) (*)

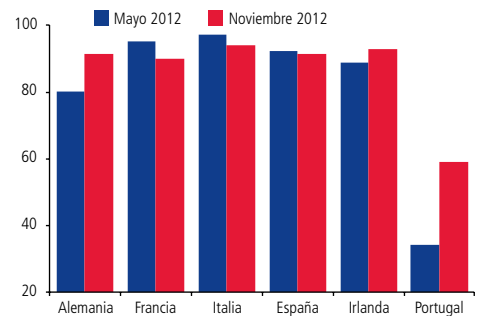


(*) Acumulados desde diciembre del 2010.

Fuente: BCE.

GRÁFICO I.6

Correlación entre riesgo bancario y soberano (*)
(porcentaje)

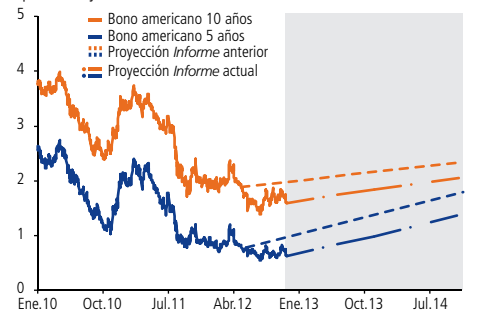


(*) Coeficiente de correlación, en una ventana de 3 meses previos a la fecha indicada, entre el CDS del bono soberano a 5 años y CDS, al mismo plazo, de los principales bancos de las respectivas economías.

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

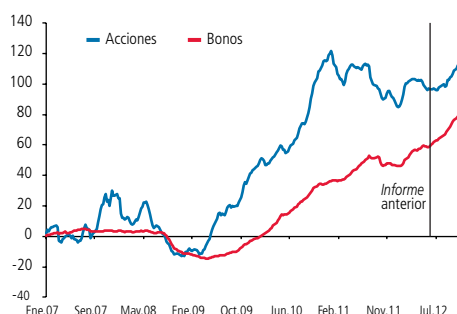
GRÁFICO I.7

Tasas soberanas de largo plazo (*)
(porcentaje)



(*) El área sombreada indica proyecciones usando forwards de tasas de interés.

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

GRÁFICO I.8
Flujos de portafolio a economías emergentes (*)
(miles de millones de dólares)


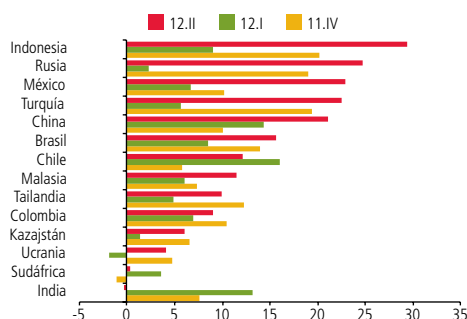
(*) Muestra de flujos de portafolio de fondos de inversión hacia Asia (excluido Japón), Europa emergente y Latinoamérica. Flujos acumulados desde enero del 2007.

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

En este contexto, los respectivos bancos centrales implementaron programas de compra de activos —como el llamado *QE3* de la *Fed*—, los cuales, dadas las señales de política que han entregado las autoridades, implicarían que las tasas de interés de largo plazo se mantengan bajas por un tiempo más prolongado que lo planteado en el último *Informe* —y por debajo del promedio observado en el período 2010-2012 (gráfico I.7).

El mundo emergente se mantiene relativamente más resiliente, atrayendo flujos de capitales...

Las mejores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes, así como sus mayores tasas de interés, en conjunto con las bajas tasas de interés en el mundo desarrollado, han configurado un escenario en el que persisten los flujos de capitales hacia las economías emergentes (gráfico I.8). En esta línea, según el Banco de Inglaterra (2012), el rebalanceo de activos hacia instrumentos como bonos de alto rendimiento en EE.UU. y activos en economías emergentes fue más sensible al anuncio de las medidas de la *Fed* (*QE3*) y el BCE (*OMT*), que lo observado en anuncios previos —*LTRO*, *QE1* y *QE2*— y, además, se concentró en activos simples y transparentes, en particular, bonos denominados en dólares.

GRÁFICO I.9
Crecimiento del crédito per cápita
(variación real anual, porcentaje)


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

...sin que, a la fecha, dicho influjo de capitales haya coincidido con un desalineamiento generalizado en el crecimiento del crédito interno

El FMI ha advertido sobre el riesgo de que algunas economías emergentes se encuentren en una fase avanzada del ciclo de crédito, tras varios años de un crecimiento significativo, tanto del crédito como del precio de los activos —por ejemplo, precio de viviendas—, mostrando un empeoramiento en la calidad de dichos préstamos (FMI, 2012b). Sin embargo, es importante destacar que el crecimiento del crédito exhibe una alta dispersión a través de economías emergentes, destacándose China, Turquía, México, Rusia e Indonesia, que crecen a tasas superiores al 20% real anual (gráfico I.9).

Los ciclos expansivos del crédito podrían incubar importantes vulnerabilidades financieras, motivo por el cual, se requiere evaluar y monitorear constantemente la evolución del crédito y sus potenciales consecuencias. Esto es especialmente importante para las economías emergentes, ya que parte de su relativa resiliencia se asocia a los favorables términos de intercambio vigentes, los cuales podrían revertirse en respuesta a un deterioro del escenario externo.

PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA ECONOMÍA CHILENA

Desde el último *Informe* se ha avanzado en establecer una hoja de ruta para la resolución de los problemas financieros de la Eurozona. Sin embargo, los desafíos de implementación son significativos. Por ello, y por el desafío macro que estas economías enfrentan, el escenario externo base es similar al planteado en el *Informe* anterior, y se caracteriza por una alta incertidumbre sobre la evolución de la Eurozona. Es esperable que en este escenario se generen nuevos episodios de volatilidad, con caídas en el valor de los activos financieros en los

países de la periferia, efectos en los precios de activos riesgosos globalmente y que la banca de la Eurozona continúe su proceso de desapalancamiento, con eventuales reducciones en su exposición fuera de la Eurozona. Estos períodos de volatilidad pueden ocurrir por noticias negativas en cualquiera de las tres dimensiones descritas en la sección anterior —situación fiscal, crecimiento económico o solidez de la banca.

En base a los antecedentes expuestos en este capítulo, el principal escenario de riesgo externo es una mayor profundización de la crisis en Europa. A pesar de una menor percepción de riesgo por parte del mercado, se estima que la probabilidad de que ocurra esta profundización no ha bajado materialmente respecto del *Informe* anterior. La desaceleración económica y la mayor aversión al riesgo que se generarían en este escenario podrían ser significativas, especialmente frente a una agudización de las vulnerabilidades macrofinancieras en España e Italia. Esto, debido al tamaño de dichas economías, a la limitada capacidad de las economías avanzadas para aplicar políticas fiscales y monetarias contra-cíclicas, así como por la menor capacidad de los gobiernos para apoyar a sus intermediarios financieros.

En el escenario de riesgo se tensionarían las condiciones de financiamiento externo para los agentes chilenos, generando un freno en la entrada de capitales de portafolio y una caída en el valor de los activos financieros privados en Chile. El impacto de este escenario de riesgo sobre la demanda por exportaciones de Chile dependerá del contagio de los eventos en la Eurozona sobre la economía global, y en especial sobre las economías asiáticas. Particularmente compleja resultaría en este escenario una desaceleración económica mayor a la esperada en China debido a la incidencia de esta economía en la evolución del precio de las materias primas que exporta Chile. Esta caída en precios tendría repercusiones directas sobre dichos sectores exportadores, impactando negativamente el proceso de inversión en minería, con las consiguientes repercusiones en aquellos sectores más vinculados a dicha inversión —comercio, construcción y manufacturas y otros servicios (ver IPoM diciembre 2012).

En lo referente a las economías emergentes, si bien estas mantienen un dinamismo mayor al de las economías avanzadas, es necesario continuar monitoreando su evolución. Esto considerando que las bajas tasas de interés en las principales economías avanzadas pueden llevar a que persista o aumente la demanda por activos en economías de mayor dinamismo por parte de inversionistas que buscan activos de mayor retorno esperado. En este contexto podrían generarse vulnerabilidades macrofinancieras si es que la entrada de capitales llevase a aceleraciones del crédito, alzas en el precio de activos y mayores descalces cambiarios. En caso de materializarse una situación de tensión financiera, los canales de contagio de estos eventos a la economía chilena son similares a los del escenario de deterioro de la Eurozona.

II. FINANCIAMIENTO EXTERNO

Las condiciones de financiamiento externo de la economía han mejorado respecto del último Informe. La posición de liquidez y de solvencia externa se mantienen estables.

FLUJOS DE CAPITAL

La entrada neta de capitales ha descendido levemente

En el año terminado el tercer trimestre del 2012, la entrada neta de capitales fue de US\$ 14.172 millones, equivalente a 5,6% del PIB (gráfico II.1)^{1/}. En igual período, el déficit de cuenta corriente alcanzó 3,0% del PIB, cifra superior a la registrada al cierre del primer cuarto del año. Este mayor déficit de cuenta corriente se vinculó, en gran medida, a una mayor inversión extranjera directa en minería.

La salida bruta de capitales se incrementó debido a mayores inversiones en el exterior de las empresas chilenas y de los fondos de pensiones...

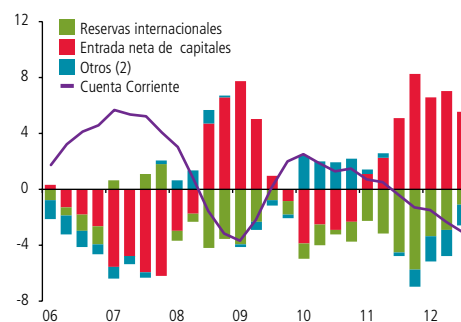
Desde principios del 2012, la salida bruta de capitales ha aumentado paulatinamente, llegando a representar 9,5% del PIB al tercer trimestre (gráfico II.2). Esto, principalmente explicado por el aumento de las inversiones del sector privado en activos externos —2,3 puntos porcentuales del PIB respecto del primer trimestre. Dichas inversiones responden mayoritariamente a inversión extranjera directa. Los fondos de pensiones, dada la mayor calma relativa en los mercados financieros internacionales (capítulo I), aumentaron sus inversiones en activos externos hasta 1,6% del PIB en el tercer trimestre del año. Ello, luego de que, hasta el segundo trimestre, su posición externa había disminuido. Por último, los activos externos del gobierno general —como porcentaje del PIB— no variaron durante el tercer trimestre del 2012.

...mientras la entrada bruta de capitales aumentó hasta 15% del PIB, lo que se explica mayoritariamente por inversión extranjera directa

Los flujos de inversión extranjera directa —que explican cerca del 50% de la entrada bruta de capitales— alcanzaron 9,5% del PIB al tercer trimestre del 2012, parte importante de los cuales se concentraron en la minería (gráfico II.3). Durante el tercer trimestre se detuvo el crecimiento de los flujos de portafolio de renta variable observado desde fines del 2011, alcanzando 2,3% del PIB. En

GRÁFICO II.1

Entrada neta de capitales (1)
(porcentaje del PIB)



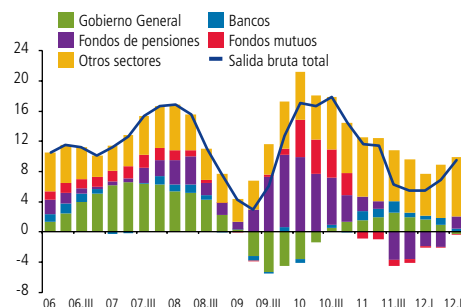
(1) Flujo acumulado anual, trimestre móvil.

(2) Incluye cuenta de capitales, instrumentos derivados y errores y omisiones.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.2

Salida bruta de capitales hacia el exterior (*)
(porcentaje del PIB)



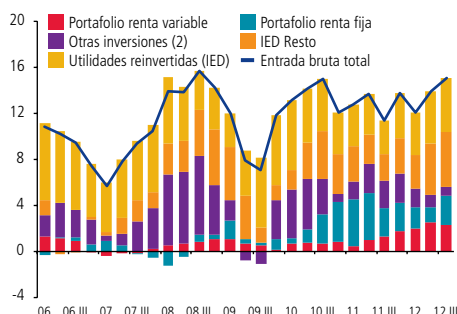
(1) Flujo acumulado anual, trimestre móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} En adelante, los flujos como porcentaje del PIB se expresan en términos acumulados anuales.

GRÁFICO II.3

Entrada bruta de capitales hacia Chile (1)
(porcentaje del PIB)



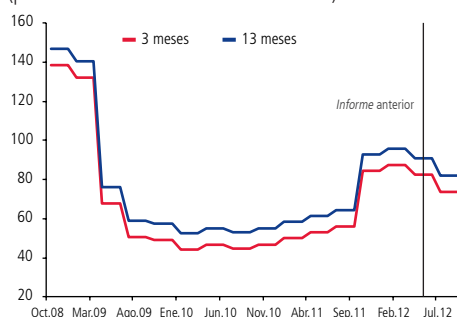
(1) Flujo acumulado anual, trimestre móvil.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.4

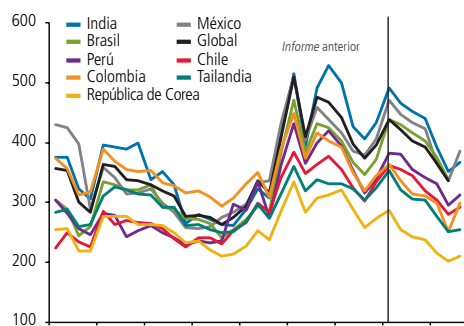
Spread de operaciones de comercio exterior de la banca
(puntos base sobre la tasa Libo a 3 meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.5

Spreads de bonos privados (*)
(puntos base)



(*) Valores a finales de cada mes. Incluye bonos emitidos por empresas y bancos.

Fuente: Bloomberg.

cambio, los flujos asociados a instrumentos de renta fija emitidos por empresas y bancos aumentaron en el margen, situación coherente con el rebalanceo global de activos hacia bonos de economías emergentes (capítulo I). Los flujos de pasivos de créditos comerciales y préstamos netos disminuyeron respecto al primer trimestre del año, principalmente por mayores amortizaciones, ya que la contratación de créditos en el exterior se mantuvo dinámica.

Luego del alza de principios de año, las condiciones de financiamiento externo de corto plazo de la banca han mejorado...

Desde el *Informe* anterior, el costo de financiamiento bancario externo de corto plazo se redujo, alcanzando a septiembre del 2012 niveles de *spread* sobre la tasa *Libo* a tres meses de 74 y 82 puntos base, para un crédito tipo a tres y trece meses, respectivamente (gráfico II.4)^{2/}. Esto, se complementa con plazos de las operaciones que se han mantenido estables, en torno a nueve meses —nivel comparable al del *Informe* anterior. Por su parte, y coherente con la evolución del escenario externo, un 60% aproximadamente de los flujos de financiamiento bancario de corto plazo continuó proviniendo de EE.UU. y Canadá.

...en línea con las menores primas por riesgo soberano y corporativo

El nivel del *spread* soberano —*Embi* Chile—, al igual que en la mayoría de las economías emergentes, disminuyó desde el último *Informe*. El *Embi* se redujo 35 puntos base, situándose en 142 puntos base al cierre estadístico de este *Informe*. Los *spreads* privados —*Cembi*— también disminuyeron desde el *Informe* anterior, aunque su descenso fue menor (gráfico II.5). En este entorno, a fines de octubre, el Gobierno emitió bonos a 10 y 30 años, logrando *spreads* de 55 y 75 puntos base, respectivamente, tasa de colocación que es históricamente baja y del orden de 40 puntos base menor que la tasa equivalente en el mercado local para dicho instrumento (capítulo III). Esta compresión de las primas por riesgo está, al menos en parte, explicada por una búsqueda de retorno de los inversionistas externos y es la contraparte en precios de los mayores flujos observados.

Las emisiones totales de bonos en el exterior por parte de bancos y empresas alcanzan un 3% del PIB (gráfico II.6), lo que se reflejaría en el aumento de los pasivos externos de portafolio de renta fija antes mencionado (gráfico II.3). Al tercer trimestre, los bonos corporativos aumentaron hasta representar 1,9% del PIB, mientras los bonos bancarios aumentaron a 0,9% del PIB, niveles cercanos a los máximos recientes.

^{2/} Los valores reportados en el gráfico II.4 corresponden al *spread* sobre la tasa *Libo* a tres meses de una operación tipo entre el promedio de los bancos deudores y acreedores, considerando el monto promedio del crédito para el periodo enero 2011 - septiembre 2012 y manteniendo el plazo fijo. Los valores empleados se derivan de estimaciones de panel (Calani y Díaz, 2012).

LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

La liquidez externa se ha mantenido relativamente estable a nivel agregado...

Al tercer trimestre, la deuda externa de corto plazo residual (DECPR) fue de US\$41.761 millones (16% del PIB)^{3/}. Esta se compara favorablemente con los activos líquidos externos de la economía y, en particular, con las reservas internacionales de libre disponibilidad (gráfico II.7). Se llega a una conclusión similar al comparar la DECPR financiera con las reservas de libre disposición (tabla II.1). La comparación de Chile con otras economías también es favorable en términos de la composición relativa de activos y pasivos externos líquidos (gráfico II.8)^{4/}. En efecto, la tenencia chilena de activos externos líquidos es superior a sus pasivos líquidos, situación excepcional para una economía emergente.

...manteniéndose también estable la posición de solvencia

Al cierre del tercer trimestre del 2012, la posición de inversión internacional neta (PIIN) mantuvo su saldo deudor en 11,6% del PIB (gráfico II.9). Esto, debido principalmente a que la reducción en la posición deudora de bancos fue compensada casi totalmente por una reducción de la posición acreedora de los inversionistas institucionales. Mientras que la posición deudora neta de empresas y personas se mantuvo estable respecto al último *Informe*—con una posición de US\$126.486 millones, equivalente a 47,2% del PIB. El indicador de solvencia asociado a la deuda externa, como proporción del PIB, aumentó levemente en los últimos trimestres (hasta 43%). Lo mismo ocurrió con la deuda externa medida como porcentaje de las exportaciones, que se ubicó en 120% al tercer trimestre del 2012, esto es, 13 puntos porcentuales superior al nivel del *Informe* anterior (tabla II.1 y tablas 1, 2 y 3 del anexo estadístico).

El gobierno central, al mantener su posición acreedora, continuó contribuyendo a la solvencia agregada de la economía

Según estimaciones de la autoridad fiscal realizadas en septiembre, la ejecución fiscal del 2012 sería algo menos deficitaria que lo presupuestado a fines del 2011^{5/}. Este menor déficit se debería a mayores ingresos tributarios asociados, en parte, a la reciente reforma tributaria^{6/7/}. Considerando la proyección financiera del trienio 2012-2014 para el gobierno central total realizada por la misma autoridad, se espera alcanzar déficits efectivos de 0,2%, 0,7 y 0,7% del PIB, respectivamente, y estructurales de 1,0% del PIB para todo el período.

^{3/} En el caso de las variables de stock contabilizadas en dólares, la conversión a pesos se realiza usando el tipo de cambio observado el último día hábil de cada trimestre.

^{4/} Los activos y pasivos externos líquidos excluyen la inversión extranjera directa y los instrumentos derivados.

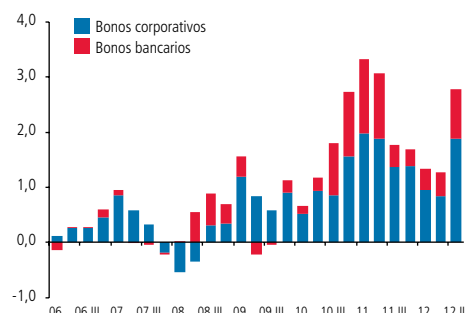
^{5/} Dirección de Presupuestos (2012).

^{6/} Debido a que en la operación renta del 2012 se obtuvo mejores resultados que lo estimado en la Ley de Presupuestos, los ingresos tributarios recaudados de este año aumentaron respecto de lo proyectado. Ello, producto del incremento de la tasa promedio de PPM, la cual se ajusta en mayo de cada año (Dirección de Presupuestos, 2012).

^{7/} La aprobación de la Ley N°20.630 que modifica la legislación tributaria, implica que a partir de octubre del 2012 se recaudarán mayores PPM por el aumento permanente de la tasa de impuesto de primera categoría.

GRÁFICO II.6

Financiamiento externo vía bonos (*)
(porcentaje del PIB)

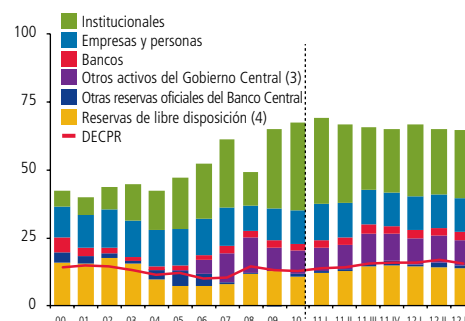


(*) Flujo acumulado anual, trimestre móvil.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.7

Disponibilidad de liquidez financiera externa de Chile (1)
(porcentaje del PIB) (2)



(1) Incluye préstamos de corto plazo, moneda y depósitos, e inversión de cartera. No incluye posiciones en instrumentos derivados.

(2) PIB a tipo de cambio real constante (índice base sep.12=100).

(3) Gobierno consolidado menos reservas internacionales oficiales.

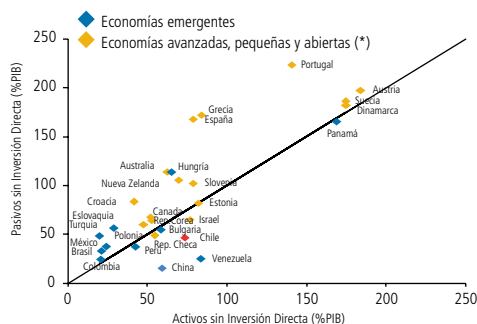
(4) Reservas oficiales menos compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, swaps).

Fuente: Banco Central de Chile.



GRÁFICO II.8

Activos y pasivos externos líquidos
(porcentaje del PIB)

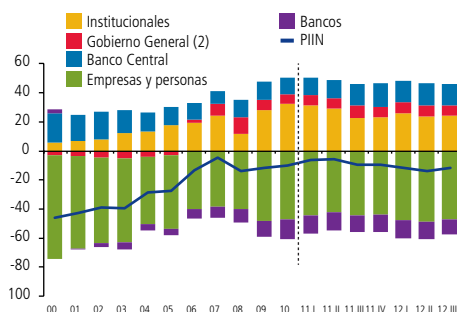


(*) Seleccionadas dentro de los países calificados como *high income* OCDE, cuyo PIB, medido en dólares corrientes, es menor al promedio dentro de la muestra y tienen un grado de apertura comercial mayor que 60% del PIB.

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

GRÁFICO II.9

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



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base sep.12=100).

