

# **INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

**Primer Semestre 2012**



# **INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA**

**Primer Semestre 2012**



# CONTENIDO\*/

---

PREFACIO	5
RESUMEN	7
I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS	11
II. FINANCIAMIENTO EXTERNO	19
III. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES	23
IV. USUARIOS DE CRÉDITO	27
V. SISTEMA BANCARIO	39
VI. REGULACIÓN E INFRAESTRUCTURA FINANCIERA	47
RECUADROS	
Sistema bancario europeo	16
Sector inmobiliario: evolución reciente y perspectivas	34
Endeudamiento de los hogares: 2006-2009	37
Infraestructura de derivados OTC en Chile	53
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	55
GLOSARIO	57
ABREVIACIONES	63
ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS	65

---

\*/ El cierre estadístico del *Informe* fue el 22 de mayo 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

---

**La vulnerabilidad macrofinanciera en la Eurozona sigue latente y constituye el principal riesgo externo para el sistema financiero chileno.** En las últimas semanas, el escenario internacional se ha caracterizado por un aumento de las tensiones financieras y un mayor grado de aversión al riesgo. Dichas tensiones se relacionan con la intensificación de la crisis financiera en la Eurozona, la cual afecta de manera creciente a economías sistémicamente importantes. En lo más reciente, el gobierno español solicitó apoyo a la UE para capitalizar su sistema bancario.

**En el escenario base contemplado en este *Informe* cabe esperar un bajo crecimiento mundial y nuevos episodios de volatilidad.** Estos episodios podrían caracterizarse por caídas generalizadas en los precios de activos percibidos como riesgosos, siendo seguidos por acciones de los gobiernos de la Eurozona para reducir dicha volatilidad. Tal como se ha visto en los últimos meses, estos eventos pueden gatillarse por noticias negativas sobre el plano fiscal, el crecimiento económico y la solidez de la banca en la Eurozona.

**El escenario de riesgo de este *Informe* considera una profundización de la crisis en Europa.** Los antecedentes disponibles sugieren que la probabilidad de que esto ocurra ha aumentado respecto al *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 tensiones macrofinancieras en España o Italia. Esto, debido al tamaño de estas economías, la limitada capacidad de los restantes países avanzados para aplicar políticas fiscales y monetarias contra-cíclicas, así como por la menor capacidad de varios gobiernos para apoyar a sus intermediarios financieros.

El impacto de este escenario sobre la demanda externa y las condiciones de financiamiento externo para Chile dependerá del contagio de los eventos de la Eurozona a la economía global, y en particular a las economías asiáticas. En este escenario, resultaría especialmente compleja una desaceleración mayor que la esperada de la economía de China.

**En lo más reciente, las condiciones para el financiamiento externo de la economía chilena se han tornado algo más restrictivas.** En marzo se revirtió la caída de los *spreads* soberano y corporativo que se había registrado durante el primer trimestre del 2012. Por otra parte, el costo promedio del financiamiento bancario en operaciones a tres y trece meses se ha mantenido en niveles similares a los observados durante el segundo semestre del 2011, persistiendo una fracción menor de financiamiento desde Europa periférica. Cabe destacar, sin embargo, que el flujo de financiamiento de la economía se ha mantenido relativamente estable.



**La situación de solvencia y liquidez agregada de la economía chilena se mantiene estable.** La estabilidad de la posición de liquidez se asocia a la alta fracción de la entrada bruta de capitales que corresponde a inversión extranjera directa, inversión en renta variable e inversión en renta fija de largo plazo.

**Los mercados financieros locales han funcionado normalmente, no obstante que los precios de los activos han sido afectados por la mayor volatilidad externa.** Los *spreads prime-swap* a diferentes plazos han mantenido la volatilidad observada en los últimos *Informes*. La mayor volatilidad externa también ha afectado a los mercados accionario, cambiario y de renta fija corporativa local. De hecho, el vínculo entre el retorno de los activos internos y las condiciones externas —medidas por el VIX— es actualmente mayor que a inicios del 2011. Dadas las condiciones externas actuales, es probable que continúen observándose episodios de volatilidad en el precio de los activos locales, lo que debiera ser internalizado por los agentes del sistema financiero. En este contexto, es importante avanzar en iniciativas que fortalezcan el marco regulatorio y de supervisión, como es el caso de las propuestas legales actualmente en trámite para las compañías de seguros.

**La deuda total de las empresas crece en línea con la actividad económica.** En un contexto donde la economía chilena mostró un alto dinamismo, la deuda total de las empresas creció 9,7% en el primer trimestre del 2012. Las colocaciones comerciales locales fueron el componente más dinámico de dicha deuda. En la deuda externa se aprecia una mayor orientación hacia fuentes de financiamiento de más largo plazo —bonos y crédito asociado a inversión extranjera directa. Por su parte, y considerando el conjunto de empresas que entregan información a la SVS, no se observan variaciones importantes en la distribución de los indicadores de liquidez, capacidad de pago, descalce cambiario o rentabilidad.

**El sector construcción e inmobiliario ha exhibido un importante dinamismo en el último tiempo.** La evolución de la actividad del rubro inmobiliario ha tenido como contrapartida un mayor dinamismo de las ventas, tanto en el rubro residencial como en el comercial. Si bien la tasa de vacancia del sector comercial se ha mantenido en niveles bajos, la importante expansión esperada de la oferta y la inercia de la misma, en especial en oficinas de mayor calidad, es un factor que debe ser monitoreado con atención, dados los escenarios de riesgo para la actividad económica. Los nuevos proyectos deberían considerar este elemento en su evaluación.