(2) Gobierno Central y municipalidades.

Fuente: Banco Central de Chile.

Por último, y desde una perspectiva de mediano plazo, los pasivos externos no presentan un cambio en su composición

En un contexto global de bajas tasas y altos flujos de capitales es importante monitorear la composición de los pasivos externos. La inversión extranjera directa, menos vulnerable a reversiones, mantiene una participación cercana al 60% del total del stock de pasivos externos. La participación de créditos comerciales y préstamos (Otros) ha caído en los últimos años, siendo compensada, en gran parte, por una mayor inversión de portafolio de renta fija de mayor plazo. Por último, la inversión en portafolio de renta variable también ha aumentado gradualmente, lo cual, desde una perspectiva de liquidez, constituye una fuente de financiamiento menos riesgosa respecto de alternativas tales como la deuda de corto plazo.

TABLA II.1

Deuda externa bruta, indicadores de solvencia y liquidez externa
(miles de millones de dólares, porcentaje)

	2008 IV	2009 IV	2010 IV	2011		2012	
				III	IV	I	II
(miles de millones de dólares)							
Deuda Externa Total	64	72	84	95	99	101	103
DEFP (1)	48	56	62	68	71	73	75
DECPR (2)	28	26	30	38	40	41	43
DECPR Financiera (3)	19	19	21	25	27	28	30
(porcentaje del total)							
Stock Activos Externos	99	100	100	106	108	105	107
Stock Pasivos Externos	117	112	110	116	119	117	121
(porcentaje del total)							
Composición de los Pasivos Externos							
Inversión extranjera directa	58	60	60	59	58	58	58
Portafolio Renta Variable	5	7	8	6	8	9	9
Portafolio Renta Fija	6	6	8	9	10	10	11
Otros	31	27	24	26	24	23	22
Composición de la DEFP							
Bancos	27	29	31	33	32	32	31
Empresas	73	71	69	67	68	68	69
Solvencia							
Deuda Externa Total / PIB (4)	43	38	36	41	43	40	42
Deuda Externa Total / Exportaciones	85	112	103	101	105	107	112
Liquidez							
DECPR Financiera/ RIN (5)	84	73	82	71	73	75	81

(1) DEFP: deuda externa financiera privada. Excluye deuda del gobierno y créditos comerciales.

(2) DECPR: deuda externa con vencimiento en un año.

(3) DECPR financiera: excluye créditos comerciales y préstamos entre empresas por inversión extranjera directa.

(4) PIB anual en dólares corrientes según el tipo de cambio de cierre de cada trimestre.

(5) RIN: Reservas internacionales de libre disposición. No incluye compromisos de corto plazo en moneda extranjera (vencimientos de BCX, BCD, *swaps*), depósitos del Fisco en el Banco Central y otros.

Fuente: Banco Central de Chile.

III. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

Los desarrollos externos siguen impactando el mercado monetario en pesos, mientras los instrumentos de largo plazo se han visto favorecidos por las menores tasas de interés en los mercados internacionales.

MERCADO MONETARIO

El mercado monetario en pesos continúa funcionando normalmente

Desde el cierre del último *Informe*, el *spread prime-swap* ha mostrado fluctuaciones del orden de 120 puntos base para los distintos plazos, destacando un aumento entre julio y octubre, y un descenso posterior (gráfico III.1)^{1/}. El primer período coincidió con una caída en la tenencia de depósitos bancarios por parte de los fondos de pensiones, que aumentaron sus activos externos en respuesta a una mayor calma en los mercados internacionales (capítulo I). Los fondos mutuos, aunque de forma más transitoria, también redujeron sus tenencias, lo que pudo ser influenciado por factores estacionales como el reporte de estados contables del sector corporativo que motivaron el retiro de sus posiciones en fondos mutuos.

El período en el cual descendieron estos *spreads* coincide con la atenuación de los mencionados factores estacionales y con el anuncio hecho por el Banco Central el 8 de noviembre de un programa transitorio para facilitar la gestión de la liquidez en pesos. Dicho programa tiene por objetivo mitigar eventuales tensiones estacionales que puedan producirse en el mercado monetario hacia fines de año. Estas tensiones se han visto exacerbadas en algunos años, como el 2011. El programa corresponde a una oferta de *repos* a tasa flotante —TPM más 25 puntos base— a 60 y 90 días plazo. Estas operaciones serán ofrecidas hasta el 18 de diciembre del presente año. Al cierre estadístico de este *Informe*, el *spread prime-swap* a 90 días había disminuido 23 puntos base desde la fecha del anuncio y el uso de esta facilidad superaba los \$158 mil millones de pesos^{2/}.

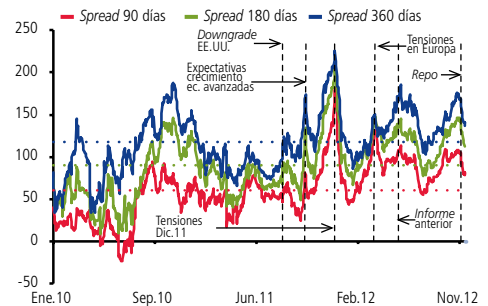
Con todo, el promedio y la volatilidad del *spread prime-swap* siguen siendo superiores a los que se observaron antes de la crisis *subprime*

El incremento del *spread* está principalmente vinculado a la evolución de factores de riesgo externo, los cuales han implicado un aumento en el *spread*

^{1/} La prima *prime-swap* busca medir cambios en las condiciones de financiamiento bancario que no se explican por cambios en las expectativas de la tasa de política monetaria. Para más detalles de los factores que determinan esta prima ver recuadro III.1 del *Informe* del segundo semestre del 2010 y Podpiera (2012).

^{2/} El cierre estadístico del *Informe* fue el 20 de noviembre de 2012.

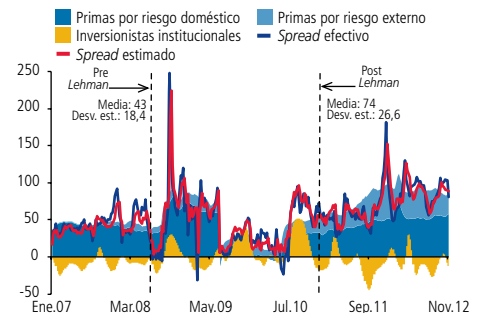
GRÁFICO III.1
Mercado monetario en pesos (*)
(puntos base)



(*) Las líneas punteadas horizontales indican el promedio de cada serie para el período 2010-2012.

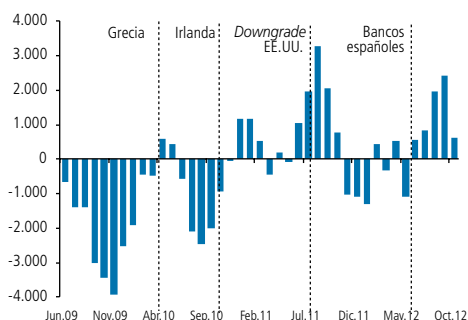
Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO III.2
Descomposición del modelo para el *spread prime-swap* a 90 días (*)
(puntos base)

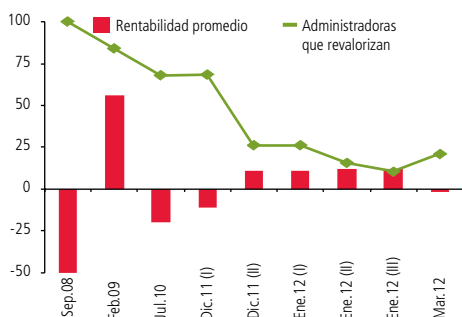


(*) Ver *Informe* del segundo semestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg.

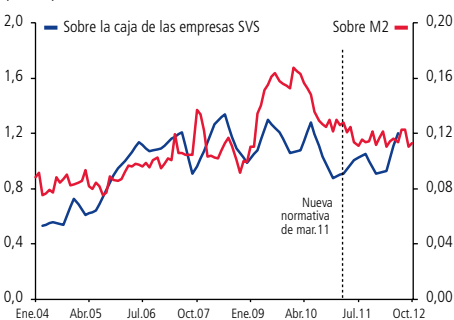
GRÁFICO III.3
Inversión de fondos de pensiones en depósitos a plazo
(cambio trimestral en el stock, millones de dólares)


Fuente: Banco Central de Chile y SP.

GRÁFICO III.4
Eventos de revalorización de fondos mutuos tipo 1 (*)
(puntos base, porcentaje)


(*) Fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, con duración menor o igual a 90 días.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Asociación de Fondos Mutuos y la SVS.

GRÁFICO III.5
Patrimonio de fondos mutuos tipo 1
(veces)


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

promedio de cerca de 30 puntos base entre los niveles pre y post crisis *subprime* (gráfico III.2)^{3/4/}. El rol de los factores externos en el *spread* es coherente con los mayores *spreads* observados en economías como Australia, Canadá y Suiza que tampoco se han visto directamente afectadas por la crisis financiera^{5/}. En cuanto a los factores domésticos, el riesgo de crédito bancario implicó un aumento del *spread* de 8 puntos base, mientras que la incidencia de la tenencia de depósitos de los inversionistas institucionales se ha mantenido constante —estimándose que en ambos períodos este factor habría reducido el *spread* entre 8 a 9 puntos base.

Por su parte, la volatilidad del *spread* también aumentó en el período post crisis del 2008. Es así como la desviación estándar del *spread* a 90 días es 8 puntos porcentuales superior a la del período pre crisis. En términos de los determinantes del *spread*, todos presentan una mayor volatilidad, destacándose el aumento de volatilidad en el portafolio de inversionistas institucionales. Sin embargo, es importante destacar que parte de las fluctuaciones vinculadas a los fondos de pensiones tienden a mitigar los cambios en el *spread* que se derivan de factores externos, ya que durante períodos de tensiones externas estos inversionistas aumentan su tenencia de activos domésticos (gráfico III.3)^{6/}.

La nueva normativa de revalorización de los fondos mutuos ha reducido las fluctuaciones del patrimonio administrado en torno a los eventos de revalorización

La norma de valorización de fondos mutuos tipo 1, en vigencia desde marzo del 2011, estableció criterios de revalorización automáticos que acotan las diferencias entre el valor contable y el valor de mercado de los portafolios^{7/}. Producto de la nueva normativa, si bien se observa una mayor frecuencia de revalorizaciones, estos eventos presentan una menor sincronización entre administradoras y ajustes más acotados en la rentabilidad del portafolio (gráfico III.4). Esto implica retiros menos abruptos de fondos, reduciendo así su impacto en el mercado monetario. El volumen de activos administrados ha recuperado los niveles previos al anuncio de la norma, en relación tanto con la evolución de los agregados monetarios nominales (M2) como con la liquidez del sector corporativo (gráfico III.5).

^{3/} Los factores externos se aproximan por la evolución del CDS de la banca europea. Por su parte, los factores domésticos corresponden a una medida de riesgo de crédito bancario medido por el diferencial de tasas de bonos bancarios y estatales, y el segundo factor doméstico corresponde a la tenencia de depósitos por inversionistas institucionales —fondos mutuos y fondos de pensiones. Las estimaciones se basan en la adaptación del modelo de *spread prime-swap* a 90 días que se detalla en el Informe del segundo semestre del 2010.

^{4/} El período previo a la crisis es: enero 2007 - julio 2008. El período posterior es: enero 2011 - noviembre 2012. El 2010 no se considera por la aplicación de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) durante ese año.

^{5/} El Informe del primer semestre del 2012 presenta evidencia con respecto a este punto.

^{6/} La correlación entre las primas asociadas al manejo de portafolio de los inversionistas institucionales y aquellas asociadas a factores externos entre los períodos pre y post crisis pasó de 0,1 a -0,4.

^{7/} Esta normativa permite una diferencia máxima de 0,1% entre la valorización a compra y la de mercado a nivel de portafolio, 0,6% a nivel de instrumentos nominales, y de 0,8% a nivel de instrumentos en otro tipo de reajustabilidad.

MERCADO DE RENTA FIJA

Las tasas de interés soberanas de largo plazo se han mantenido estables, en línea con el escenario externo

Las tasas de instrumentos soberanos de renta fija, en línea con la evolución de las tasas soberanas externas, se han mantenido estables desde el último *Informe* (gráfico III.6). En este sentido, y dada la trayectoria esperada de las tasas externas de largo plazo (capítulo I), es plausible esperar que las tasas soberanas locales de largo plazo no cambien significativamente en los próximos trimestres y se mantengan en niveles relativamente bajos. Sin embargo, es importante señalar que lo anterior es condicional a la manifestación de posibles escenarios de riesgo a nivel internacional, como los que se describen en el capítulo I, que podrían elevar las primas, tanto de riesgo de contraparte como de plazos.

En el mercado de bonos corporativos, las condiciones de financiamiento externo son relativamente más favorables

Desde el cierre estadístico del último *Informe*, el *spread* de los bonos corporativos locales ha aumentado levemente en las diferentes categorías de riesgo, mientras que el *spread* corporativo externo —medido a través del *Cembi*— ha disminuido (gráfico III.7). Esta situación coincidió con las mayores colocaciones externas de bonos de empresas y bancos durante el tercer trimestre (capítulo II) especialmente para los emisores con mejor clasificación de riesgo. Este tipo de diferencial entre las tasas de instrumentos de largo plazo del mercado externo y el local tiende a observarse en ciertos períodos, y en contraste con los mercados de más corto plazo, su arbitraje es más lento^{8/}. Así, si las favorables condiciones de financiamiento externo permanecen por un período más prolongado, las tasas de interés corporativas del mercado local podrían ajustarse a la baja.

OTROS MERCADOS

Los mercados cambiarios y accionarios mostraron una volatilidad algo menor durante el segundo semestre

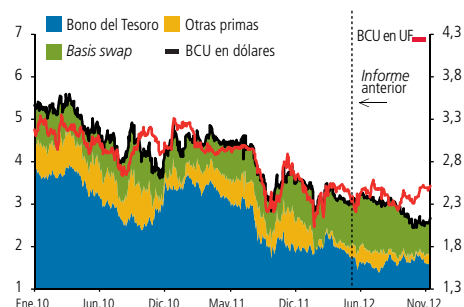
Desde el cierre del *Informe* anterior, el tipo de cambio nominal se apreció 4%, acoplándose a una tendencia generalizada de depreciación del dólar en los mercados externos, en especial respecto de economías exportadoras de materias primas (gráfico III.8). No obstante, la volatilidad del tipo de cambio ha sido menor durante el segundo semestre, llegando al cierre estadístico de este *Informe* a niveles en torno al 7% anual.

Por otra parte, la evolución del IPSA a lo largo del año ha estado marcada por los eventos externos. Al cierre estadístico de este *Informe*, el IPSA acumulaba un rendimiento anual en dólares de 8,1% en el 2012, similar al del *MSCI global* o el *MSCI emergentes* —7,0 y 7,5%, respectivamente (gráfico III.9). Al igual que en el mercado cambiario, en lo que va del segundo semestre la volatilidad del IPSA es algo menor que la observada durante la primera parte del año —8,6 versus 7,0% anual—, aunque con eventos puntuales de mayor variabilidad. Este comportamiento también es similar al de los índices bursátiles en otros países emergentes.

^{8/} Ver Álvarez y Opazo (2009).

GRÁFICO III.6

Tasas soberanas de largo plazo a 10 años (*) (porcentaje)

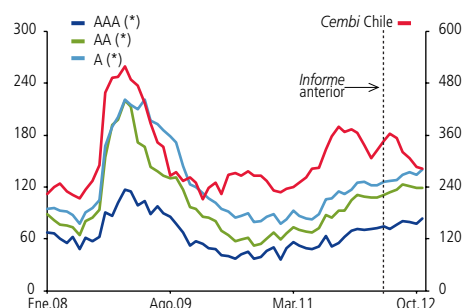


(*) BCU en dólares corresponde al retorno sintético en base a operaciones cross currency swap.

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

GRÁFICO III.7

Spread de bonos corporativos de largo plazo (puntos base)

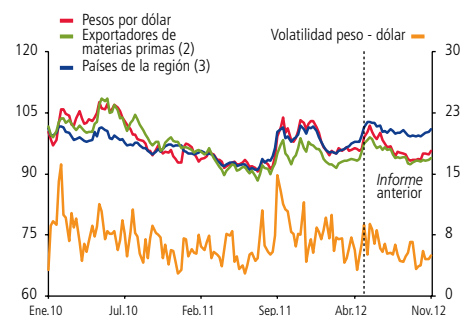


(*) Representativos de bonos de empresas y bancos de más de 9 años de duración.

Fuentes: Banco Central de Chile, Barclays y Bloomberg.

GRÁFICO III.8

Evolución de paridades de referencia (1) (índice base ene.10=100, porcentaje)

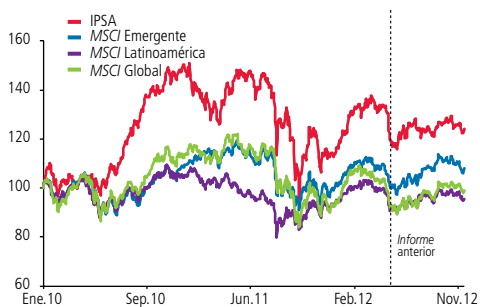


(1) Volatilidad calculada según la metodología de Alfaro y Silva (2008).

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

(3) Perú, Brasil, Colombia y México.

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

GRÁFICO III.9**Índice IPSA y similares internacionales (*)**
(índice base ene.10=100)

(*) Índices en dólares.

Fuente: Bloomberg.

En resumen, los desarrollos externos siguen impactando el mercado monetario, mientras los instrumentos de largo plazo se han visto favorecidos por las menores tasas de interés en los mercados internacionales, previéndose la prolongación de un escenario de bajas tasas de interés soberanas y corporativas de largo plazo. En este escenario de bajas tasas aumentan los incentivos para que los inversionistas eleven la tenencia de activos de mayor retorno y riesgo relativo esperado. Esto es un tema que las autoridades supervisoras y los directores de las empresas financieras deben continuar monitoreando con detención, en especial porque persiste el riesgo de nuevos eventos de volatilidad en los mercados financieros globales.

IV. USUARIOS DE CRÉDITO

La deuda de las empresas continúa aumentando, observándose un importante dinamismo en sectores cíclicos como el comercio y la construcción. El endeudamiento y carga financiera agregados de los hogares se mantiene estable.

EMPRESAS

La deuda de las empresas ha continuado creciendo durante este año, impulsada principalmente por los préstamos bancarios locales

Durante el tercer trimestre del 2012, la deuda total de las empresas creció a una tasa de 8,9% anual, llegando a 91% del PIB (gráfico IV.1). En términos de composición, el mercado de deuda local tuvo la mayor contribución, siendo las colocaciones comerciales la fuente de mayor incidencia (tabla IV.1). Por otra parte, la deuda externa aumentó 14% anual en el tercer trimestre, destacándose la contribución de la inversión extranjera directa (IED) —principalmente dirigida al sector minero— y la deuda vía bonos en un contexto de favorables condiciones de financiamiento (capítulo II). En tanto, los préstamos externos bancarios presentaron un menor crecimiento, en particular, aquellos provenientes desde bancos acreedores de la Eurozona.

TABLA IV.1

Fuentes de financiamiento de empresas no financieras
(variación real anual, porcentaje)

Indicador	Prom. 2005-07	2008 IV	2009 IV	2010 IV	2011 IV	2012			Contribución al crecimiento (1)	Participación
						I	II	III		
Deuda local	11,8	9,1	1,5	4,7	11,1	10,1	10,8	7,0	5,0	70,2
Préstamos bancarios y otros	13,2	11,5	-2,3	5,2	12,9	12,3	14,6	9,5	5,3	55,6
Colocaciones comerciales	11,8	8,5	7,7	2,8	9,0	11,9	14,4	12,2	5,0	42,1
Comercio exterior	16,1	35,3	-40,1	12,5	37,8	11,0	18,2	-2,4	-0,2	7,1
Factoring y leasing (2)	19,0	4,2	-11,1	15,9	15,8	16,4	11,9	7,4	0,5	6,4
Bonos (3)	7,4	0,7	15,8	3,1	5,2	2,9	-1,5	-1,7	-0,3	14,6
Deuda externa (4)	-1,5	15,7	15,5	5,6	8,2	10,1	16,9	13,8	3,9	29,8
Préstamos	5,4	21,4	17,6	-8,4	1,3	5,9	14,5	1,9	0,3	13,3
Créditos comerciales	2,7	0,7	-20,5	18,9	8,8	6,5	5,0	-1,3	-0,1	4,3
Bonos	-11,6	0,5	50,2	27,2	21,8	15,8	19,0	24,2	1,2	5,8
Préstamos asociados a IED	-25,7	38,8	36,7	38,9	17,6	20,6	34,8	55,3	2,5	6,4
Total	7,9	9,9	5,3	4,9	10,2	9,5	12,6	8,9	8,9	100

(1) Puntos porcentuales.

(2) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias.

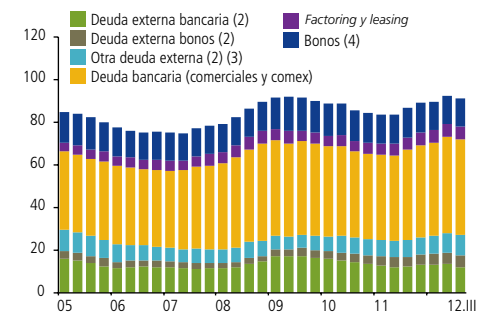
(3) Bonos corporativos (excepto Codelco), securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio, a valor de mercado.

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

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

GRÁFICO IV.1

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



(1) PIB corresponde al año móvil terminado en cada trimestre.

(2) Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio anual móvil.

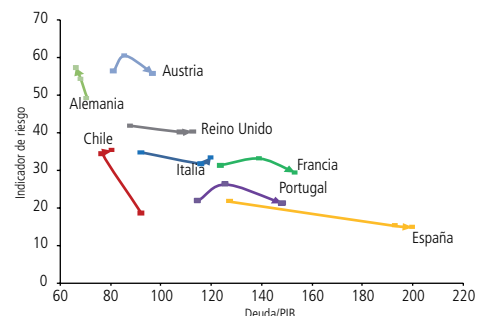
(3) Préstamos asociados a IED y créditos comerciales.

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

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

GRÁFICO IV.2

Indicador de riesgo (*)
(porcentaje, nivel)

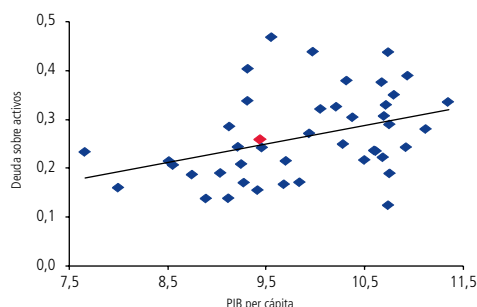


(*) La deuda financiera corresponde a la suma de bonos y préstamos, exceptuando IED. La flecha representa la dinámica de los indicadores entre los años 2000, 2007 y 2010. Valores cercanos al origen indicarían una mayor probabilidad de no pago por parte del sector corporativo.

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

GRÁFICO IV.3

Deuda sobre activos y PIB per cápita al 2010 (*)
(logaritmo, veces)

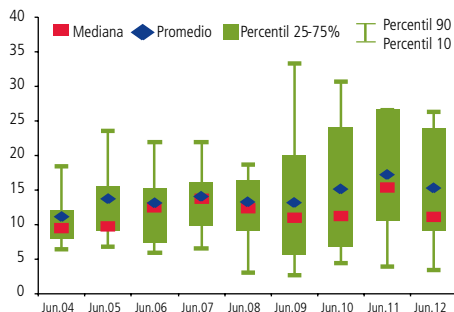


(*) Países incluidos: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Austria, Canadá, Chile (en rojo), Colombia, República de Corea, Dinamarca, EE.UU., Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hungría, Indonesia, Irlanda, Israel, Latvia, Lituania, Malasia, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rusia, Singapur, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía, y Sudáfrica.

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

GRÁFICO IV.4

Rentabilidad del sector corporativo (*)
(porcentaje)



(*) Rentabilidad sobre el patrimonio.

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

El endeudamiento agregado del sector corporativo se encuentra en línea con el de otras economías

Dado el crecimiento reciente de la relación de deuda a PIB, es relevante establecer niveles razonables de endeudamiento agregado. Una aproximación a ello es la comparación internacional. El indicador de endeudamiento agregado —deuda como proporción del PIB— se encuentra por debajo del promedio para una muestra de países de la OCDE. Sin embargo, al corregirlo por factores macroeconómicos propios de cada país —volatilidad y crecimiento agregado— se ubica en un valor cercano al promedio (gráfico IV.2)^{1/}. A diferencia de la mayoría de los países de la muestra, el nivel de endeudamiento corregido de Chile mejora entre el período 2000 y 2010.

Complementariamente, en base al análisis de la razón de deuda corporativa sobre activos totales para una muestra de países emergentes y avanzados, se observa que el endeudamiento de Chile es coherente con su PIB per cápita (gráfico IV.3)^{2/}.

Los indicadores financieros del sector corporativo presentan resultados mixtos

Para las empresas que reportan a la SVS, la información al segundo trimestre del 2012 muestra una evolución mixta en sus indicadores financieros. Por una parte, la razón de endeudamiento sube tanto en el promedio, como en la medida de mayor riesgo (tabla IV.2). El indicador de liquidez para el promedio de la muestra también exhibe un leve deterioro, no así el indicador para las empresas de menor liquidez (percentil 25). En tanto, la cobertura de intereses se mantiene en línea con sus valores históricos. Por otra parte, la rentabilidad promedio aumentó ligeramente, pasando de 14,5 a 15,3% entre el primer y segundo trimestre de este año. Sin embargo, el indicador de rentabilidad muestra una mayor dispersión posterior a la crisis del 2009 (gráfico IV.4).

En las empresas de menor tamaño, en base a una muestra de firmas afectas al impuesto de primera categoría, se observa que las empresas pequeñas y medianas (pymes) tienen un nivel de rentabilidad inferior al observado el 2007 (gráfico IV.5)^{3/}. En relación al endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, se observa que entre el 2007 y el 2011 las grandes empresas presentaron una disminución en el indicador pasando de 0,7 a 0,6 veces, mientras que en las pymes se ha mantenido en 0,4 veces. Esta heterogeneidad en los indicadores motiva el análisis sectorial que se realiza más adelante.

^{1/} El indicador de riesgo calculado es inversamente proporcional a la probabilidad de insolvencia. Valores cercanos al origen indicarían una mayor probabilidad de no pago por parte del sector corporativo. El indicador se obtiene de ajustar el endeudamiento por los siguientes factores: (i) promedio y volatilidad del crecimiento del PIB (obtenida desde 1980 al 2010), (ii) tasa de impuesto marginal para el sector corporativo (20% para Chile y 30% para el resto de los países) y (iii) tasas de interés (6% para todos los países). Para detalles del indicador ver Gray y Malone (2008).

^{2/} El PIB per cápita se emplea como aproximación del grado de profundidad financiera.

^{3/} Definidas como aquellas que presentan ventas por menos de UF 100.000.

TABLA IV.2
Indicadores financieros del sector corporativo
(porcentaje, veces)

	Promedio 2002- 2007	09.IV	10.IV	11.IV	12.I	12.II
Indicador promedio						
Endeudamiento (1)	0,64	0,67	0,66	0,69	0,69	0,74
Rentabilidad (2)	12,7	15,7	16,9	15,1	14,5	15,3
Liquidez (3)	1,10	1,16	1,13	1,03	1,03	0,94
Cobertura de intereses (4)	3,02	3,79	4,09	3,62	3,35	3,35
Descalce cambiario (5)	2,41	1,81	0,92	2,41	2,27	2,30
Indicador de mayor riesgo (6)						
Endeudamiento (1)	0,73	0,74	0,75	0,71	0,72	0,87
Rentabilidad (2)	8,40	6,80	9,90	8,00	7,10	9,10
Liquidez (3)	0,68	0,77	0,72	0,57	0,56	0,56
Cobertura de intereses (4)	1,39	2,17	1,67	1,33	1,19	1,45
Descalce cambiario (5)						
Percentil 25	-3,82	-0,63	-0,29	-0,01	-0,03	-0,02
Percentil 75	6,75	6,75	3,52	5,00	7,44	7,18

(1) Razón de deuda a patrimonio, veces.

(2) Rentabilidad sobre el patrimonio, porcentaje.

(3) Test ácido: activos corrientes menos existencias sobre pasivos corrientes, veces.

(4) Utilidad acumulada en 12 meses antes de gastos financieros más impuestos sobre gastos financieros, veces.

(5) Pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales. Promedio ponderado por activos.

(6) Corresponde al percentil 25 para los indicadores de rentabilidad, liquidez y cobertura de intereses, y al percentil 75 para el endeudamiento.

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

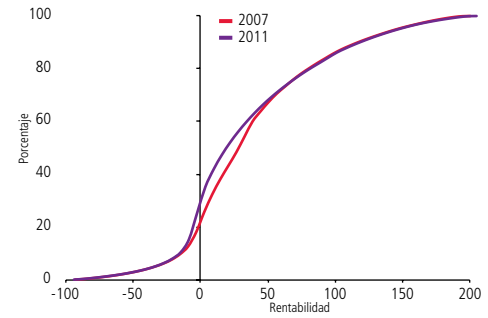
El descalce cambiario no muestra grandes cambios, tanto en empresas que reportan a la SVS como en aquellas de menor tamaño

A junio del 2012, el descalce cambiario muestra un nivel similar al de marzo del 2012, y en línea con su promedio histórico. Además, se redujo el descalce en ambos extremos de la distribución del indicador (tabla IV.2). El descalce cambiario de las empresas de menor tamaño del sector transable tampoco ha mostrado grandes variaciones (tabla 4 del anexo estadístico). Este indicador, sin embargo, debe ser evaluado con cautela, ya que es parcial al no considerar los préstamos bancarios en moneda extranjera a nivel de firmas. No obstante, en el agregado, las colocaciones bancarias en moneda extranjera continuaron mayoritariamente orientadas al sector transable (gráfico IV.6).

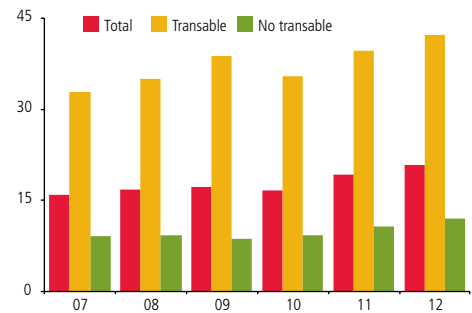
Los indicadores de comportamiento de no pago se mantienen en niveles bajos

El índice de cartera vencida (ICV) comercial se ha mantenido estable para el sistema. Sin embargo, desde mediados del 2011, se aprecia un deterioro del indicador para los multibancos grandes, pese a un contexto macroeconómico favorable (gráfico IV.7). En todo caso, este incremento del ICV aún se encuentra por debajo de los promedios históricos. Adicionalmente, al considerar el análisis de la morosidad de la cartera comercial por tamaño de deuda no se observa un incremento significativo a marzo del 2012, respecto del cierre del 2011. Con todo, los porcentajes de morosidad se ubican por debajo de los promedios del período 2009-2010 (tabla 5 del anexo estadístico).

Por otra parte, la Encuesta de Crédito Bancario muestra que para este tipo de créditos los bancos aún mantienen políticas más restrictivas que las observadas el 2010 (gráfico IV.8). Una de las principales razones planteadas por los bancos para mantener estas políticas, es la incertidumbre sobre las perspectivas económicas.

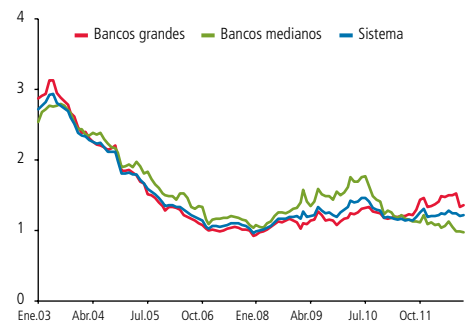
GRÁFICO IV.5
Distribución de la rentabilidad sobre el patrimonio de pymes
(porcentaje)


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

GRÁFICO IV.6
Deuda en moneda extranjera (*)
(porcentaje de la deuda comercial total)


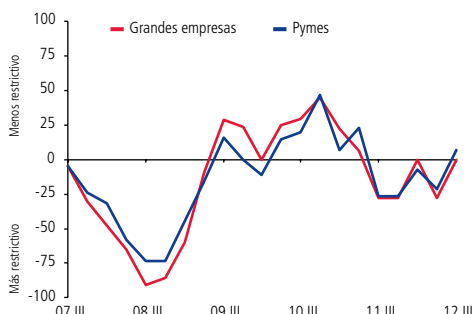
(*) Información actualizada a mayo de cada año.

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

GRÁFICO IV.7
Índice de cartera vencida comercial
(porcentaje de las colocaciones comerciales del año anterior)


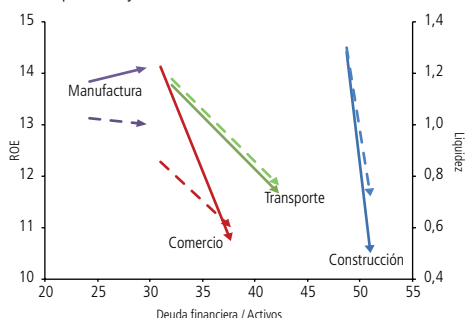
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO IV.8
Cambio en la oferta de crédito (1) (2)
(porcentaje del total de respuestas)



(1) Desde junio del 2010 se considera a aquellos bancos que mantienen colocaciones en el respectivo segmento.
(2) Corresponde a la diferencia entre el número de bancos que opinaron que los estándares de aprobación eran menos restrictivos y el número de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos, como porcentaje del total de respuestas.
Fuente: Banco Central de Chile.

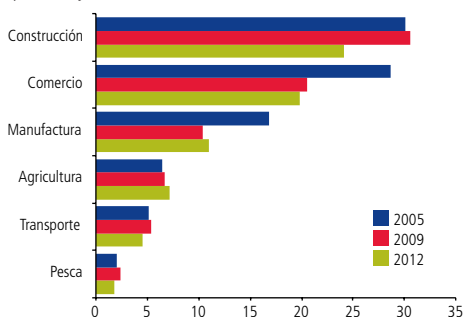
GRÁFICO IV.9
Indicadores financieros sectoriales
(veces, porcentaje) (*)



(*) El inicio de cada flecha representa el valor promedio del indicador para el período 2003-2007, mientras el final, el valor a junio del 2012. La línea continua señala la rentabilidad sobre patrimonio y la línea punteada a la liquidez, medida por el test ácido.

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

GRÁFICO IV.10
Deuda comercial sectorial (*)
(porcentaje de la deuda comercial total)



(*) Información actualizada a mayo de cada año.

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

En materia sectorial, la construcción y el comercio muestran cierto deterioro en sus indicadores financieros

Los sectores de construcción y comercio exhiben un crecimiento que, en parte, se vincula al dinamismo de las inversiones mineras (ver IPoM diciembre 2012). Esta fase de expansión ha venido acompañada por un incremento del endeudamiento como porcentaje de sus activos, así como por una reducción de la liquidez y la rentabilidad sobre patrimonio, respecto a los valores promedios del período 2003-2007 (gráfico IV.9). Esto, en conjunto con una alta participación de estos sectores en la cartera bancaria, implicaría que una reversión en alguno de los factores de crecimiento en estos rubros, como por ejemplo una caída abrupta de los términos de intercambio, podría reflejarse en un deterioro del comportamiento de pago y por tanto de las utilidades de la banca (gráfico IV.10).

En el sector inmobiliario persisten las alzas en el precio de las propiedades...

Los índices agregados de precios de viviendas mantienen su ritmo de expansión en línea con el dinamismo de la economía, registrando una tasa promedio de 5% real anual para el período 2009-2012 (gráfico IV.11). A nivel de comunas, desde el Informe anterior, se ha duplicado el número de localidades cuyos precios crecen a tasas mayores a las observadas históricamente. En conjunto, estas comunas representan el 52% de las transacciones de viviendas ubicadas en zonas para las cuales se cuenta con precios representativos^{4/}.

Por su parte, los precios agregados de oficinas también mantuvieron sus tasas de crecimiento, aunque en niveles más bajos que los precios residenciales, en un contexto de bajas tasas de vacancia y proyecciones de expansión de oferta que sugieren un alza significativa del stock de oficinas en los próximos años.

...en un contexto de alto crecimiento de la demanda de viviendas y una significativa expansión de la actividad en el sector

En el sector residencial, las ventas de casas y departamentos han aumentado significativamente, especialmente las de viviendas en estado de construcción, denotando cierta escasez en la oferta de corto plazo (gráfico IV.12). En línea con lo anterior, el inicio de nuevos proyectos inmobiliarios residenciales ha seguido aumentando, por sobre el promedio histórico (gráfico IV.13). Estimaciones realizadas por empresas consultoras sugieren que alrededor del 40% de esta mayor oferta tiene fecha de entrega en los próximos 12 meses (Collect GfK, 2012). Dado lo anterior, es muy probable una aceleración en los créditos para la vivienda en el mediano plazo (sección Hogares).

En el sector comercial, las medidas disponibles de tasa de vacancia permanecen en niveles mínimos —bajo el 2%— debido a que durante el 2012 no han ingresado nuevos proyectos de oficinas de alta calidad (clase A). En todo caso, las empresas privadas del sector continúan proyectando una expansión significativa de la oferta de este tipo de oficinas, situación que se destacó en el Informe anterior (CBRE, 2012; GPS, 2012).

^{4/} La muestra incluye 47 comunas, las que en conjunto, representan el 83% del valor de las transacciones totales a nivel nacional durante el período julio 2011-junio 2012.

Las empresas del sector presentan un mayor nivel de endeudamiento

Información de las empresas del sector que reportan a la SVS, muestra que el endeudamiento aumentó a 0,8 veces el patrimonio a junio del 2012 — superior al nivel de diciembre del 2011 (0,7 veces) y al nivel pre crisis (0,4 veces durante el período 2003-2008). Además, estas empresas exhiben bajos índices de liquidez (test ácido de 0,7 veces) en comparación con los niveles pre crisis (1,1 veces). Parte de la evolución de estos indicadores podría explicarse por la fase de expansión que enfrenta el sector.

Asimismo, información para una muestra más amplia de empresas inmobiliarias y constructoras —afectas al impuesto de primera categoría— describe el mismo patrón de aumento de endeudamiento. En particular, la razón promedio de endeudamiento de las empresas de mayor tamaño aumentó desde 0,59 a 0,72 veces el patrimonio, entre el 2010 y el 2011.

Estos desarrollos podrían llevar a la gestación de vulnerabilidades en el sector inmobiliario y constructor

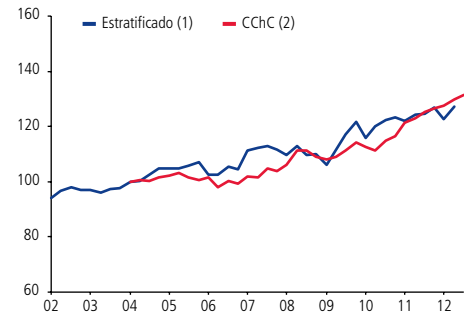
Parte de los riesgos del sector se vincula a la inercia de la oferta, debido al rezago en el proceso de construcción de los proyectos inmobiliarios. Así, la materialización de escenarios de riesgo —como los descritos en el capítulo I— podría conducir a *shocks* de demanda que originen ajustes en precios y/o acumulación de inventarios en las empresas inmobiliarias, las cuales ya presentan mayores niveles de endeudamiento. Asimismo, la expansión esperada de la oferta de viviendas en el corto plazo constituye una fuente adicional de volatilidad en los precios de las viviendas y, especialmente, en oficinas. Por ende, es importante que los agentes consideren estos factores al momento de evaluar sus decisiones de inversión y financiamiento en el sector.

Por último, es importante considerar que la actual combinación de alzas en el precio de las propiedades, bajas tasas de interés de largo plazo, condiciones crediticias hipotecarias algo menos restrictivas (sección Hogares) y mayor volatilidad en otras clases de activos financieros, constituye un escenario que podría motivar mayores inversiones financieras en el sector, pudiendo exacerbar los riesgos antes descritos.

Los potenciales riesgos que pudiesen gestarse en el sector inmobiliario han llevado a algunos reguladores y supervisores en otros países a utilizar una serie de instrumentos prudenciales para resguardar al sistema financiero y reducir la volatilidad en el sector. El recuadro IV.1 presenta evidencia internacional sobre la aplicación de algunos de estos instrumentos y analiza su efectividad y recomendaciones de uso.

GRÁFICO IV.11

Índice de precios reales de viviendas residenciales
(índice base mar.04 = 100)



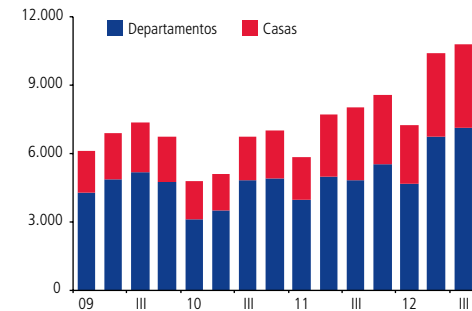
(1) Resultados preliminares. Calculado usando un ajuste composicional de acuerdo a las características de la vivienda. Ver Vio (2011).

(2) Índice de precios para viviendas nuevas en el Gran Santiago, elaborados en base a la metodología de precios hedónico por la Cámara Chilena de la Construcción.

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

GRÁFICO IV.12

Ventas de viviendas residenciales en el Gran Santiago (*)
(unidades)

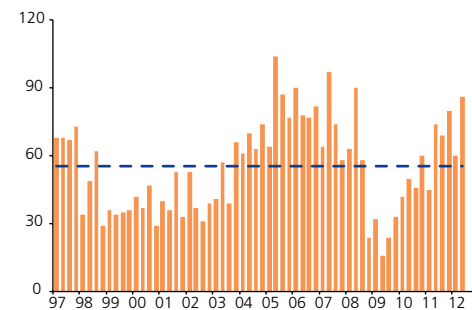


(*) Incluye promesas de compras.

Fuente: Cámara Chilena de la Construcción.

GRÁFICO IV.13

Incorporación trimestral de nuevos conjuntos inmobiliarios a la oferta (*)
(número)

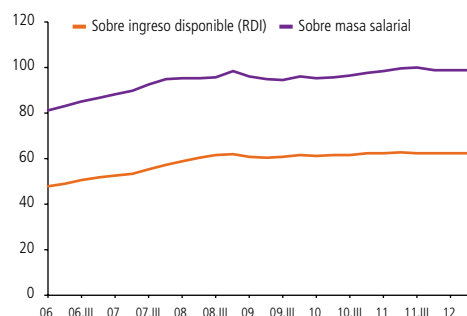


(*) Línea punteada representa el promedio del período.

Fuente: Collect GFK (2012).

**GRÁFICO IV.14**

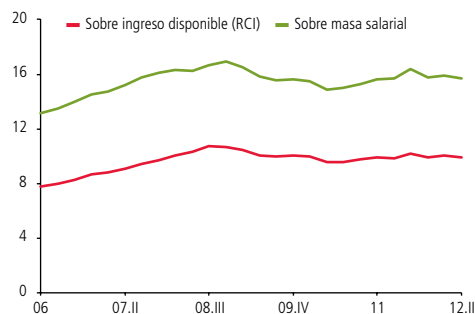
Endeudamiento de los hogares
(porcentaje)



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

GRÁFICO IV.15

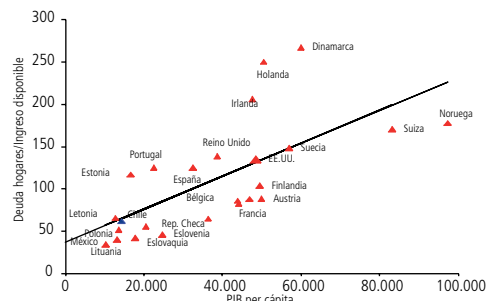
Carga financiera de largo plazo de los hogares
(porcentaje)



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

GRÁFICO IV.16

Comparación internacional de la deuda de los hogares (*)
(dólares, porcentaje)



(*) Datos al 2011, excepto para Polonia y Estonia que tienen datos al 2010.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Eurostat, Banco Central de México y Fed.

HOGARES

En el primer semestre, el crecimiento anual de la deuda de los hogares se mantuvo en niveles similares a los de años precedentes, persistiendo el menor crecimiento de fuentes no bancarias

A septiembre del 2012, la deuda total de los hogares se expandió 7,0% anual, con alguna diferencia en el ritmo de crecimiento de sus componentes de consumo (5,8%) e hipotecario (7,9%). Al igual que en períodos previos, los componentes más activos de la deuda de consumo fueron el endeudamiento bancario, que creció 10,6%, y la partida que contiene otras fuentes de financiamiento que se expandió 21% (tabla IV.3). En estas últimas, el crédito automotriz creció 16,7% anual, por debajo del aumento de 20% destacado en el *Informe* anterior.

En el caso de los oferentes no bancarios, la deuda de consumo volvió a caer en términos anuales, resultado explicado por el comportamiento de la deuda en casas comerciales y cooperativas. Excluyendo a La Polar, la deuda con casas comerciales disminuyó levemente —1,2% al tercer trimestre.

TABLA IV.3

Deuda de los hogares
(variación real anual, porcentaje)

	2009	2010	2011	2012			Contribución al crecimiento (1)	Participación
	IV	IV	IV	I	II	III		
Hipotecaria	7,4	6,9	7,3	8,3	7,9	7,9	4,5	57,1
Bancaria	8,6	9,0	8,4	9,4	8,7	8,5	4,3	51,0
No bancaria (2)	0,1	-6,1	-0,3	0,4	1,7	2,7	0,2	6,1
Consumo	4,0	6,6	7,3	6,4	5,8	5,8	2,5	42,9
Bancaria	2,2	8,6	13,7	12,4	11,1	10,6	2,7	26,0
No bancaria	-0,8	4,5	-7,3	-8,8	-10,1	-10,1	-1,3	10,8
Casas Comerciales	-9,3	5,9	-14,8	-17,6	-19,0	-18,9	-1,3	5,2
CCAF (3)	8,5	3,6	5,5	4,9	2,8	0,7	0,0	3,6
Cooperativas	15,5	1,9	-4,8	-4,4	-4,1	-1,6	0,0	2,0
Otras (4)	35,5	3,3	18,6	19,7	21,8	21,0	1,1	6,1
Total	5,9	6,8	7,3	7,5	7,0	7,0	7,0	100,0

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

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

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

Los indicadores de endeudamiento agregado se mantienen estables y coherentes con el aumento del ingreso de los hogares

Al igual que en *Informes* anteriores, con datos al segundo trimestre del 2012 se aprecia que la deuda de los hogares siguió creciendo en forma paralela a su ingreso disponible. El endeudamiento agregado se mantuvo relativamente estable en torno a 60% del ingreso disponible (RDI). Ello también se observa al utilizar indicadores alternativos de ingreso, como la masa salarial (gráfico IV.14). La razón de carga financiera a ingreso disponible (RCI) de largo plazo se mantiene en torno al 10%. Lo mismo ocurre con la carga financiera respecto de la masa salarial (gráfico IV.15).

La comparación internacional, utilizando la relación deuda sobre ingreso, indica que el nivel de endeudamiento de los hogares se encuentra en línea con el nivel de ingreso de la economía (gráfico IV.16). Asimismo, la evolución de la deuda total per cápita y de sus diversos componentes muestra que el endeudamiento estaría creciendo de acuerdo a su tendencia de largo plazo (gráfico IV.17)^{5/}. En este sentido, más allá de fluctuaciones temporales del ingreso —por ejemplo, debido a variaciones de los términos de intercambio— los indicadores de endeudamiento agregado se mantienen estables.

Esta evidencia, en conjunto con los antecedentes expuestos más adelante, indica que, a nivel agregado, no existe exceso de endeudamiento de los hogares, sin embargo, no se pueden descartar situaciones puntuales de sobreendeudamiento en ciertos hogares. Una discusión más detallada de este concepto y la evidencia internacional se presenta en el recuadro IV.2.

Los indicadores de no pago de la deuda hipotecaria bancaria siguieron disminuyendo

El ICV de vivienda se redujo en los últimos meses, manteniéndose en niveles inferiores a su promedio histórico (gráfico IV.18). Esto es coherente con tasas decrecientes de morosidad de la cartera hipotecaria, las cuales alcanzan niveles inferiores a su promedio histórico —en torno a 1,5% de la cartera hipotecaria total en julio del 2012.

En cuanto a las condiciones crediticias de esta cartera, la razón de deuda a garantía (*LTV*) aumentó desde 79 a 86% entre junio del 2011 e igual mes de este año (gráfico IV.19). En lo más reciente, la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre del 2012 muestra que el *LTV* promedio continuaría ubicándose en el rango de 80 a 90%, destacándose la alta participación de los créditos otorgados con un *LTV* superior al 80%, los cuales representan un poco más de dos tercios del total (gráfico IV.20).

Los actuales estándares crediticios, junto con el dinamismo del sector inmobiliario (sección Empresas), son factores que debieran ser considerados en la evaluación del riesgo de crédito de los hogares. Ello es especialmente relevante en un escenario de potenciales alzas en las tasas de crecimiento del crédito hipotecario, debido a la materialización de un mayor número de proyectos inmobiliarios que se han incorporado en el último tiempo.

Durante los últimos meses, los indicadores de no pago de la deuda de consumo bancaria se han mantenido estables

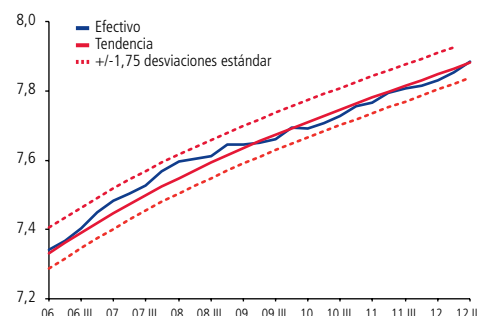
En los últimos meses, el ICV de consumo bancario se ha mantenido estable, luego del aumento observado a mediados del 2011. Así, dicho indicador se ubica en torno a su promedio histórico y en línea con los valores predichos por un modelo de determinantes macroeconómicos (gráfico IV.21)^{6/}. En todo caso, en la Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre los bancos reportaron condiciones crediticias más restrictivas. Al mismo tiempo, las instituciones orientadas hacia segmentos masivos han constituido mayores provisiones específicas y adicionales, y también han aumentado el volumen de castigos en estos segmentos (capítulo V).

^{5/} El hecho de que este indicador se construya en términos per cápita lo hace robusto a fluctuaciones transitorias del ingreso (Mendoza y Terrones, 2008).

^{6/} En el modelo, se encuentra que el ICV de consumo depende positivamente del desempleo, de la inflación total y de alimentos, y negativamente del crecimiento de la economía.

GRÁFICO IV.17

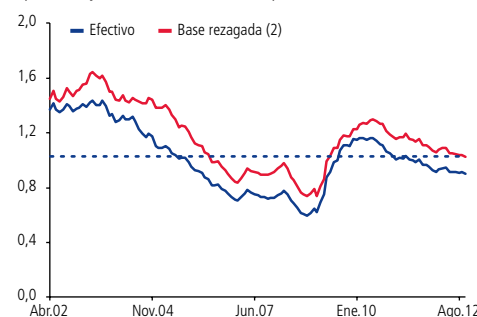
Deuda total de los hogares
(crédito per cápita en escala logarítmica)



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

GRÁFICO IV.18

Índice de cartera vencida de deuda hipotecaria bancaria (1)
(porcentaje de las colocaciones hipotecarias)



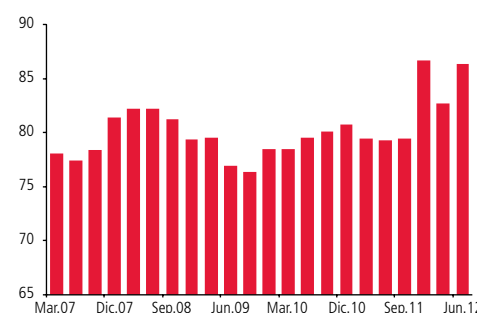
(1) Excluye BancoEstado. La línea segmentada indica el promedio del índice efectivo.

(2) Se consideran 12 meses de rezago para la base comparativa.

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

GRÁFICO IV.19

Razón de deuda a garantía hipotecaria: evolución (*)
(porcentaje)

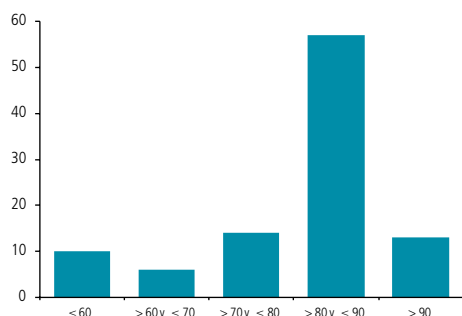


(*) Cifras preliminares, correspondientes a nuevas operaciones cursadas en cada período.

Fuente: SBIF.

**GRÁFICO IV.20**

Razón de deuda a garantía hipotecaria: distribución (porcentaje) (*)

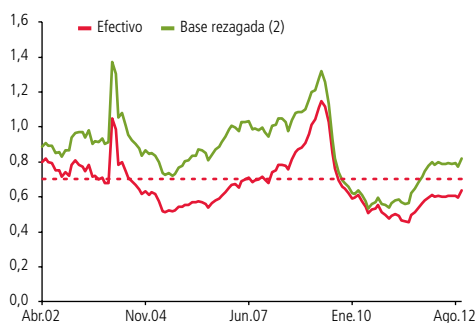


(*) Porcentaje del número de créditos hipotecarios otorgados durante el tercer trimestre del 2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO IV.21

Índice de cartera vencida de la deuda de consumo bancaria (1)
(porcentaje de las colocaciones de consumo)



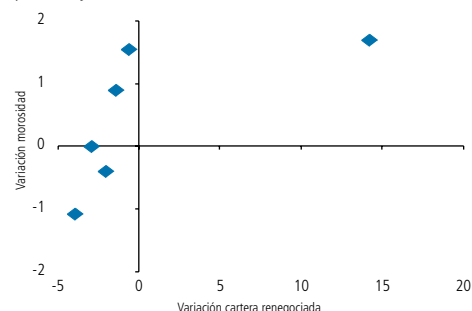
(1) La línea segmentada indica el promedio del índice efectivo.

(2) Se consideran 22 meses de rezago para la base comparativa, plazo promedio del segmento. Ver Matus et al. (2009).

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

GRÁFICO IV.22

Morosidad a 90 días y cartera renegociada de casas comerciales (*)
(porcentaje de las colocaciones totales)



(*) Variaciones entre septiembre 2012 y junio 2011.

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

Los indicadores de no pago de casas comerciales podrían estar reflejando estándares crediticios más restrictivos...

En el tercer trimestre del 2012, se apreció un aumento de los indicadores de morosidad de las casas comerciales, el que fue más pronunciado en la mora a 90 días^{7/}. Este fenómeno se ha hecho presente en todas las casas comerciales, pero más marcadamente en las orientadas a segmentos de menores ingresos^{8/}. Este aumento ha sido acompañado por una menor renegociación de cartera, lo cual sugiere que parte de la mayor morosidad reflejaría estándares crediticios más restrictivos (gráfico IV.22). Con todo, utilizando como base el stock rezagado de colocaciones, el aumento de los indicadores de morosidad es menor^{9/}.

...y en el caso de las cooperativas, el aumento sostenido del indicador de no pago coincide con cambios normativos

En las cooperativas supervisadas por la SBIF continúa el deterioro de los indicadores de pago. A septiembre del 2012, el ICV de estas instituciones fue de 1,8%, superior al registro del mismo mes del año anterior (1,0%), constatándose un sostenido aumento desde el año 2010. Este aumento coincide con el cambio normativo que limita los descuentos por planilla a los empleados públicos, situación que implicaría un aumento del riesgo de crédito para estas instituciones, pero que no necesariamente reflejaría un deterioro de la situación patrimonial de los hogares^{10/}.

En resumen, durante el primer semestre del año los indicadores agregados de endeudamiento se han mantenido relativamente estables, ya sea que se compare el nivel de deuda o la carga financiera con el ingreso disponible o con la masa salarial. En el escenario actual, los oferentes bancarios y algunos no bancarios presentan condiciones crediticias más restrictivas. Esto se da en un escenario caracterizado por condiciones laborales y de ingreso relativamente favorables. En todo caso, es necesario continuar monitoreando la evolución del crédito y de los indicadores de no pago de la deuda, especialmente considerando la eventual materialización de los riesgos externos (capítulo I).

^{7/} A diferencia del indicador de cartera vencida, los datos de morosidad incluyen el monto total del crédito en mora y no solo la cuota.

^{8/} Como se analiza en más detalle en el capítulo V, también aumentó el volumen de castigos de la deuda de consumo en los bancos orientados hacia segmentos masivos.

^{9/} Los indicadores de morosidad tradicionales se calculan como fracción del stock de deuda corriente, con lo que existe el riesgo de que una expansión crediticia oculte el comportamiento efectivo de la cartera. Una manera de controlar este problema es recalcular el indicador sobre la base del stock rezagado de colocaciones tomando como referencia el plazo promedio de estos créditos (22 meses).

^{10/} Dictamen N° 57.424 de La Contraloría General de la República de fecha 19 de Octubre de 2009, modificado por el dictamen N° 27.314, del 20 de mayo de 2010.

RECUADRO IV.1

EVIDENCIA INTERNACIONAL DE POLÍTICAS MACROPRUDENCIALES VINCULADAS AL SECTOR INMOBILIARIO

Este recuadro analiza la evidencia internacional sobre medidas macroprudenciales utilizadas para enfrentar una aceleración del crecimiento del crédito hipotecario y de los precios de activos inmobiliarios. Para ello, el recuadro describe el uso y la efectividad de estas herramientas y entrega recomendaciones sobre su aplicación.

Políticas macroprudenciales implementadas

Según la encuesta de “Estabilidad Financiera y Políticas Macroprudenciales” (EFPM), las medidas generalmente empleadas para reducir el riesgo asociado a un excesivo crecimiento del crédito o del precio de la vivienda son^{11/}: i) límites a la razón entre el préstamo y el valor del activo (*loan-to-value*, *LTV*), ii) límites a la razón deuda sobre ingreso (*debt-to-income*, *DTI*), iii) cambios en el ponderador de riesgo de crédito y requerimientos de capital (*RC*)^{12/}, iv) Encaje a los depósitos y v) límites al nivel o crecimiento del crédito^{13/}.

En términos generales, la mayoría de los países tienden a aplicar más de una medida macroprudencial de manera simultánea (tabla IV.4). Tal es el caso de Hong Kong, que estableció límites al monto del crédito hipotecario de acuerdo al *LTV*, o las experiencias de Colombia, República de Corea, Croacia, Hungría, Noruega, Rumania y Tailandia, que combinan límites al *DTI* con límites al *LTV*.

Al mismo tiempo, más de la mitad de los países utilizan estas herramientas de forma direccionada. Por ejemplo, el encaje se caracteriza por ser específico a los tipos de activos, definiendo distintos porcentajes de requerimiento de acuerdo al plazo, la moneda y la base de los créditos (Lim et al., 2011). Igualmente, el *LTV* se aplica con objetivos definidos basados en el tipo o valor de la propiedad. Es así como en algunos países se usa el *LTV* para limitar el financiamiento a los inversionistas

comerciales —Canadá, Turquía y Singapur— y en otros con fines especulativos —República de Corea^{14/}.

A su vez, la aplicación de estas medidas podría involucrar ajustes en el tiempo. Por ejemplo, los ponderadores de riesgo de crédito y *RC* se han usado de manera contracíclica en Bulgaria, India, Irlanda y España (Lim et al., 2011). A su vez, el encaje se ha utilizado también de manera contracíclica en Brasil, Colombia y Perú (Tovar et al., 2012). En tanto, en el caso del *LTV* también hay países que lo han aplicado en función del ciclo —China, Hong Kong y República de Corea.

Por último, la mayoría de los países utiliza estas medidas en coordinación con otras políticas macroeconómicas —política monetaria y fiscal.

TABLA IV.4
Características de la utilización de medidas macroprudenciales (1) (número de países)

	Límite al loan to value (LTV)	Límite a la razón deuda- ingreso	Requeri- mientos de Capital	Encaje a los depósitos	Límites al nivel o crecimiento del crédito
Uso Individual	5	2	3	5	2
Uso en conjunto con otras medidas	15	11	8	14	5
Amplio	6	5	1	11	1
Direccionado (2)	14	8	10	8	6
Fijo	11	7	0	7	3
Variable	9	6	11	12	4
Regla	0	0	2	0	0
Discreción (3)	9	6	9	12	4
Coordinación	13	6	8	14	5
Sin coordinación	7	7	3	5	2
Países que utilizan este instrumento	20	13	11	19	7

(1) La información contenida en la tabla corresponde a créditos en general, incluidos los hipotecarios, considerando un universo de 51 países.

(2) Una medida amplia se puede enfocar en todos los créditos hipotecarios, mientras que una direccionada realiza diferencias por las características del crédito (plazo, monto, primera o segunda vivienda, etc.).

(3) Existe subdeclaración en esta variable.

Fuente: Lim et al. (2011).

^{11/} La encuesta EFPM fue efectuada por el FMI en el año 2010. Abarca 51 países e incluye información entre el 2000 y el 2010 (FMI, 2011; Lim et al., 2011).

^{12/} Los ponderadores de riesgo son parte de la fórmula de los requerimientos de capital regulatorio que se usan para cubrir las pérdidas inesperadas de las carteras crediticias. Un aumento en el ponderador del riesgo de los créditos hipotecarios incentiva una disminución de este tipo de créditos, al aumentar el requerimiento de capital necesario.

^{13/} Otra herramienta utilizada a nivel internacional —aunque en menor medida— son los límites a préstamos en moneda extranjera. Esto se observa en países donde un porcentaje importante de los préstamos hipotecarios se entregan en otras divisas —por ejemplo, Perú, Hungría, Rumania y Ucrania.

^{14/} En República de Corea, un área es designada como especulativa si: (i) el precio nominal de la vivienda aumenta más de 1,3 veces la tasa de inflación en el último mes y (ii) la tasa de apreciación promedio de los últimos dos meses es superior a 1,3 veces la tasa de apreciación promedio nacional en el mismo período, o la tasa de apreciación promedio en los últimos 12 meses es mayor que la tasa de apreciación promedio del índice nacional del precio de viviendas para los últimos 36 meses.



Efectividad de las políticas macroprudenciales

El análisis de la efectividad de las medidas macroprudenciales es un área en desarrollo, debido a que el uso de este tipo de medidas tiene una corta historia y que solo algunos países las han adoptado de manera activa —tales como República de Corea, Hong Kong, Singapur y Malasia.

Sin perjuicio de lo anterior, la evidencia sugiere que el *LTV* es una medida eficaz para disminuir el nivel de precios de las propiedades, junto con los niveles de apalancamiento y morosidad hipotecaria de los hogares. Por un lado, Duca et al. (2009) encuentran que en EE.UU. una disminución de 10% en el ratio *LTV* se asocia con una disminución de entre 8 y 11% en la tasa de crecimiento del precio de la vivienda^{15/}.

En el caso de República de Corea, esta medida se ha utilizado en forma activa desde fines del 2002, aplicándose de manera diferenciada entre zonas categorizadas como especulativas y no especulativas (Igan y Kang, 2011). Luego de su aplicación, el cambio mensual del nivel de precios de la vivienda se redujo de 3,4 a 0,3% y permaneció bajo hasta abril del 2003. A su vez, reducciones posteriores en el límite del *LTV* fueron seguidas de caídas significativas en la tasa de crecimiento del precio de la vivienda (Crowe et al., 2011). Estas medidas tuvieron un impacto menor o nulo sobre las áreas con precios no especulativos donde los límites no fueron modificados (Igan y Kang, 2011).

Por otro lado, en el caso de Hong Kong, esta medida se ha utilizado por más de 20 años, colocando diferentes límites de *LTV* de acuerdo al valor de la propiedad. La evidencia empírica muestra que ha jugado un rol relevante en la protección de la estabilidad del sistema bancario. Es así como Wong et al. (2011) encuentran, por medio de simulaciones, que si en el año 1997 el límite del *LTV* hubiese pasado de 70 a 90%, la tasa de morosidad habría aumentado de 1,1 a 1,71%. En tanto, Crowe et al. (2011) señalan que las acciones realizadas hacia fines del 2011 han sido menos eficaces en disminuir el nivel de precio de viviendas y sugieren que esto se debería a factores externos, como el alza de flujos de capitales desde China.

También hay evidencia de que los *DTI* son efectivos. Por ejemplo, en el caso de República de Corea, donde se incorpora este límite desde el 2005, se ha pasado de un cambio mensual en el precio de la vivienda de 2,3% en julio del 2005 a 0,2% en agosto del mismo año (Igan y Kang, 2011). Al mismo tiempo, Lim et al. (2011) señalan que esta herramienta ayuda a reducir la prociclicidad del crédito.

^{15/} Para ello, estiman un modelo de cointegración de la razón de precio de vivienda a arriendo y construyen una serie de *LTV* utilizando el período entre 1980 y 2007, considerando solo a los individuos que compran casa por primera vez y asumiendo que el precio de los arriendos se mantiene constante.

La evidencia sobre la efectividad de los cambios de los ponderadores de riesgo de crédito y el RC es acotada. Es así como en el caso de Bulgaria, se implementó en el año 2004 un ponderador de riesgo de crédito hipotecario de 50% cuando el *LTV* fuera menor o igual a 70% y, en caso contrario, la ponderación asignada fue de 100%. Esto redujo levemente el crecimiento del crédito desde el primer trimestre del 2005 al primer trimestre del 2008, pero mantuvo el crecimiento de los precios de las viviendas en 42%.

Por otro lado, en el caso del encaje Tovar et al. (2012) concluyen que su uso como herramienta macroprudencial tiene efectos de corta duración en el crecimiento del crédito, por lo que es necesario recalibrarlos con cierta regularidad para mantener su efectividad^{16/}.

Finalmente, no existe evidencia concluyente en cuanto a la eficacia de los límites al nivel o crecimiento del crédito en el contexto específico del mercado inmobiliario.

Recomendaciones sobre la aplicación de medidas macroprudenciales

Crowe et al. (2011) y Tovar et al. (2012) sugieren que al momento de aplicar las medidas macroprudenciales mencionadas es necesario tomar en cuenta lo siguiente:

- I. Realizar un monitoreo constante de estos instrumentos para certificar que sigan teniendo el efecto deseado a través del tiempo y ajustarlos dinámicamente en respuesta a cambios en el mercado del crédito hipotecario^{17/}.
- II. Internalizar el hecho de que medidas enfocadas a un sector específico podrían provocar desequilibrios en otros, con los consiguientes costos que esto puede involucrar. Uno de los riesgos es que aumente el crédito otorgado por agentes no bancarios.

^{16/} Este análisis se concentra en la prociclicidad del crecimiento del crédito en la banca privada para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Para ello se usan dos metodologías complementarias: análisis de eventos y análisis VAR con datos de panel considerando los efectos de retroalimentación.

^{17/} En el caso de República de Corea, las políticas macroprudenciales fueron muy fuertes, lo que desaceleró el mercado hipotecario y obligó a las autoridades a revertir el endurecimiento de los criterios de elegibilidad (Tsutsumi et al., 2010).

RECUADRO IV.2

ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES: ASPECTOS CONCEPTUALES Y REVISIÓN DE LA LITERATURA

Antecedentes

Desde un punto de vista de estabilidad financiera, un nivel de endeudamiento alto es relevante porque podría reducir la capacidad de los hogares para cumplir con sus compromisos financieros y los haría más vulnerables a *shocks* agregados e idiosincráticos^{18/}. En medios académicos y en la prensa, un aumento en los niveles de endeudamiento de los hogares generalmente se asocia a una situación de sobreendeudamiento. No obstante, aun cuando el término es ampliamente utilizado, en muchas ocasiones es empleado incorrectamente. Por lo anterior, el objetivo de este recuadro es entregar antecedentes respecto de cómo la literatura define este concepto desde un punto de vista conceptual y empírico, y revisar algunos estudios disponibles que identifican algunas de las causas principales del sobreendeudamiento.

¿Qué se entiende por sobreendeudamiento?

No existe una definición única de sobreendeudamiento, ni tampoco un consenso respecto de cómo se define este concepto en la práctica. Sin embargo, en términos generales, este concepto se vincula a la dificultad de los hogares para cumplir con sus compromisos financieros. Anderloni y Vandone (2008), lo definen conceptualmente como cuando un individuo tiene dificultades para cumplir, o no está cumpliendo, con el pago de sus obligaciones —deuda, seguros, impuestos, servicios básicos, etc.

Existen dos importantes grupos de variables que utiliza la literatura empírica para definir una situación de sobreendeudamiento. El primero corresponde a indicadores objetivos que toman en cuenta los niveles de deuda y servicio de la deuda sobre alguna medida de ingreso —RDI y RCI— u otros como el número de compromisos financieros. En tales casos, se define un umbral a partir del cual un hogar califica como sobreendeudado. La mayoría de los estudios usan valores *ad-hoc* para el umbral, como por ejemplo que el hogar gaste más del 25% de su ingreso bruto mensual en el pago de la deuda de consumo, o más del 50% en la deuda total —consumo e hipotecaria (Disney et al, 2008). El segundo grupo de indicadores

es de carácter subjetivo y proviene de las encuestas financieras. El sobreendeudamiento se define como una situación en la que el individuo declara que el pago de sus deudas es una pesada carga financiera y/o enfrenta dificultades para su pago. En algunos casos, también se considera si el individuo no ha pagado sus deudas.

Ambos grupos de indicadores presentan desafíos. Primero, los indicadores cuantitativos requieren que se defina el umbral a partir del cual el hogar es calificado como sobreendeudado. Segundo, los indicadores de auto-reporte tienen la desventaja de que por ser subjetivos no son estrictamente comparables a través de los hogares. Tercero, aun cuando se pueda preferir algún indicador como la carga financiera o la deuda sobre ingreso, no está claro que el umbral deba ser el mismo para todos los individuos. En definitiva, no está claro qué indicador debiera usarse, ya que ninguno de ellos es superior a otro, ni tampoco los umbrales para definirlo. En tal sentido, parece razonable usar un conjunto amplio de indicadores y sensibilizar los umbrales empleados.

Determinantes del sobreendeudamiento

Una de las preguntas fundamentales en la literatura empírica es cuáles son las causas del sobreendeudamiento. Existen varios estudios descriptivos que analizan la incidencia de este fenómeno por segmentos de individuos, dependiendo de su grado de educación, edad, situación laboral, etc. (Anderloni y Vandone, 2008). No obstante, en este tipo de trabajos es complicado establecer relaciones causales y la incidencia de los potenciales determinantes.

En la literatura empírica sobre los determinantes de la probabilidad de estar sobreendeudado, las variables explicativas pueden dividirse en dos grandes grupos^{19/}. El primero incluye, aquellas que capturan variables socio-demográficas de los individuos, como edad y estado civil, entre otras. El segundo, variables que intentan medir el impacto de ciertos *shocks* como, por ejemplo, salud e ingreso. El aumento del desempleo, por ejemplo, afecta directamente la generación de ingresos lo que puede hacer aumentar el RDI y/o el RCI por sobre los umbrales previamente definidos^{20/}.

^{18/} Japelli et al. (2010) encuentran evidencia que un alto nivel de deuda aumenta el no pago y que este efecto es mayor en períodos de desempleo.

^{19/} Existen también factores de oferta que pueden aumentar el riesgo de sobreendeudamiento de los hogares, como por ejemplo, el relajamiento de estándares crediticios (Kempson, 2002), pero la evidencia empírica es más limitada.

^{20/} En el Informe anterior se mostraba evidencia en este sentido para el caso chileno. Posterior a la crisis subprime, parte relevante del aumento del RDI y el RCI en los hogares de menores ingresos se debió a reducciones de ingreso y no necesariamente a aumentos de la deuda de los hogares.



Disney et al (2008) usan indicadores auto-reportados de sobreendeudamiento para hogares en el Reino Unido y encuentran evidencia de que el divorcio o la muerte de la pareja y una reducción de los ingresos del hogar aumentan la probabilidad de percepción de estar sobreendeudado. Keese (2009), por su parte, empleando indicadores cuantitativos encuentra que la probabilidad de sobreendeudamiento aumenta con el número de niños en el hogar, con el desempleo del jefe de hogar y con la existencia de un crédito hipotecario. Del Río y Young (2005), con datos de hogares en Gran Bretaña y usando un indicador subjetivo de sobreendeudamiento, sugieren que la probabilidad de estar sobreendeudado aumenta con el RDI de la deuda de consumo, el ingreso destinado al pago del crédito hipotecario, el desempleo, el divorcio y los problemas de salud. Por otro lado, una riqueza más alta contribuye a reducir el sobreendeudamiento.

Existen estudios con información para un grupo de países que analizan si aspectos específicos de su institucionalidad afectan el sobreendeudamiento. Gumy (2007), utilizando datos de 14 países de la Unión Europea, encuentra que la probabilidad de estar sobreendeudado es mayor en hogares con jefes de hogar más jóvenes, de baja educación, desempleados y divorciados. En relación con los aspectos institucionales —características del proceso legislativo y el modelo de bienestar—, indica que estos no son relevantes para explicar diferencias en el grado de sobreendeudamiento entre países^{21/}.

La literatura también ha explorado la importancia de la educación financiera en el endeudamiento de los hogares. Lusardi y Tufano (2008) muestran evidencia para EE.UU. que un mayor conocimiento en aspectos financieros reduce el sobreendeudamiento. Similar a estudios anteriores, la variable utilizada es el auto-reporte sobre si la deuda es considerada muy alta y/o tiene dificultades para pagarlas.

En Chile y, en general, en países menos desarrollados, la evidencia es escasa. El reciente estudio de Gutiérrez et al. (2011) encuentra que en Colombia la probabilidad de estar sobreendeudado —RCI mayor a 50%— es mayor en hogares de menores ingresos, en aquellos que han refinanciado sus deudas y donde el jefe de hogar tiene menores niveles de educación. También realizan estimaciones para el no pago de las deudas y encuentran que una alta carga financiera aumenta la probabilidad de incumplimiento.

La evidencia para Chile es similar. Martínez et al (2012), utilizando la Encuesta Financiera de Hogares y un indicador modificado del RCI, encuentran evidencia que altos niveles de carga financiera aumentan la probabilidad de no pago. Alfaro y Gallardo (2012), con la misma encuesta, también encuentran evidencia en este sentido, pero solo en el caso de la deuda de consumo. Por último, Fuenzalida y Ruiz-Tagle (2009) encuentran una baja sensibilidad del sobreendeudamiento agregado a *shocks* agregados de desempleo.

Comentarios finales

El sobreendeudamiento de los hogares es de alta importancia, no solo desde el punto de vista de estabilidad financiera, sino también por sus implicancias sociales. No obstante, aun cuando existe un consenso relativo respecto a su importancia y su definición conceptual, la revisión de la literatura indica lo difícil que es establecer una definición operativa y única de este fenómeno. Los indicadores disponibles tienen problemas y no existe consenso respecto a si alguno es superior a otro. Dado que éstos pueden mostrar diferentes ángulos del problema, parece razonable usarlos complementariamente.

En el caso de Chile, estudios que han utilizado indicadores de endeudamiento para estimar la deuda en riesgo y sus cambios ante shocks negativos de desempleo, revelan niveles de deuda en riesgo en torno al 16% de la deuda total y que no existe un aumento relevante del indicador por aumentos del desempleo agregado (Fuenzalida y Ruiz-Tagle, 2009). No obstante, más información consolidada y desagregada es necesaria para evaluar de mejor manera cómo los aumentos en la deuda se traducen en incrementos del riesgo de no pago.

^{21/} En otros trabajos, las características de los países parecen ser relevantes para explicar el nivel de endeudamiento de los hogares y su riesgo de no pago (Japelli et al., 2010).

V. SISTEMA BANCARIO

Los indicadores de rentabilidad y solvencia de la banca disminuyen en lo más reciente, sin embargo, el impacto de los escenarios de riesgo descritos en este Informe se mantiene acotado.

Los indicadores de rentabilidad y solvencia de la banca disminuyen durante el año, mientras que el crédito sigue creciendo a tasas cercanas al 10% y la posición de liquidez de las entidades bancarias se mantiene estable

Las colocaciones totales del sistema bancario crecen a un promedio de 11% real anual desde el último Informe. Las mayores tasas de expansión se observan en el segmento de créditos comerciales, más allá de una desaceleración en lo más reciente (gráfico V.1). El crecimiento en las colocaciones comerciales ha sido mayor para las grandes empresas, lo que se verifica principalmente en los bancos medianos^{1/}. En todo caso, cabe notar que hasta ahora esto no ha implicado una disminución del financiamiento a pequeñas y medianas empresas (gráfico V.2).

Los bancos orientados a segmentos masivos de consumo han constituido mayores provisiones específicas y adicionales^{2/}. También se ha visto un aumento del volumen de castigos en estos segmentos. El aumento de provisiones y castigos se ha producido en un contexto macroeconómico favorable —con altas tasas de crecimiento del producto, bajas tasas de interés y bajo nivel de desempleo— en que los indicadores de mora se mantienen relativamente estables para el sistema, más allá del aumento del índice de cartera vencida hacia fines del 2011 (gráfico V.3).

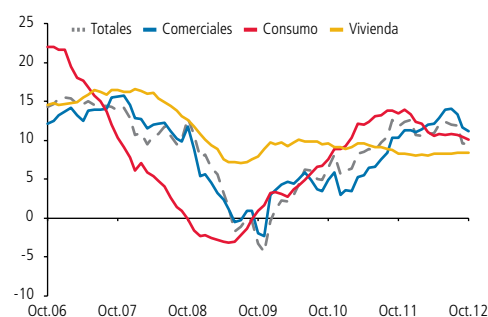
Los créditos con bancos del exterior se contraen a partir del segundo trimestre de este año, lo que es coherente con la desaceleración de las colocaciones para el financiamiento de operaciones de comercio exterior en la banca local (tabla 6 del anexo estadístico). Los *spreads* de las obligaciones con el exterior disminuyeron en octubre (capítulo II), mientras la madurez promedio de estos créditos se ha mantenido estable, ayudando a que la situación de liquidez de corto plazo en moneda extranjera se mantenga también estable (gráfico 1 del anexo estadístico).

^{1/} Se consideran bancos medianos a aquellos con una participación de mercado por activos inferior a 10% y con una fracción significativa de créditos comerciales no comex en su cartera de colocaciones.

^{2/} Las provisiones específicas resultan de la aplicación de los modelos de evaluación individual o grupal para cada una de las carteras de crédito. Por su parte, las provisiones adicionales se constituyen por el riesgo no predecible que pueda afectar al entorno macroeconómico o la situación de un sector económico específico.

GRÁFICO V.1

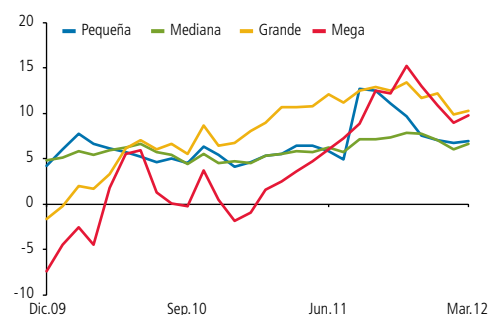
Colocaciones bancarias
(variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO V.2

Colocaciones comerciales por tamaño de empresas (*)
(variación real anual, porcentaje)

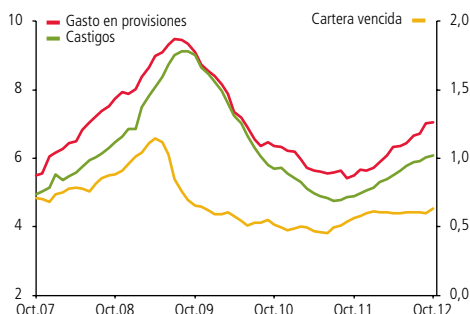


(*) Proyección de una clasificación por ventas propuesta por Corfo, a los volúmenes de deuda comercial del Sistema de Deudores SBIF. Para efectos de clasificación se utiliza el monto máximo de deuda histórica, con el fin de conferir mayor estabilidad a la segmentación presentada.

Fuente: SBIF.

**GRÁFICO V.3**

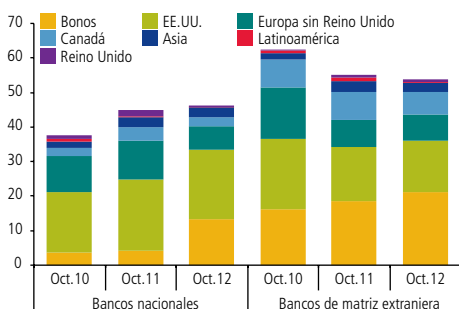
Índices de riesgo de crédito de la cartera de consumo
(porcentaje del stock de la cartera)



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

GRÁFICO V.4

Deuda externa de la banca por región (*)
(porcentaje del stock de deuda externa del sistema)

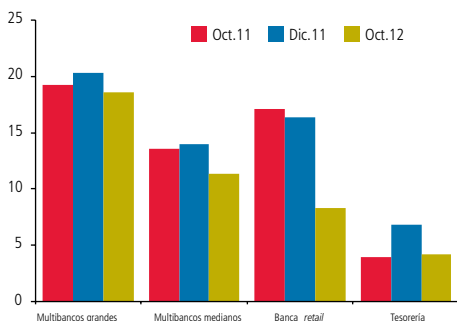


(*) Según país de residencia de la matriz del banco acreedor.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO V.5

Rentabilidad del capital de la banca
(suma móvil 12 meses, porcentaje)



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

La dependencia de financiamiento desde bancos establecidos en Europa continúa disminuyendo para los bancos de propiedad local y extranjera (gráfico V.4). La banca ha continuado diversificando sus estrategias de financiamiento en el exterior, incorporando colocaciones de deuda en mercados financieros de países emergentes —algunas en la moneda local de dichas economías, inscripciones de certificados de depósito y de efectos de comercio en EE.UU. y negociaciones de nuevos créditos sindicados^{3/}.

La rentabilidad de la banca ha disminuido durante este año, como consecuencia de menores márgenes de intermediación y un mayor gasto en provisiones por riesgo de crédito (gráfico V.5 y tabla 7 del anexo estadístico). El mayor gasto en provisiones es generalizado para las tres carteras de crédito, y obedece a ajustes introducidos en los modelos internos de pérdidas esperadas de las carteras minoristas de algunos bancos, a reclasificaciones de empresas que muestran algún grado de deterioro y a una mayor percepción de riesgo que se refleja, en particular, en la constitución de provisiones adicionales.

El crecimiento del crédito bancario, acompañado por una participación estable de los activos líquidos en el total de activos (gráfico 2 del anexo estadístico), redujo los indicadores de solvencia desde 13,9% de los activos ponderados por riesgo en diciembre del 2011 a 13,1% en agosto último (gráfico V.6). Cabe destacar, sin embargo, que hasta esa fecha los niveles de capital regulatorio seguían siendo superiores al 10% de los activos ponderados por riesgo en todos los bancos del sistema (recuadro V.1).

HECHOS DESTACADOS

Se consolida una mayor expansión de los bancos de tamaño medio en todos los segmentos de crédito. El mayor crecimiento se concentra en sectores sensibles al ciclo, mientras los indicadores de rentabilidad y solvencia de estas entidades disminuyen.

El mayor crecimiento de las colocaciones comerciales continúa observándose en los bancos medianos, especialmente en sectores sensibles al ciclo económico

En el último año, los bancos medianos han mostrado mayores tasas de crecimiento que los de mayor tamaño (gráfico V.7). A octubre del 2012, la cartera comercial de los bancos medianos creció en promedio 15% real anual, comparado con el 8% de los bancos grandes^{4/}. La mayor expansión en los créditos comerciales de los bancos medianos puede obedecer a la estructura sectorial de sus carteras, en las que tienen una participación significativa grandes empresas de los sectores que han mostrado un mayor dinamismo, especialmente inmobiliario y la construcción, y el comercio (24% y 14% de las colocaciones comerciales de estos bancos, respectivamente) (gráfico V.8).

^{3/} Durante este año, la banca local colocó bonos en el exterior por US\$2.300 millones, alcanzando en septiembre un 33% del total del financiamiento externo.

^{4/} El análisis se realiza sobre base individual, esto es, sin considerar las operaciones de las filiales locales y extranjeras.

Además, la desaceleración de los principales bancos acreedores en este segmento amplifica los efectos del mayor crecimiento de los bancos medianos, que compiten por aumentar su participación en el mercado de financiamiento corporativo^{5/}. Con todo, los bancos medianos han aumentado su participación en las colocaciones comerciales en más de un punto porcentual en el último año —desde 33,9% en octubre del 2011 a 35,2% en octubre del 2012.

El mayor crecimiento del crédito comercial no ha estado acompañado de mayores provisiones en estos bancos

Los indicadores de mora de la cartera comercial de los bancos medianos se han visto favorecidos por el mayor crecimiento —denominador que crece— y por el mayor financiamiento a empresas de gran tamaño, que tradicionalmente muestran un mejor comportamiento de pago. A diferencia de los bancos de mayor tamaño, que aumentan el gasto en provisiones y restringen su crecimiento en la cartera comercial, los bancos medianos disminuyen las provisiones y aumentan su participación de mercado en este segmento. Este desarrollo se refleja en la brecha entre el indicador de gasto en provisiones efectivo (sobre base corriente) y el medido sobre base rezagada, que fue mayor para los bancos medianos durante gran parte del año (gráfico V.9)^{6/7/}.

Según reportan los propios bancos, las entidades de tamaño medio muestran mayores niveles de concentración en el sector inmobiliario y la construcción, con coberturas de provisiones comparativamente menores que las de los bancos de mayor tamaño en estos sectores (gráfico V.10). No obstante, cabe destacar que el crecimiento de algunos de estos bancos se ha focalizado en el subsegmento “otras construcciones”, compuesto mayoritariamente por proyectos de concesiones de infraestructura. La evaluación de riesgo y estructuración de estos créditos se realiza en función de los flujos y las garantías asociadas al proyecto, lo que representa un mitigante de riesgo en relación al resto del sector.

Los bancos medianos también lideran el crecimiento en el financiamiento a personas...

La cartera de financiamiento para la vivienda del sistema sigue creciendo a una tasa estable del 8% real anual, pese al aumento de las colocaciones en el sector inmobiliario y la construcción (gráfico V.1). Sin embargo, los bancos medianos exhiben tasas de crecimiento que en octubre último superaban el 15% real anual, aumentando su participación en esta cartera en 2 puntos porcentuales entre octubre del 2011 y 2012. Como contraparte, en el 2012 la banca focalizada en segmentos de menores ingresos —divisiones de consumo— crece por debajo del 6% real anual, mientras que BancoEstado decrece en términos anuales (gráfico V.11)^{8/}.

^{5/} Fuentes de mercado indican que la desaceleración de los bancos de mayor tamaño corresponde a una decisión comercial, de privilegiar estrategias de crecimiento rentable, observándose una mayor expansión en el segmento de pymes.

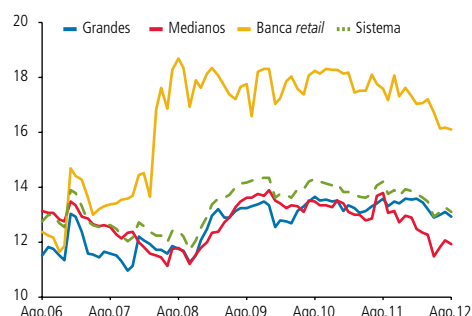
^{6/} El indicador sobre base rezagada intenta capturar la evolución del índice de gasto en provisiones corrigiendo por variaciones en el stock de colocaciones. Se consideran 12 meses, por ser ésta la duración promedio de los créditos comerciales (Matus et al, 2008).

^{7/} En el último periodo, los mayores gastos en provisiones en los bancos de mayor tamaño han sido derivados de ajustes en modelos de riesgo y de reclasificaciones de deudores específicos.

^{8/} La cartera de BancoEstado históricamente ha estado concentrada en deudores beneficiados por subsidios habitacionales y con montos de deuda inferiores a UF1.000. Precisamente la composición de su cartera explica la constitución de provisiones adicionales por aproximadamente \$150 mil millones entre el primer trimestre del 2011 y 2012.

GRÁFICO V.6

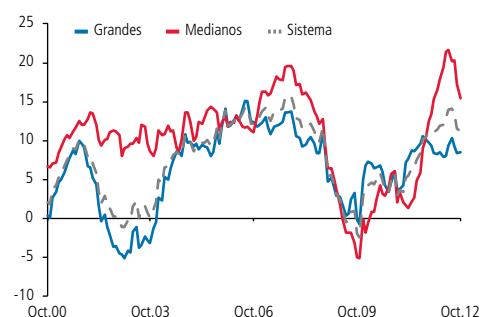
Índice de adecuación de capital
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



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

GRÁFICO V.7

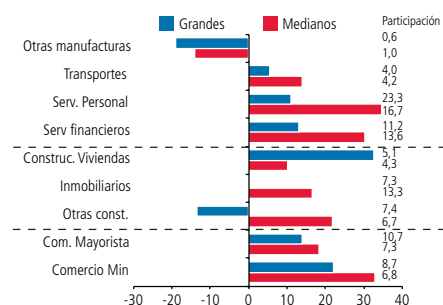
Colocaciones comerciales
(variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO V.8

Crecimiento sectorial de las colocaciones comerciales (*)
(variación real anual a mayo del 2012, porcentaje)

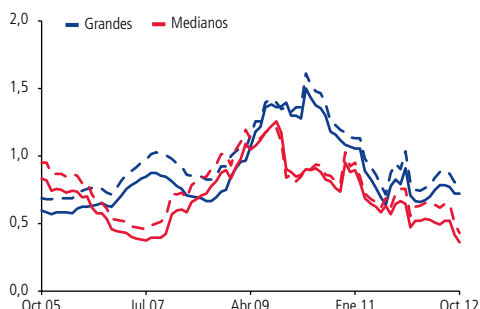


(*) Sólo se consideran aquellos sectores cuya participación en las colocaciones comerciales del sistema superan el 4%. Los números a la derecha de las barras representan la participación del sector en las colocaciones comerciales de cada grupo de bancos.

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

GRÁFICO V.9

Gasto en provisiones de la cartera comercial (*)
(suma móvil 12 meses, porcentaje)

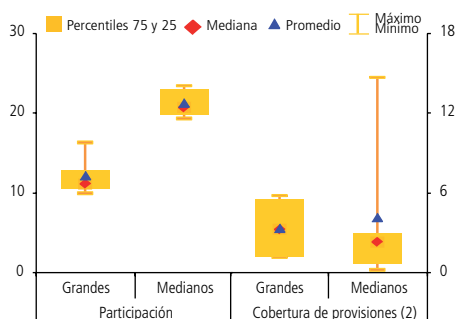


(*) Línea punteada corresponde al indicador en base rezagada 12 meses.

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

GRÁFICO V.10

Exposiciones al sector inmobiliario y de la construcción (1)
(porcentaje, índice)



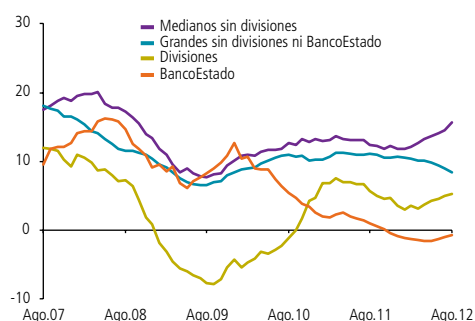
(1) Estadísticos sin ponderar.

(2) Corresponde al stock de provisiones sobre la cartera vencida. Este indicador se mide en el eje derecho.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información reportada directamente por un conjunto de bancos que representa el 90% de las colocaciones comerciales del sistema.

GRÁFICO V.11

Colocaciones para vivienda
(variación real anual, porcentaje)



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

El crecimiento anual de las colocaciones de consumo también es superior al promedio del sistema en la mayoría de los bancos medianos, incrementando su participación de mercado desde 20 a 22% entre octubre del 2011 y 2012. El crecimiento de estas entidades, tradicionalmente más orientadas a la comercialización de productos de consumo en segmentos de mayores ingresos, contrasta con la desaceleración de los créditos otorgados por las divisiones de consumo que, en promedio, crecen a tasas inferiores a 6% real anual (gráfico V.12).

...y precisamente en estos bancos continúa observándose el mayor aumento de los créditos rotativos en la cartera de consumo

Las colocaciones de consumo otorgadas a través de tarjetas crecen a tasas del 11% real anual a nivel de sistema. Si bien esta cifra es inferior a la de fines del 2011 (más de 20%), continúa siendo elevada (gráfico V.13)^{9/}. Por su parte, el uso de líneas de crédito se aceleró a partir de fines del 2011, especialmente en los bancos medianos. Con todo, su participación sigue siendo baja en el total de colocaciones de consumo —7% para del sistema y menos de 10% en los bancos medianos a octubre del 2012. El mayor uso de líneas de crédito podría estar asociado a estrategias de captación de financiamiento minorista de los bancos medianos en segmentos de mayores ingresos, hecho que se manifiesta en la alta correlación observada entre el crecimiento real anual del uso efectivo de líneas y el aumento en el número de cuentas corrientes en el último año (gráfico V.14)^{10/}.

La mayor actividad crediticia se ha traducido en una disminución de la rentabilidad y del índice de adecuación de capital de los bancos medianos

Los bancos medianos tienen los márgenes de intereses más bajos del sistema. Por un lado, la estrategia de captación de clientes minoristas, a través de la oferta de depósitos a plazo a tasas superiores al promedio de la industria bancaria, ha aumentado su costo de financiamiento. Por otro lado, a las menores tasas de colocación comercial —resultantes de una mayor competencia en este segmento— se suman los mayores gastos de apoyo y operacionales para sustentar el fuerte crecimiento de su cartera de colocaciones (gráfico V.15). Lo anterior explica que estos bancos redujeran su rentabilidad del capital desde 13,9% en diciembre del 2011 a 11,3% en octubre de este año (gráfico V.5). El mayor aumento de las colocaciones en estos bancos también se ha traducido en una disminución del IAC desde 13% en diciembre del 2011 a 11,9% en agosto último, algo por debajo del promedio observado previo a la crisis del 2008 (gráfico V.6).

^{9/} Esta desaceleración obedecería a que algunas entidades han descontinuado las promociones enfocadas en tasas bajas y pago en cuotas a precio contado, reorientando sus estrategias al mecanismo tradicional de pago de cuota mínima y saldo sujeto a crédito rotativo (*revolving*), que otorga mayor rentabilidad a este producto.

^{10/} Las entidades financieras deben contar con la aprobación escrita del cliente para cualquier aumento de cupo en líneas y tarjetas de crédito. Por ello, los bancos no pueden fomentar el uso de estos productos a través de aumentos de cupo automáticos en función del comportamiento del cliente, como se acostumbraba en la industria anteriormente.

EVALUACIÓN DE FACTORES DE RIESGO

Los principales factores de riesgo continúan siendo una desaceleración de la actividad económica en el contexto de los riesgos globales descritos en el capítulo I y su impacto sobre la rentabilidad y solvencia de los bancos, especialmente aquellos más dinámicos. También se mantiene el riesgo de que dificultades en las matrices de bancos establecidos en Chile eventualmente afecten a sus filiales.

Si bien una desaceleración económica impactaría a toda la banca, su efecto podría ser mayor en los bancos más dinámicos y menos diversificados

El impacto de eventos de crédito en empresas o sectores específicos es particularmente relevante en aquellas instituciones de menor tamaño y menos diversificadas. A la vez, en un escenario contractivo, la probabilidad de estos eventos podría ser mayor en sectores donde el comportamiento de pago y el volumen de las operaciones son más procíclicos, como el comercio y la construcción. En períodos dinámicos del crédito preocupa además la posibilidad de que se debiliten las políticas de admisión y niveles de cobertura de provisiones en los bancos más activos.

El análisis anterior también se aplica a la cartera de consumo. El mayor crecimiento de los bancos medianos, si bien más concentrada en segmentos de mayores ingresos, podría traducirse en un aumento de riesgo de crédito si no se mantienen políticas de originación y provisiones adecuadas^{11/}. Esto es todavía más relevante cuando se considera el crecimiento de los créditos rotativos con mayores niveles de tasas (tarjetas y líneas), en los cuales como se señaló en el último Informe, se corre el riesgo de subestimar el riesgo de crédito.

En consecuencia, parece particularmente relevante que los bancos de mayor crecimiento constituyan provisiones que adecuadamente reflejen la velocidad de crecimiento, concentración, y comportamiento cíclico de sus carteras de consumo y comerciales.

La alta dependencia de financiamiento mayorista de los bancos medianos pone una nota de cautela adicional frente a sus mayores niveles de expansión, puesto que esta fuente de financiamiento presenta mayor volatilidad (capítulo III). Esto, a pesar de los esfuerzos de algunas instituciones para aumentar su dependencia de financiamiento minorista.

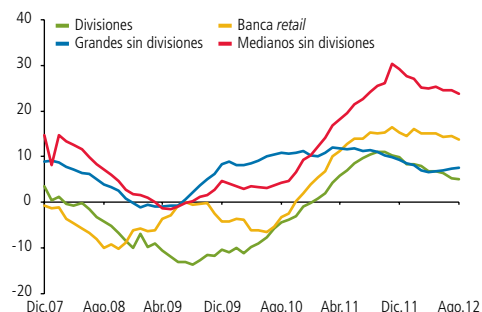
Hasta ahora, el riesgo de que un mayor deterioro de la situación financiera de las matrices impacte el funcionamiento de las filiales bancarias establecidas en Chile permanece acotado

Existen importantes atenuantes a eventuales impactos de la situación de capital o liquidez de la matriz sobre las filiales locales. Ellos se relacionan con la baja participación del financiamiento directo con bancos relacionados —menos del 1% de los pasivos

^{11/} Cabe notar que la banca mediana muestra un nivel de cobertura de provisiones consistentemente menor que el de los bancos de mayor tamaño en el último año. Si bien esta brecha tiende a cerrarse en lo más reciente, responde a una menor constitución de provisiones con similares niveles de cartera vencida.

GRÁFICO V.12

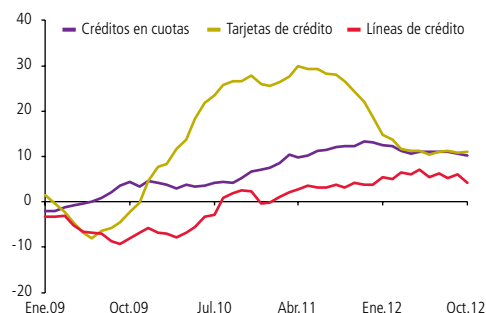
Colocaciones de consumo
(variación real anual, porcentaje)



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

GRÁFICO V.13

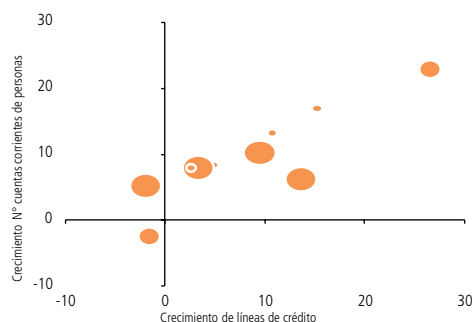
Colocaciones de consumo por producto
(variación real anual, porcentaje)



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

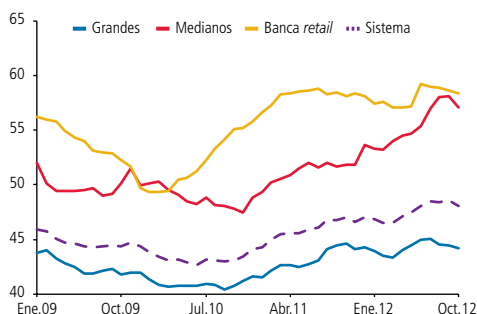
GRÁFICO V.14

Cuentas corrientes y uso de líneas de crédito (*)
(variación real anual, porcentaje)

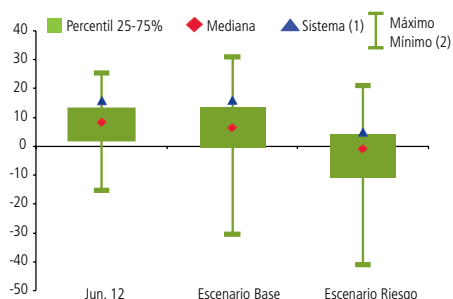


(*) El tamaño de las esferas refleja la participación por activos en tres bandas: >10, 5-10 y <5% de los activos totales.

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

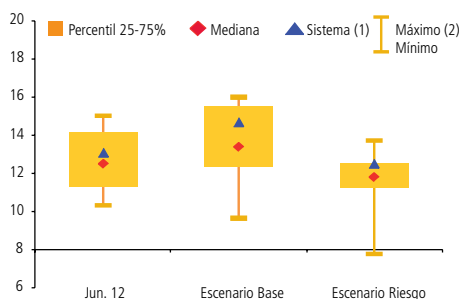
GRÁFICO V.15
Gastos de apoyo sobre ingresos
(suma móvil 12 meses, porcentaje)


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

GRÁFICO V.16
Rentabilidad del capital proyectada en distintos escenarios
(porcentaje)


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

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

GRÁFICO V.17
Índice de adecuación de capital bajo distintos escenarios
(porcentaje)


(1) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución.
(2) Los máximos corresponden al percentil 90.

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

totales— y la baja tenencia de activos de estas contrapartes^{12/}. Se suman los requisitos de solvencia, provisiones, riesgo de mercado y liquidez contenidos en la normativa chilena; y las atribuciones supervisoras, que persiguen asegurar que la administración de liquidez y solvencia de estos bancos estén bien sustentadas, con independencia de las relaciones de propiedad que mantienen con su matriz.

Hasta ahora los *downgrades* de la deuda soberana de España y de algunas matrices extranjeras han tenido un impacto acotado sobre la clasificación de riesgo internacional y local de las filiales establecidas en Chile. Esto, por su buen desempeño y perfil crediticio auto-sostenido. Sin embargo, es importante considerar que las agencias de *rating* reevaluarán el impacto en el perfil financiero de las filiales ante mayores deterioros de sus matrices.

PRUEBAS DE TENSIÓN^{13/}

Los ejercicios realizados muestran que el sistema bancario está en una posición financiera apropiada para operar con normalidad, y con capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo severo.

El escenario base con información contable a junio del 2012 considera un nivel de actividad y tasas de interés coherentes con las proyecciones presentadas en el IPoM de septiembre del 2012. La tasa de crecimiento económico considerada para el 2013 se ubica en el rango entre 4 y 5%, mientras la tasa de interés en UF para colocaciones entre 1 y 3 años y, la tasa de créditos hipotecarios a más de 20 años proyectadas a diciembre del 2013, son 5,3 y 4,9%, respectivamente.

El escenario de riesgo considera una desaceleración significativa hacia finales del presente año. Este escenario supone tasas de crecimiento transitoriamente negativas entre el tercer trimestre del 2012 y el primer trimestre del 2013, para luego converger a una tasa de 3% hacia el 2015. Esta configuración intenta replicar el impacto de episodios relevantes de fragilidad financiera ocurridos en las últimas décadas —desaceleración breve, pero importante, y una moderación de crecimiento en el mediano plazo. Adicionalmente, este escenario asume aumentos de la tasa de interés de 300 puntos base en el corto plazo y 100 puntos base en el largo plazo, junto con una depreciación cambiaria de 20%.

En comparación con el ejercicio del *Informe* anterior, que empleaba información a diciembre del 2011, la situación inicial sobre la cual se realiza el actual ejercicio de tensión muestra diferencias relevantes. En particular, la mediana del indicador de rentabilidad del capital (ROE) del sistema bancario es 4,4 puntos porcentuales inferior —15,9 versus 20,3%—, y la mediana del indicador de adecuación de capital (IAC) desciende en 1,4 puntos porcentuales —desde 13,9 a 12,5%.

^{12/} La participación de las inversiones en el exterior sobre los activos totales no difiere sustancialmente entre bancos nacionales y de propiedad extranjera. A septiembre del 2012, se sitúa por debajo de 7% en ambos casos (salvo para bancos de nicho, dedicados al comercio exterior), siendo principalmente depósitos en bancos corresponsales externos. Los bancos de matriz española tienen políticas explícitas de autofinanciamiento de las filiales, lo que en el caso chileno se traduce en porcentajes inferiores al 2% de sus pasivos totales. Cabe mencionar que las modificaciones introducidas al capítulo 12-15 de la RAN-SBIF generan resguardos adicionales sobre las exposiciones por créditos hacia el exterior (incluidos los depósitos a plazo y a la vista).

^{13/} Este análisis se basa en la metodología descrita en Jara, Luna y Oda (2007) y en Alfaro y Sagner (2011). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

Los ejercicios realizados muestran que, en el escenario de riesgo, se generarían pérdidas para el sistema equivalentes a una reducción de la rentabilidad del capital (ROE) de 10,4 puntos porcentuales del capital básico (tabla V.1). En términos de los resultados a nivel de instituciones, se observa que bancos que representan un 29,6% del capital básico del sistema tendrían resultados negativos en el escenario de riesgo (gráfico V.16), cifra superior al 15,2% del capital básico en el ejercicio anterior. No obstante, el índice de adecuación de capital (IAC) de la mayoría de los bancos se mantiene por sobre 11% (gráfico V.17)^{14/}.

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

TABLA V.1

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

Escenario de riesgo	
ROE inicial	15,9
Riesgo de mercado	-2,2
Valoración	-0,9
Repricing	-1,3
Moneda	0,0
Riesgo de crédito	-14,8
Consumo	-7,7
Comercial	-6,6
Vivienda	-0,5
Margen	6,6
ROE final	5,5

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

^{14/} Estos resultados consideran una tasa promedio de reinversión de las utilidades de 30%.



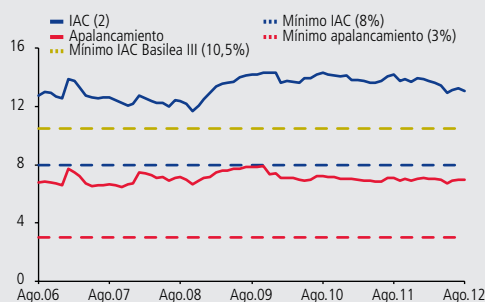
RECUADRO V.1

INDICADORES DE SOLVENCIA DE LA BANCA

Las medidas tradicionales para analizar la solvencia de la banca son el índice de adecuación de capital (IAC), definido como capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo, y el índice de apalancamiento, definido como capital sobre activos totales. Mientras el IAC mide la capacidad de los bancos para absorber pérdidas no esperadas, el apalancamiento mide el nivel de endeudamiento en relación al patrimonio, limitando por esta vía una expansión excesiva del balance.

Para el sistema bancario chileno, ambos indicadores se encuentran por sobre los mínimos exigidos por la normativa local, satisfaciendo incluso, de acuerdo con estimaciones preliminares, los requerimientos mínimos de Basilea III (gráfico V.18)^{15/}. No obstante, en comparación con otros países de la OCDE, la banca chilena se encuentra en un nivel intermedio en términos de apalancamiento, y en el tercio inferior en términos del índice de adecuación de capital (gráfico V.19).

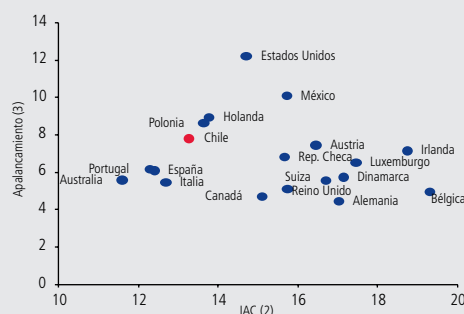
GRÁFICO V.18
Indicadores de solvencia de la banca chilena (1)
(porcentaje)



- (1) La serie de apalancamiento incluye las exposiciones fuera de balance.
(2) Índice de adecuación de capital se define como capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo.

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

GRÁFICO V.19
Indicadores de solvencia de economías OCDE (1)
(porcentaje)



- (1) Los datos corresponden a información del primer semestre del 2012, a excepción de España, Italia, Reino Unido y Suiza, cuya información es del 2011 y Bélgica, cuya información es del 2010. En algunos países la información considera también a instituciones financieras no bancarias captadoras de depósitos.

- (2) Índice de adecuación de capital se define como capital regulatorio sobre activos ponderados por riesgo.

- (3) Índice de apalancamiento se define como capital sobre activos totales.

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

Cabe notar que un juicio correcto sobre la solvencia de la banca en Chile requiere complementar los datos anteriores con otros antecedentes, que rescaten elementos relevantes que diferencian a la banca de los distintos países, como son la fase del ciclo económico, la composición del capital y los activos, y elementos no cuantificables, como la gestión. En este sentido, una comparación directa de los indicadores de solvencia podría arrojar conclusiones equivocadas, por ejemplo, al considerar que economías cuyos sistemas bancarios entraron en crisis, como Irlanda, o experimentaron importantes rescates estatales, como en Alemania, Reino Unido y EE.UU., aparecen más solventes bajo estas variables.

^{15/} Formalmente, la banca en Chile opera bajo las recomendaciones de Basilea I, con modelos estandarizados y sin cargos por riesgo de mercado y riesgo operacional, a pesar de que existe normativa complementaria del Banco Central que busca cerrar estas brechas. Ver recuadro V.1 del Informe del segundo semestre del 2010.

a) Fase del ciclo económico

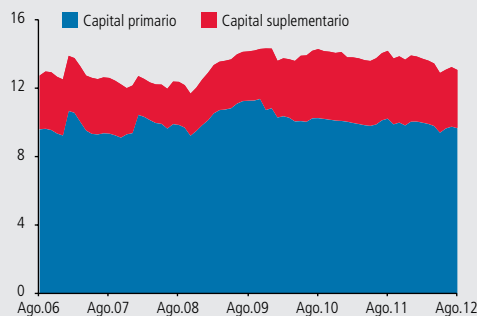
Los sistemas bancarios a nivel internacional se encuentran en etapas disímiles de su ciclo. En ciertas economías emergentes, la actividad y el crédito se expanden, mientras que algunas economías avanzadas más relevantes se encuentran en una fase de desaceleración, o incluso recesiva. En particular, Europa y EE.UU. mantienen una tendencia de desapalancamiento en el período posterior a la crisis (capítulo I). A esto se suman mayores niveles de capital impulsados por los respectivos reguladores debido a la crisis financiera que se inició en el 2008, como una forma de enfrentar eventuales deterioros en la cartera. Como consecuencia de todo lo anterior, algunos de estos sistemas bancarios tienden a mostrar altos indicadores de solvencia.

b) Composición del capital

Persisten diferencias de criterio para la determinación de los niveles de capital regulario. Una de las principales características de la base de capital de la banca en Chile es que está conformada principalmente por capital accionario —o capital pagado, equivalente a 65% del capital básico— y, en menor medida, por reservas de utilidades no distribuidas, de manera que aproximadamente un 75% del capital regulatorio total es de alta calidad (gráfico V.20). En contraste, en EE.UU. y Europa, Basilea II permitió considerar capital híbrido como capital adicional de nivel 1, con lo que su fracción de capital de alta calidad podría ser menor.

GRÁFICO V.20

Composición del índice de adecuación de capital de la banca chilena (porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



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

c) Composición de los activos bancarios

El sistema bancario chileno mantiene un modelo de banca tradicional, donde el crédito constituye más de dos tercios del total de los activos y la cartera de inversiones está conformada principalmente por títulos que están registrados en la hoja de balance y tienen alta liquidez en el mercado doméstico.

Por su parte, la banca internacional mantiene una mayor fracción de su portafolio en instrumentos financieros más sofisticados, algunos de los cuales permitieron en el pasado exportar activos desde el balance, reduciendo por esa vía sus niveles de apalancamiento. Adicionalmente, en varios de los países que muestran mayores índices de adecuación de capital, la cartera de créditos —con mayor ponderación de riesgo— representa una proporción bastante menor de los activos totales —inferior al 50% en Bélgica, Suiza y Luxemburgo, según datos del 2009 de la OCDE.

Consideraciones finales

El índice de adecuación de capital de la banca chilena ha tendido a disminuir como consecuencia del mayor crecimiento del crédito experimentado en el último año, no obstante el apalancamiento se ha mantenido estable. Un análisis comparativo directo de los indicadores de solvencia entre países de la OCDE podría entregar conclusiones erradas, si no se consideran los elementos antes explicados. En particular, diferencias en la fase del ciclo económico y crediticio, una mejor calidad del capital regulatorio y una composición más convencional de los activos de la banca en Chile.

Una variable adicional, intrínsecamente relacionada con la solvencia y difícil de calibrar en una comparación internacional, es la calidad de la gestión bancaria. La Ley General de Bancos reconoce esta relación, al establecer clasificaciones por gestión y solvencia. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, por su parte, define principios para la adecuada gestión de riesgos por parte de los bancos y su supervisión por parte de las autoridades. Los indicadores de solvencia, evaluados aisladamente, pueden dar una visión incompleta.

Considerando las complejidades que reviste una comparación internacional del nivel apropiado de los indicadores solvencia de la banca, resulta de la mayor relevancia revitalizar la discusión sobre caminos de perfeccionamiento de la legislación y regulación bancaria local, a la luz de la discusión internacional sobre mejores estándares de solvencia, actualmente en desarrollo.

VI. REGULACIÓN E INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

Durante este semestre continuaron aumentando los montos liquidados en los sistemas de pagos de alto valor, destacando el incremento de los pagos liquidados a través del sistema LBTR.

SISTEMAS DE PAGOS E INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

El sistema de pagos comprende el conjunto de instrumentos, normas y procedimientos por medio de los cuales se efectúan las transferencias de fondos entre agentes económicos. Su operación bajo condiciones de eficiencia y seguridad es un aspecto vital para el buen funcionamiento de la economía, para la estabilidad y el desarrollo del sistema financiero y para la efectividad de la política monetaria. Según los montos y la naturaleza de las transferencias de dinero que procesan, los sistemas de pago se pueden clasificar en sistemas de alto valor y de bajo valor.

SISTEMAS DE PAGOS DE ALTO VALOR

Los sistemas de pagos de alto valor (SPAV) están conformados por el sistema de liquidación bruta en tiempo real (LBTR) y el sistema de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (Combanc). Mientras el primero realiza la liquidación de las transacciones de manera inmediata y en base bruta en las cuentas de cada banco, el segundo determina la compensación al cierre de su ciclo de negocios, obteniendo los saldos netos de cada banco, los que posteriormente se liquidan a través del sistema LBTR.

En el tercer trimestre del 2012, los pagos liquidados a través de LBTR aumentaron 10% respecto del trimestre previo, principalmente por el incremento de pagos liquidados por operaciones con el Banco Central

Durante el tercer trimestre del 2012, el promedio de pagos diarios liquidados en el sistema LBTR sobrepasó los \$9,3 billones, lo que representó un aumento significativo respecto de trimestres anteriores (tabla VI.1). Esta cifra corresponde al mayor crecimiento trimestral (10%) registrado desde el tercer trimestre del año 2011, y se explicó principalmente por un incremento de los pagos liquidados por operaciones con el Banco Central (12%), lo cual se relaciona principalmente con una mayor utilización por parte de los bancos de herramientas de gestión de liquidez, particularmente de la Facilidad Permanente de Depósito (gráfico VI.1)^{1/}.

^{1/} Este aumento de las operaciones de FPD respondió al mayor uso de este instrumento, que tiene liquidación diaria, como respuesta a un menor stock de PDBC debido a que las licitaciones ofertadas no compensaron los vencimientos.

TABLA VI.1

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

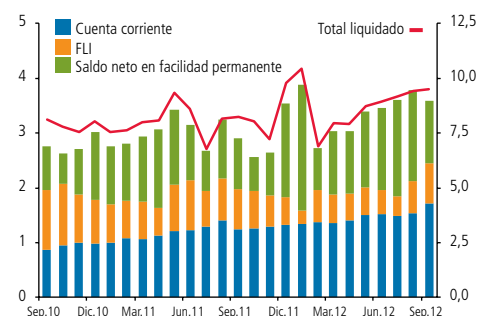
	2011		2012		
	III	IV	I	II	III
Pagos liquidados en LBTR	7.719	8.344	8.456	8.517	9.352
Interbancarios	3.049	3.393	3.141	3.524	3.805
Propio	1.120	1.315	1.239	1.150	1.269
Por cuenta de clientes	1.001	1.164	998	1.223	1.401
Mercado de Valores CCLV	428	404	357	403	358
Mercado de Valores No CCLV	500	510	547	748	778
Cámaras de compensación (neto)	581	601	560	612	618
Cheques	114	123	120	130	125
Cajeros Automáticos	21	22	22	28	30
Combanc	447	456	418	453	463
Banco Central de Chile	4.090	4.351	4.755	4.381	4.928
Pagos procesados en Combanc	3.204	3.354	3.131	3.680	3.416
Propio	867	926	804	924	746
Por cuenta de clientes	1.650	1.744	1.564	1.807	1.711
Mercado de Valores No CCLV	688	684	763	949	959

(*) Promedios diarios para cada trimestre.

Fuentes: Banco Central de Chile, Combanc y SVS.

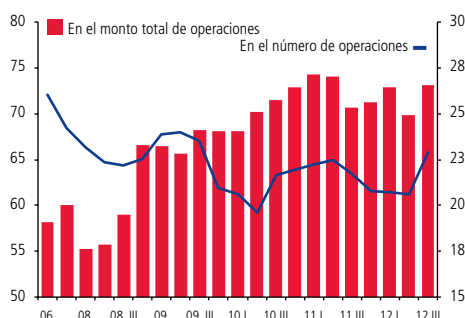
GRÁFICO VI.1

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

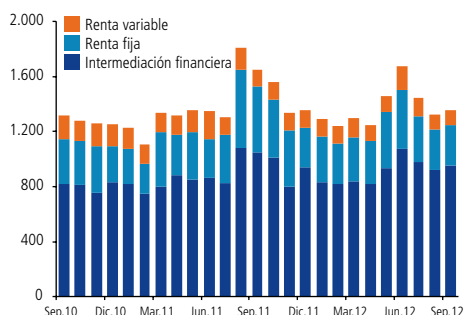


(*) Promedio diario mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

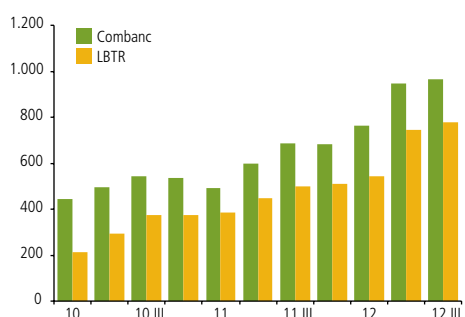
**GRÁFICO VI.2**Participación del sistema LBTR en los SPAV
(porcentaje)

Fuentes: Banco Central de Chile y Combanc.

GRÁFICO VI.3Montos procesados en CCLV por tipo de instrumento (*)
(miles de millones de pesos)

(*) Promedios diarios.

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

GRÁFICO VI.4Sistemas de liquidación de las transacciones
provenientes del mercado de valores (*)
(miles de millones de pesos)

(*) Promedios trimestrales.

Fuente: Banco Central de Chile.

En términos agregados, los montos totales liquidados en LBTR aumentaron 21% anual en el tercer trimestre del 2012, y los montos diarios compensados por Combanc aumentaron 7%. De esta manera, la participación del LBTR en los SPAV alcanzó el 73% del volumen y el 23% del número de operaciones liquidadas, proporciones relativamente similares a las de períodos anteriores (gráfico VI.2).

Entre los pagos liquidados a través de LBTR se incluyen los montos netos que resultan del proceso de compensación de CCLV, los cuales se mantienen en torno a los \$400 mil millones por trimestre desde la implementación de esta infraestructura. Lo anterior, es el reflejo de la relativa estabilidad de los montos procesados a través de CCLV, los cuales registran aumentos relevantes únicamente en los períodos de agosto a octubre de 2011 y abril a junio de 2012 en relación principalmente a un mayor volumen de transacciones de intermediación financiera durante esos períodos (gráfico VI.3).

Los pagos originados en el mercado de valores OTC registraron un aumento significativo

A partir del segundo trimestre del 2012 se observaron significativos incrementos en los montos promedio diarios originados en los mercados de valores OTC respecto del primer trimestre (gráfico VI.4). Ello podría tener relación con modificaciones en la forma de inversión de los excedentes de caja de la Cuenta Única Fiscal, los que desde agosto de este año se pueden licitar en pactos de retrocompra a través de una plataforma electrónica, lo que se agrega a las subastas de depósitos que se realizan desde el año pasado. Como fue señalado en el *Informe* anterior, la proporción de los pagos provenientes del mercado de valores procesados a través de Combanc (55%) continúa siendo superior a los pagos procesados a través de LBTR (45%), debido a los menores riesgos de crédito y requerimientos de liquidez asociados al primer sistema.

SISTEMAS DE PAGOS DE BAJO VALOR

Las principales tendencias en el uso de medios de pago minoristas se mantienen

Durante el 2012, en la discusión pública han estado presentes diversos aspectos que tienen relación con el desarrollo de los sistemas y medios de pago minoristas (recuadro VI.1). Sin perjuicio de lo anterior, se han mantenido las principales tendencias en el uso de medios de pago minoristas. En cuanto a número de operaciones, el uso de cheques y tarjetas de crédito no bancarias cayó 7 y 3% anual, respectivamente. En contraste, en igual lapso, el uso de tarjetas de débito y de crédito bancarias creció 15 y 11% anual. Estas tendencias se ven reflejadas también en los montos de las operaciones (tabla VI.2 y gráfico VI.5).

Los volúmenes de pagos a comercios afiliados no relacionados muestran diferencias importantes entre los emisores no bancarios de tarjetas de crédito...

Los emisores no bancarios en el registro de la SBIF (nueve) presentan diferencias relevantes respecto de sus volúmenes de pagos a comercios afiliados no relacionados. El emisor que canaliza la mayor parte de los pagos a entidades no

relacionadas es Promotora CMR Falabella S.A. —casi UF22 millones durante el 2011. Dicha cifra superó varias veces los montos de los demás emisores, de hecho algunos de ellos no alcanzan UF1 millón (gráfico VI.6).

El nivel de pagos a entidades no relacionadas en la mayoría de estos emisores no supera el 30% del total de pagos realizados a través de sus respectivas tarjetas. Sin embargo, esta relación también es disímil entre los distintos emisores. En Cencosud Administradora de Tarjetas S.A., el cuarto emisor en términos de pagos a comercios no relacionados, el nivel de dichos pagos es 7%, mientras que en Administradora TMO S.A. es 30%, aunque sobre una base sustancialmente menor de transacciones.

...los cuales mantienen una capitalización significativamente mayor al mínimo requerido por la normativa

Según la normativa vigente, los emisores de tarjetas de crédito actualmente registrados en la SBIF deben mantener un capital no inferior a UF 100.000, y cumplir con otros requisitos prudenciales y de información establecidos en el Capítulo III.J.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile^{2/}. A diciembre del 2011, todos los emisores registrados cumplieron con el requerimiento de capital establecido en la normativa.

Cabe notar que los emisores más relevantes, en términos de volumen de pagos, muestran niveles de capital significativamente mayores al mínimo requerido, y en los más pequeños ese requerimiento también se cumple, si bien con menos holgura.

Además, se observa una relación directa entre el nivel de capitalización y los pagos a comercios no relacionados

En general, un mayor volumen de transacciones con terceros no relacionados se sostiene en un nivel de capitalización también más alto. La excepción es Cencosud Administradora de Tarjetas S.A. que, a pesar de ser el cuarto emisor en términos de estas operaciones, mantiene el mayor nivel de capitalización del grupo de emisores no bancarios de tarjetas de crédito (gráfico VI.7).

REGULACIÓN FINANCIERA

NORMATIVA DICTADA POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE

Compendio de Normas Monetarias y Financieras (www.bcentral.cl)

Luego de haber sido sometida a un proceso de consulta pública, el 1 de octubre entró en vigor la Primera Parte del nuevo Compendio de Normas Monetarias y Financieras (CNMF) del Banco Central de Chile. Este nuevo cuerpo regulatorio no modifica las políticas vigentes para regular la cantidad de dinero en circulación y de crédito, sino que reordena, refunde y sistematiza la regulación que se encontraba vigente en materia monetaria y que estaba contenida en el Compendio de Normas Financieras (CNF). De manera adicional, en el CNMF se

TABLA VI.2

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

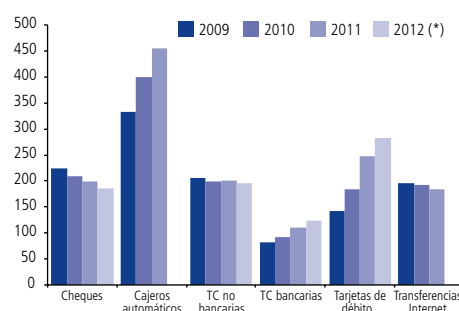
	2009	2010	2011	2012 (*)
Cheques	336.650	320.174	326.563	324.299
Cajeros automáticos	13.729	17.212	20.325	n.d.
Tarjetas de crédito no bancarias	4.636	5.438	5.048	4.818
Tarjetas de crédito bancarias	3.713	4.598	5.970	6.700
Tarjetas de débito	2.580	3.460	4.763	5.673

(*) Última información disponible, anualizada.

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

GRÁFICO VI.5

Medios de pago minoristas
(millones de operaciones)

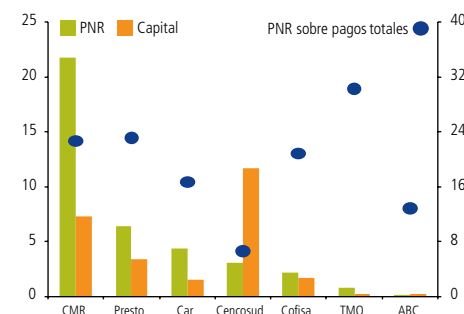


(*) Última información disponible, anualizada.

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

GRÁFICO VI.6

Capitalización de emisores no bancarios de tarjetas de crédito y pagos a entidades no relacionadas (PNR)^(*)
(millones de UF, porcentaje)



(*) Emisores no bancarios de tarjetas de crédito en orden decreciente según el nivel de pagos a entidades no relacionadas efectuados durante 2011. Capital a diciembre.

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

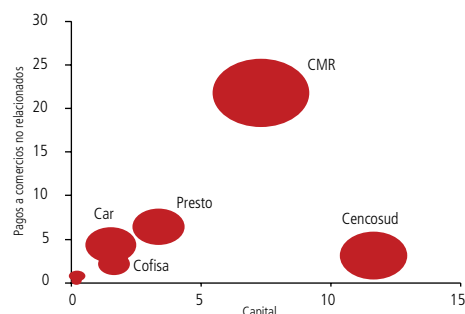
^{2/} Una modificación del Capítulo III.J.1 fue presentada para consulta pública el 28 de septiembre.

GRÁFICO VI.7

Capitalización y pagos a entidades no relacionadas

(*)

(millones de UF, porcentaje)



(*) Tamaño del círculo proporcional al volumen total de pagos durante 2011. Capital a diciembre.

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

suprimen instrumentos de deuda que el Banco Central puede emitir conforme a sus facultades y que actualmente no forman parte de las herramientas de política monetaria empleadas, si bien se considera expresamente que los instrumentos que aún presenten un stock emitido con vencimientos pendientes continuarán rigiéndose por las normas generales aplicables al momento de su colocación, para efectos de proceder a su rescate a la fecha de vencimiento.

Bonos hipotecarios (www.bcentral.cl y www.sbif.cl)

Como se señaló en el *Informe* anterior, los bonos hipotecarios son un nuevo instrumento que los bancos podrán emitir para otorgar créditos hipotecarios, y que tienen la particularidad de que, en caso de insolvencia o liquidación forzosa del banco emisor, quedan sujetos a un tratamiento especial establecido en la Ley General de Bancos, y, por lo tanto, son un instrumento relativamente menos riesgoso para los inversionistas. Luego de un período de consulta pública, desde el 1 de octubre se encuentran en vigor los nuevos Capítulos II.A.1 y 9-2 del CNF del Banco Central y de la Recopilación Actualizada de Normas (RAN) de la SBIF, respectivamente.

Dentro del segundo semestre del 2013, estos instrumentos serán garantías elegibles para las operaciones monetarias. En particular, se aceptarán los bonos hipotecarios como colaterales elegibles para efectuar Operaciones de Mercado Abierto, correspondientes a las operaciones de inyección de liquidez, como pactos de retroventa, facilidad permanente de liquidez y facilidad de liquidez intradía, todos ellos con las empresas bancarias.

Modificaciones a las normas para emisión u operación de tarjetas de crédito (www.bcentral.cl)

El 28 de septiembre se publicó la propuesta de modificación del Capítulo III.J.1 del CNF del Banco Central para recabar comentarios de partes interesadas y del público en general. Al cierre de este *Informe* se analizaban los comentarios recibidos para proceder a su publicación definitiva. El detalle de las modificaciones propuestas se explicó en un Comunicado conjunto entre el Banco Central y la SBIF, publicado en los sitios web respectivos. Algunos de los elementos centrales de la propuesta son: se suprime el régimen diferenciado aplicable a aquellos emisores que pagan al contado o dentro de tres días de aquellos otros que lo hacen en un plazo superior; se explicita que el universo de fiscalizados corresponde a la totalidad de entidades que asuman responsabilidades de pago en forma habitual con comercios afiliados no relacionados; se fortalecen los requisitos de capital, liquidez y de reporte de información exigidos a emisores y operadores; y se aumenta la responsabilidad asignada al gobierno corporativo de las entidades fiscalizadas.

Cámara de compensación de cheques (www.bcentral.cl)

El Consejo del Banco Central aprobó la modificación del Capítulo III.H.1 del CNF, sobre "Cámara de Compensación de Cheques y Otros Documentos en Moneda Nacional en el País", con el fin de establecer la liberación temprana de fondos de los depósitos efectuados con cheques. Esta modificación se realizó mediante el Acuerdo 1695-01-120726, y previamente fue puesta en consulta pública, como se señaló en el *Informe* anterior. En concordancia, la SBIF modificó los capítulos 2-2, 3-1 y 5-1 de la RAN. Los cambios comenzaron a regir a partir del 24 de septiembre de 2012.

NORMATIVA DICTADA POR OTRAS INSTITUCIONES

Nueva regulación sobre límites a exposiciones bancarias con entidades financieras en el exterior (www.sbif.cl)

La SBIF, contando con el informe previo favorable del Banco Central, perfeccionó sus normas sobre créditos hacia el exterior contenidas en el Capítulo 12-15 de su RAN. El cambio normativo tiene como propósito obtener un mayor nivel de convergencia a los estándares internacionales de política financiera en esta materia, fortaleciendo la independencia que provee el marco de regulación y supervisión chileno para la administración de la liquidez de las entidades locales respecto de sus unidades de negocios relacionadas en el exterior. En particular, considera incorporar los depósitos a la vista en el límite individual vigente para los depósitos a plazo, así como establecer un nuevo límite global para depósitos a la vista y a plazo. No se modifican los límites vigentes para otras exposiciones de crédito. Estas normas estuvieron en consulta pública durante el mes de julio, y fueron promulgadas el 7 de noviembre a través de la Circular N°3.544.

Límites máximos para la inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria que podrán mantener las Administradoras de Fondos de Pensiones y la Administradora de Fondos de Cesantía (www.bcentral.cl)

El Consejo del Banco Central otorgó los informes previos favorables solicitados por la Superintendencia de Pensiones respecto del establecimiento, en el Régimen de Inversión pertinente, de los límites máximos para la inversión en moneda extranjera sin cobertura que podrán mantener las Administradoras de Fondos de Pensiones y la Administradora de Fondos de Cesantía. Como consecuencia de lo anterior, a través del Acuerdo 1680-03-120517 se modificaron los Capítulos III.F.4 y III.F.7 del CNF, los que tratan sobre Inversiones de los Fondos de Pensiones y la Reglamentación financiera aplicable a la sociedad administradora de fondos de cesantía, respectivamente.

Modificaciones al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones (www.spensiones.cl)

La Superintendencia de Pensiones, con la aprobación del Consejo Técnico de Inversiones y la visación de la Subsecretaría de Hacienda efectuó modificaciones al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, respecto de algunos límites de inversión por emisor. A través de la Resolución N°84 se busca disminuir la potencial exposición de los recursos previsionales en un mismo emisor y fomentar la diversificación de los Fondos de Pensiones. Así, a partir del 1 de enero de 2013, se reducen los límites de inversión máxima en instrumentos de: bancos nacionales, acciones de empresas y bancos, bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas, cuotas de fondos de inversión nacionales y extranjeros.

NORMATIVA INTERNACIONAL DESTACADA

En 2009, el G20 acordó que todos los contratos de derivados *OTC* se reporten a repositorios de transacciones, que los contratos más estandarizados además se liquiden vía entidades de contraparte central, y mayores requerimientos de



capital para aquellos contratos que continúen siendo liquidados bilateralmente. Este mandato fue recogido por las reformas en EE.UU. y la UE, como se mencionó en el *Informe* anterior.

En el Título VII de la Ley Dodd-Frank se establece el marco regulatorio para derivados *OTC* en EE.UU. A octubre del 2012, se ha finalizado más del 50% de la normativa relacionada con este título^{3/}. Entre los desarrollos normativos más destacados se tiene el calendario para la implementación de la compensación y liquidación centralizada de derivados *OTC* que desarrolló la *CFTC* (*Commodity Futures Trading Commission*) en julio del 2012, con lo cual se espera que dicha implementación sea total a mediados del 2013. A su vez, la *SEC* recientemente propuso la normativa sobre requerimientos de capital y márgenes que aplicarán a aquellos agentes definidos como *security-based swap dealers* y *major security-based swap participants*^{4/}.

Por último, el 27 de septiembre *ESMA* (*European Securities and Markets Authority*) publicó su Reporte Final sobre los estándares técnicos para la implementación de *EMIR* (*European Market Infrastructure Regulation*) en la UE. El Reporte Final de *ESMA* define los requisitos que deben cumplir los derivados *OTC* para la compensación y liquidación centralizada; y las exigencias que deben cumplir las entidades de contraparte central para estos efectos, además de los requerimientos para los repositorios de transacciones. La Comisión Europea debe decidir si aprueba o no esta propuesta de *ESMA*.

"Volcker Rule"

En julio del 2010 se promulgó la Ley Dodd-Frank cuya sección 619, también conocida como *Volcker Rule*, "prohíbe el *trading* propietario y ciertas relaciones con *hedge funds* y *private equity funds*". La regla Volcker indica tres prohibiciones específicas a las entidades bancarias: (1) *trading* propietario, (2) inversión en *hedge funds* y *private equity funds*, y (3) patrocinar o auspiciar *hedge funds* y *private equity funds*. Dichas prohibiciones aplican sobre entidades bancarias, entendidas como instituciones financieras que toman depósitos y cuentan con seguro estatal, incluyendo sus controladores y filiales. Cabe notar que existen algunas excepciones a las prohibiciones mencionadas. Entre ellas están, por ejemplo y bajo ciertas condiciones, transar papeles de gobierno (federal, estatal o municipal) y transacciones específicas con fines de mitigación de riesgos^{5/}.

La implementación de la regla Volcker es un proceso escalonado. En una primera etapa se completaron los estudios necesarios, pero la etapa de elaboración de normativa se ha retrasado. Originalmente, el plazo para promulgar la normativa final era el 21 de julio de 2012. Sin embargo, hasta octubre del 2012 solo se habían propuesto las normas finales, pero no se había emitido ninguna de ellas.

^{3/} Davis Polk (2012).

^{4/} En mayo pasado, la *CFTC* y la *SEC* en conjunto publicaron las normas finales que definen a estos tipos de agentes. Ver *Informe* anterior.

^{5/} Ver Skkaden (2010).

DOCUMENTOS DE INTERÉS PUBLICADOS POR ORGANISMOS NACIONALES E INTERNACIONALES

Durante el primer semestre del 2012, la discusión internacional sobre regulación financiera se ha inclinado hacia temas relacionados con requerimientos de capital y/o liquidez, así como infraestructura y transparencia (tabla VI.3).

TABLA VI.3

Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Capital / Liquidez	Infraestructura/ Transparencia	SIFI	Resolución	Regulación Macropu- dencial	Adm. Riesgo/ Governance
1/	Identifying the Effects of Regulatory Reforms on Emerging Market and Developing Economies: A Review of Potential Unintended Consequences	FSB	x	x	x	x	x	x
2/	OTC Derivatives Market Reforms: Third Progress Report on Implementation	FSB	x	x				x
3/	OTC Derivatives Market Reforms: Fourth Progress Report on Implementation	FSB		x				
4/	Composition of Capital Disclosure Requirements- Rules text	BIS	x	x				
5/	Capital Requirements for Bank Exposures to Central Counterparties	BIS	x	x				x
6/	Core Principles for Effective Banking Supervision	BIS		x				x
7/	Principles for the Supervision of Financial Conglomerates	BIS	x					x
8/	A Framework for Dealing with Domestic Systemically Important Banks- Final Document	BIS	x		x	x		
9/	The PRA's Approach to Banking Supervision	BOE	x					x
10/	Banking Reform: Delivering stability and supporting a sustainable economy	UK Treasury	x		x	x		

Fuente: Sitios Web de cada institución.

RECUADRO VI.1

DESARROLLOS Y DESAFÍOS REGULATORIOS DE LOS SISTEMAS Y MEDIOS DE PAGO MINORISTAS

Los sistemas de pagos se vinculan en su origen directamente con la función de emisión de dinero de los bancos centrales. Sin embargo, la complejidad de estos sistemas ha aumentado en el tiempo y, consecuentemente, también lo ha hecho el grado de involucramiento de los bancos centrales, tanto en los sistemas de pago de alto valor —por ejemplo, los sistemas de pagos interbancarios como el LBTR— como en los de bajo valor o minoristas —cheques, tarjetas de crédito y débito, sistemas de prepago y diversos mecanismos de transacciones electrónicas.

Debido a que los medios de pago minoristas son utilizados de manera frecuente por un gran número de personas, pueden llegar a ser de importancia sistémica por el impacto que un problema pudiera significar para sus usuarios, aun cuando es improbable que estos instrumentos, o los sistemas asociados a ellos, produzcan o transmitan disrupciones que impacten de manera severa a otras instituciones del sistema financiero. En base a estas consideraciones, es de especial interés para los bancos centrales, habida cuenta de sus mandatos y objetivos específicos, que los pagos minoristas sean seguros y eficientes (BIS, 2003). Lo anterior debido a que su contribución a la mayor eficacia y estabilidad del sistema financiero se relaciona también con la confianza de las personas y del comercio en la moneda como medio de intercambio.

El cumplimiento de estos objetivos representa un desafío cada vez mayor, por cuanto se trata de mercados muy dinámicos, principalmente por la innovación tecnológica. Desde la perspectiva del regulador, este desafío requiere conciliar de manera adecuada estas innovaciones con la seguridad de los medios de pago, de manera de resguardar bienes públicos importantes, como el de la fe pública.

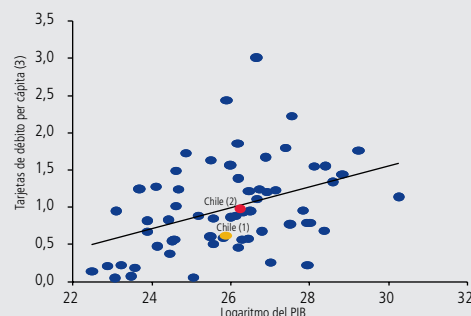
Desarrollo de los medios de pago minoristas en Chile

En Chile, al igual que en muchos países del mundo, el uso de los medios de pago minoristas electrónicos ha crecido de manera sostenida en los últimos años. Algunos indicadores como el número de tarjetas de débito per cápita sugieren un

nivel de desarrollo de estos instrumentos coherente con el desarrollo del país (gráfico VI.8)^{6/}. Por otra parte, tanto la encuesta Casen como la Encuesta Financiera de Hogares muestran diferencias importantes en la tenencia y utilización de los mismos según estrato de ingreso^{7/}.

GRÁFICO VI.8

Tarjetas de débito y PIB (1)
(logaritmo, número de tarjetas)



(1) Información al 2009.

(2) Chile con datos al 2011 y corrigiendo por efecto de las cuentas RUT de BancoEstado.

(3) Se considera la población mayor de 15 años.

Fuente: Banco Mundial y SBIF.

Alcance de la regulación del Banco Central sobre pagos minoristas

La Ley Orgánica Constitucional otorga al Banco Central el mandato de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos (Artículo 3°), así como las atribuciones para regular las tarjetas de crédito y similares (Artículo 35°). En virtud de ese mandato, el Banco Central establece regulación específica para medios de pago minoristas, incluyendo tarjetas de crédito, débito, prepago y otros sistemas similares (Capítulos III.J.1, 2 y 3 del Compendio de Normas Financieras). La regulación del Banco Central establece qué entidades pueden emitir y operar estos medios de pago, así como diversos requerimientos prudenciales que éstas deben cumplir (tabla VI.4).

^{6/} Para las tarjetas de crédito se observa evidencia similar a la reportada en el gráfico VI.8.

^{7/} Los resultados de dichas encuestas están disponibles en www.ministeriodesarrollosocial.gob.cl y www.bcentral.cl, respectivamente.

TABLA VI.4
Marco regulatorio del Banco Central sobre medios de pagos minoristas.

	Emisores	Operadores
Tarjetas de crédito aceptadas en entidades afiliadas no relacionadas	<p><i>Entidades elegibles</i> Bancos y CACs fiscalizadas por la SBIF. Otras entidades que cumplan con lo dispuesto en el Capítulo III.J.1 del CNF.</p> <p><i>Requisitos (1)</i> UF 100.000 (UF 200.000) Según modalidad de pago a comercios afiliados: Apalancamiento, operacional, liquidez, información.</p>	<p><i>Entidades elegibles</i> Entidades que cumplan con los requisitos del III.J.1 del CNF.</p> <p><i>Requisitos</i> UF 25.000 (UF 200.000) (2) Según responsabilidad de pago a comercios afiliados: apalancamiento, liquidez.</p>
Tarjetas de débito	<p><i>Entidades elegibles</i> Bancos y CACs fiscalizadas por la SBIF.</p>	<p><i>Entidades elegibles</i> Entidades que cumplan con los requisitos del III.J.2 del CNF, con autorización previa Banco Central de Chile</p> <p><i>Requisitos</i> UF 25.000 (UF 200.000) (2) Según responsabilidad de pago a comercios afiliados: apalancamiento, liquidez.</p>
Tarjetas de prepago (3)	<p><i>Entidades elegibles</i> Bancos, con autorización previa del Banco Central de Chile.</p>	<p><i>Entidades elegibles</i> Entidades que cumplan con los requisitos del III.J.3 del CNF, con autorización previa Banco Central de Chile.</p> <p><i>Requisitos</i> UF 25.000 Sociedades anónimas y empresas bancarias solamente.</p>

(1) Para emisores no bancarios.

(2) En caso de asumir la responsabilidad de pago del emisor.

(3) Tarjetas de pago con provisión de fondos y que implican para el emisor contraer habitualmente obligaciones de dinero con el público o con establecimientos comerciales o servicios afiliados al sistema.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el caso de instrumentos a través de los cuales se puedan efectuar pagos y que requieren que previamente se hayan captado los fondos —es decir, sistemas de débito, prepago y otros similares—, la legislación vigente restringe su emisión exclusivamente a los bancos. Sin embargo, para los instrumentos a través de los cuales se efectúan pagos mediante un crédito —tarjetas de crédito y otros similares—, la regulación no contempla una restricción similar y, por lo tanto, se permite la participación de entidades no bancarias. Esta regulación se relaciona, a su vez, con la interpretación que le corresponde efectuar a la SBIF, respecto de las disposiciones de la Ley General de Bancos que señalan que la captación habitual de recursos por parte del público solo puede ser realizada por empresas bancarias. El fundamento de este marco legal y regulatorio es

que eventuales problemas de solvencia en una entidad que capta recursos del público pueden tener un impacto en la fe pública y en la confianza en la moneda, así como involucrar el gasto de recursos estatales cuando existen garantías comprometidas. Así, la restricción señalada cumple un objetivo claro de política.

Por otra parte, en términos de promoción de la seguridad, las normas del Banco Central y de la SBIF incorporan diversos requerimientos prudenciales, principalmente de liquidez, solvencia y control de riesgos operacionales y tecnológicos, entre otros. Respecto de la promoción de la eficiencia, la regulación contempla requisitos de no discriminación en la interconexión de las redes, la emisión de tarjetas de crédito por parte de entidades no bancarias, y permite también que la operación de estos medios de pago la realicen entidades no bancarias.

Existen además otras dimensiones regulatorias de los medios de pago minoristas que no se relacionan con el normal funcionamiento del sistema de pagos. En particular, la protección del consumidor, la prevención del lavado de dinero y las políticas de competencia, que tienen sus propios marcos legislativos e institucionalidad.

Consideraciones respecto de una eventual ampliación de la participación de entidades no bancarias en la emisión de instrumentos de pago minoristas

La flexibilización de las regulaciones que restringen la emisión de algunos medios de pago minorista solo a empresas bancarias, en particular las tarjetas de pago con provisión de fondos (prepago), podría permitir contar con una mayor disponibilidad de estos instrumentos, lo que a su vez tendría beneficios, desde una perspectiva tanto de competencia como de inclusión financiera.

Dados estos posibles beneficios, es de interés para el Banco Central que el desarrollo y la innovación en los medios de pago minoristas no sean inhibidos por motivos regulatorios. Sin embargo, al mismo tiempo, avanzar en esta materia no debe hacer perder de vista la importancia de resguardar otros bienes públicos igualmente importantes, como son la confianza y la fe pública de las personas que utilizan los medios de pago de los cuales disponen. En este sentido, los avances que se puedan explorar para permitir la emisión de tarjetas de pago con provisión de fondos por parte de entidades no bancarias, requerirían resolver los mecanismos de regulación prudencial y de supervisión que deberían regir dichas entidades.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alfaro, R. y A. Sagner. 2011. "Stress Tests for Banking Sector: A Technical Note", Documento de Trabajo 610, Banco Central de Chile.
- Alfaro, R. y C.G. Silva. 2008. "Medidas de Volatilidad para Mercados Financieros". *Informe de Estabilidad Financiera*, Primer Semestre. Banco Central de Chile. Junio.
- Alfaro, R. y N. Gallardo. 2012. "The Determinants of Household Debt Default". *Revista de Análisis Económico*. 27(1), pp. 27-54.
- Álvarez, N., y L. Opazo. 2009. "Paridad Cubierta de Tasas de Interés de Largo Plazo en Chile", *Revista de Economía Chilena*, 12(2): 67-76. Agosto.
- Anderloni, L. y D. Vandone. 2008. "Households Over-Indebtedness in the Economic Literature". Working Paper 2008-46, Department of Economics, Management and Quantitative Methods at Università degli Studi di Milano.
- Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2012. *Informe de Política Monetaria*. Diciembre.
- Banco Central Europeo (BCE). 2012. "The Euro Area Bank Lending Survey", Tercer trimestre del 2012. Octubre.
- Banco de Inglaterra. 2012. *Financial Stability Report*. Issue No 32. Noviembre.
- BIS. 2003. "Policy Issues for Central Banks in Retail Payments". Committee on Payment and Settlement Systems. Marzo.
- Calani, M. y S. Díaz. 2012. "Costo de Crédito Externo para la Banca Chilena". Mimeo, Banco Central de Chile.
- CBRE. 2012. "Market View Oficinas Santiago". Segundo trimestre 2012. (www.cbre.cl).
- Collect GfK. 2012. "Análisis de Oferta y Venta de Viviendas Nuevas en el Gran Santiago". Segundo trimestre 2012. (www.collect.cl).
- Congressional Budget Office (CBO). 2012. "Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013". Noviembre.
- Crowe, C., G. Dell'Ariccia, D. Igan y P. Rabanal. 2011. "How to Deal with Real Estate Booms: Evidence from Country Experiences", IMF Working Paper 11/91.
- Davis Polk. 2012. "Dodd-Frank Progress Report", Davis Polk & Wardwell LLP.
- Del Río, A. y G. Young. 2005. "The Impact of Unsecured Debt on Financial Distress among British Households". Bank of England Working Paper N° 262, Bank of England.
- Dirección de Presupuestos. 2012. "Informe de Finanzas Públicas. Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2013". Octubre.
- Disney, R., S. Bridges y J. Gathergood. 2008. "Drivers of Over-indebtedness", Report to the UK Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform, Octubre.
- Duca, J., J. Muellbauer y A. Murphy. 2009. "House Prices and Credit Constraints: Making Sense of the U.S. Experience". Mimeo, University of Oxford.
- Ferreira, F. y J. Gyourko. 2011. "Anatomy of the Beginning of the Housing Boom: U.S. Neighborhoods and Metropolitan Areas, 1993-2009", *National Bureau of Economic Research Working Paper* 17374.
- FMI. 2011. "Macroprudential Policy: An Organizing Framework", Background Paper.
- FMI. 2012a. *Fiscal Monitor*. Octubre.
- FMI. 2012b. *Global Financial Stability Report*. Octubre.
- Fuenzalida, M. y J. Ruiz Tagle. 2009. "Riesgo Financiero de los Hogares". *Revista de Economía Chilena*, 12(2), pp. 35-53.

- GPS. 2012. "Informe del mercado de oficinas". Tercer trimestre 2012. (www.gpsproperty.cl).
- Gray, D. y S. Malone. 2008. "Macrofinancial Risk Analysis". John Wiley & Sons, Ltd.
- Gummy, J. 2007. "Explaining Overindebtedness in the European Union". Paper prepared for the BHPS 2007 Conference Colchester. Julio.
- Gutiérrez, J., L. Capera y D. Estrada. 2011. "Un Análisis del Endeudamiento de los Hogares, Temas de Estabilidad Financiera no. 61, Banco Central de Colombia.
- Igan, D. y H. Kang. 2011. "Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea", IMF Working Paper 11/297.
- Jappelli, T., M. Pagano y M. di Maggio. 2010. "Households' Indebtedness and Financial Fragility". Reviewed version of CSEF Working Papers 208, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Naples, Italy.
- Jara, A, L. Luna y D. Oda. 2007. "Pruebas de Tensión de la Banca en Chile", *Informe de Estabilidad Financiera*, Segundo Semestre 2007. Banco Central de Chile.
- Kempson, E. 2002. "Over-Indebtedness in Britain". A Report to the Department of Trade and Industry. London.
- Keese, M. 2009. "Triggers and determinants of severe household indebtedness in Germany". Ruhr Economic Paper #150. Ruhr-Universität Bochum (RUB), Department of Economics.
- Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, and X. Wu. 2011. "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", IMF Working Paper 11/238.
- Lusardi, A. y P. Tufano. 2009. "Debt Literacy, Financial Experiences and Overindebtedness", NBER Working Paper 14808.
- Martínez, F, R. Cifuentes, C. Madeira, y R. Poblete. 2012. "Measurement of Household Finance Risk with the Survey of Household Finances". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Matus J., D. Oda y N. Silva. 2009. "Caracterización de las Colocaciones Bancarias en Chile". Estudios Económicos Estadísticos, N° 73. Banco Central de Chile. Marzo.
- Mendoza, E. y M. Terrones. 2008. "An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates and Micro Data", IMF Working paper 08/226.
- OCDE. 2012. *Economic Outlook*. Noviembre.
- Podpiera J. 2012. "Financial Spillovers to Chile", IMF Working paper 12/254.
- Skadden, 2010. "The Dodd-Frank Act: Commentary and Insights". Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates. Julio.
- Tovar, C., M. García-Escribano y M. Vera Martin. 2012. "Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America", IMF Working Paper 12/142.
- Tsutsumi, M., R. S. Jones y T. F. Cargill. 2010. "The Korean Financial System: Overcoming the Global Financial Crisis and Addressing Remaining Problems", OECD, Economics Department, Working Papers, No. 796, OECD, Publishing.
- Vio, C. 2011. "Índice de Precio de Vivienda: Resultados Preliminares". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Wong, E., T. Fong, K. Li y H. Choi, 2011, "Loan-to-Value Ratio as a Macroprudential Tool: Hong Kong's Experience and Cross-Country Evidence", Hong Kong Monetary Authority, Working Paper N° 01/2011.

GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Cartera vencida: Colocaciones bancarias o fracción de estas con una morosidad

de hasta 90 días desde la fecha de vencimiento. En los créditos con cuotas se considera solo la cuota vencida, pero puede traspasarse la totalidad del crédito en la medida en que se hagan efectivas las cláusulas de aceleración.

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

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

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

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

Cobertura cambiaria: Es la posición en instrumentos derivados que permite al inversionista compensar parcial o totalmente, respecto de la moneda local, las variaciones de valor de la moneda extranjera en que se encuentren expresados los instrumentos de inversión.

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

Desapalancamiento: Reducción de la razón de apalancamiento, definida como pasivos sobre capital.

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

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

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

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

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

Downgrade: Acción de clasificación realizada por las agencias de ratings que implica un baja de categoría en la escala de clasificación de riesgo.

EBA: Autoridad Bancaria Europea (*European Banking Authority*), organismo establecido por el Parlamento Europeo el 24 de Noviembre de 2010, previamente conocido como el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS). Este organismo surge ante la necesidad de monitorear, evaluar y asesorar el

comportamiento de los sistemas bancarios europeos.

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

EFSS/ESM: *European Financial Stability Fund/European Stability Mechanism* (Fondo de Estabilización Financiero Europeo/Mecanismo de Estabilización Europeo). El EFSF, es un fondo contingente creado en 2010 por la Unión Europea para asistir a los países con problemas financieros fiscales. En Junio de 2012, este fondo dio paso a ESM, un mecanismo de financiamiento que incluye protocolos de largo plazo para financiar a las economías que requieran ayuda financiera.

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

Entrega contra pago (ECP): De acuerdo con el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS), todo modelo de ECP debe cumplir tres requisitos fundamentales: la entrega válida de los títulos, el pago de los fondos con carácter irrevocable, y que la transferencia de los títulos solo ocurra con la condición exclusiva de que también se produzca la transferencia de los fondos.

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

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

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

Fondo Mutuo Tipo 1: También denominado Fondo mutuo monetario o fondo mutuo de corto plazo. Corresponde a los fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, con duración menor o igual a 90 días.

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

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

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

en las normas financieras del Banco Central de Chile.

FSB: *Financial Stability Board*. Foro internacional formado al alero del G20 y que reúne a autoridades financieras nacionales y organismos internacionales. Su objetivo es coordinar el trabajo de sus miembros en el desarrollo y promoción de regulación y supervisión efectivas, así como otras políticas financieras.

GAFISUD: Grupo de Acción Financiera de Sudamérica. Organización intergubernamental de base regional para promover la implementación y mejora continua de políticas para combatir el lavado de activos y el financiamiento del terrorismo.

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

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

Gobiernos locales: Gobiernos regionales de las Comunidades Autónomas y provincias en España.

G7: Corresponde al grupo económico y político conformado por las siete economías avanzadas de mayor tamaño. Estas son: Alemania, Canadá, EE.UU., Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

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.

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

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

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

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

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

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

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

Inversionistas Institucionales: Corresponden a bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley.

Leasing: Contrato mediante el cual una persona (arrendador), natural o jurídica,

traspasa a otra (arrendataria), el derecho a usar un bien físico a cambio de alguna compensación, generalmente un pago periódico y por un tiempo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien, devolverlo o renovar el contrato.

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

Ley Dodd-Frank: Ley firmada en EE.UU. en julio del año 2010, que tiene como objetivos fortalecer la estabilidad y transparencia del sistema financiero, disminuir el riesgo implícito en instituciones de importancia sistémica (*too big to fail*) y los rescates de instituciones financieras con costos asumidos por los contribuyentes, así como, mejorar las condiciones de protección al consumidor.

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

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

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.

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

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

MSCI: Sigla para *Morgan Stanley Capital International*, compañía proveedora de índices accionarios, bonos y *hedge funds*. Los índices MSCI son utilizados como índices de referencia ya que permiten comparar el valor de las compañías o índices bursátiles para distintas economías, debido a que se calculan con una misma metodología.

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

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

Premio CEMBI Chile: Mide el diferencial del retorno de los bonos corporativos en dólares emitidos por empresas chilenas en los mercados internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.

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

Premio EMBI Global: El premio soberano del *EMBI Global* es la medida más habitual de riesgo de las economías emergentes. Mide el diferencial del retorno de la deuda soberana de economías emergentes emitida en dólares en los mercados

internacionales, respecto de los bonos del Tesoro de los EE.UU.

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

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

QE: Política monetaria no convencional consistente en aumentar la oferta de dinero mediante la compra de activos de gobierno, banco central o privados en el mercado.

Razón de financiamiento volátil: Fracción de los activos ilíquidos que es financiada con pasivos volátiles. Se mide a través del cociente entre los pasivos volátiles netos de activos líquidos y los activos ilíquidos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

los precios de mercado.

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

Riesgo de redenominación: Exposición a pérdidas ocasionadas debido al cambio de la moneda en la cual están indexados los instrumentos financieros.

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.

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

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

Spread prime-swap: Corresponde a la diferencia entre la tasa de interés de un depósito ofrecido por los bancos locales a sus clientes *prime* (inversionistas institucionales y grandes empresas), y la tasa *swap* promedio cámara (SPC).

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

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

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

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

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

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

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

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

ABREVIACIONES

Achef: Asociación Chilena de Empresas de *Factoring*.
BCE: Banco Central Europeo.
BIS: *Bank for International Settlements*.
CEMBI: *Corporate Emerging Market Bond Index*.
CDS: *Credit Default Swap*.
Corfo: Corporación del Fomento de la Producción.
DCV: Depósito Central de Valores.
EE.UU.: Estados Unidos de Norteamérica.
EMBI: *Emerging Market Bond Index*.
Fed: *Federal Reserve System*.
FMI: Fondo Monetario Internacional.
IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones.
Libor: *London Inter-Bank Offered Rate*.
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
PDBC: Pagarés Descontables en pesos del Banco Central
PIB: Producto Interno Bruto.
Pymes: Pequeñas y medianas empresas.
SII: Servicio de Impuestos Internos.
SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.
SP: Superintendencia de Pensiones
SuSeSo: Superintendencia de Seguridad Social.
SVS: Superintendencia de Valores y Seguros.
TPM: Tasa de Política Monetaria.
UE: Unión Europea.
UF: Unidad de Fomento.

Alejandro Zurbuchen S.

REPRESENTANTE LEGAL

BANCO CENTRAL DE CHILE

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2012

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-2-670 2000

Fax: 56-2-670 2231

www.bcentral.cl

bcch@bcentral.cl

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



BANCO CENTRAL
DE CHILE