**Por su parte, los precios agregados del sector residencial evolucionan en línea con el nivel de las tasas de interés y del ingreso de la economía.** En algunas comunas del sector oriente y centro de la región metropolitana persisten alzas de precios mayores que las observadas históricamente. Estas alzas podrían explicarse por limitaciones en la disponibilidad de terrenos. Es importante tener presente que la materialización del escenario de riesgo contemplado en este *Informe* podría conducir a una interrupción de las tendencias observadas en materia de precios. Las potenciales implicancias de lo anterior son eventuales ajustes en los precios, que incidan en la rentabilidad de los proyectos ejecutados y, adicionalmente, en los colaterales de los préstamos hipotecarios.



**En los últimos años, la deuda de los hogares ha aumentado en línea con su ingreso disponible.** Esto se ha traducido en indicadores agregados de endeudamiento 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, sin embargo, es necesario continuar evaluando el comportamiento de la deuda de los hogares. Esto, porque creciendo a tasas similares a las actuales, existe la posibilidad de que el endeudamiento y la carga financiera de los hogares aumenten de manera significativa si se materializa el escenario de riesgo descrito en este *Informe*.

En materia de indicadores de riesgo de crédito, desde mediados del 2011, se ha registrado un aumento en el índice de cartera vencida de consumo bancaria y en la morosidad de las casas comerciales. Estos aumentos, sin embargo, han sido acotados. En todo caso, estos aumentos, unidos al sostenido crecimiento del financiamiento vía tarjetas de crédito y de la deuda automotriz, son factores que debieran ser considerados en la evaluación del riesgo de crédito de los hogares.

**Los índices de solvencia y liquidez promedio de la banca se han mantenido estables desde el último *Informe*.** En un contexto de rentabilidades favorables, el capital básico se ha mantenido en torno al 10% y el capital regulatorio, medido en relación con los activos ponderados por riesgo en torno al 14%. Por otra parte, desde el último *Informe*, la banca ha aumentado sus emisiones de deuda de largo plazo, y algunos bancos medianos han seguido estrategias para aumentar la captación de depósitos minoristas. Persiste, sin embargo, una alta dependencia a fuentes de financiamiento mayoristas por parte de los bancos medianos, de la banca *retail* y de la banca de inversión.

**Desde el último *Informe*, las colocaciones de consumo de la banca se han desacelerado, en especial en las divisiones de consumo.** Esto se da en un contexto donde algunos bancos reportan condiciones más restrictivas para el otorgamiento de estos créditos, debido a una mayor percepción de riesgo y por los eventuales costos asociados a cambios regulatorios. Ambos factores son coherentes con las alzas observadas en los *spreads* de créditos de consumo de montos menores.

**El acceso de la banca al financiamiento externo podría dificultarse ante un nuevo deterioro del entorno financiero global.** En este contexto, este *Informe* ve como favorable la mayor diversificación de tipos de financiamiento con el exterior de la banca, así como la acumulación de activos líquidos en moneda extranjera. No obstante lo anterior, el menor crédito desde bancos establecidos en países de la periferia de Europa, ha llevado a una mayor concentración en las fuentes de financiamiento bancario.

**Aunque cabe considerar el riesgo de que la situación financiera de las matrices impacte el comportamiento de filiales bancarias establecidas en Chile, es importante señalar que este riesgo se ve mitigado por la baja dependencia que ellas tienen del financiamiento proveniente de la matriz y la baja exposición vía activos.** Además, en cuanto a su estructura de activos y pasivos, estos bancos no difieren de otros de tamaño similar que son de propiedad chilena. Por último, cabe consignar que la legislación bancaria chilena requiere que la filial haya constituido íntegramente su capital en el país



para operar como entidad en el mercado local, y debe cumplir plenamente con los requisitos de solvencia, provisiones, riesgo de mercado y liquidez contenidos en la normativa chilena. A esto, se suman atribuciones supervisoras, que persiguen asegurar que la administración de liquidez y solvencia de estos bancos esté bien sustentada, con independencia de las relaciones de propiedad que mantienen con su matriz.

**El sistema bancario mantiene su capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo macroeconómico severo.**

Los ejercicios de tensión muestran que los niveles actuales de capitalización de la banca le permitirían absorber un episodio caracterizado por una desaceleración del PIB, un aumento del costo de financiamiento y una depreciación del tipo de cambio, congruente con la materialización del escenario de riesgo externo.

**En resumen, la evolución macrofinanciera de Europa es de particular preocupación.**

En caso de agudizarse la situación en la Eurozona, el deterioro de las condiciones financieras externas y la consecuente desaceleración mundial tendrían un impacto negativo en la economía chilena. Dado lo anterior, es particularmente relevante monitorear aquellos factores o elementos que pudiesen reducir la resiliencia del sistema financiero frente a escenarios externos complejos.

**El análisis contenido en este Informe indica que en el sistema financiero chileno no se ha observado un aumento apreciable de las vulnerabilidades sistémicas.**

No obstante, el análisis identifica algunos desarrollos que, de continuar o acelerarse, podrían configurar fuentes de riesgo hacia adelante y que por tanto requieren ser monitoreados. Finalmente, cabe recalcar que, para que la resiliencia del sistema financiero chileno se mantenga en el tiempo es importante que los usuarios de crédito y los intermediarios financieros internalicen los riesgos descritos en este Informe en sus decisiones de consumo, inversión y financiamiento.

# I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS

*La vulnerabilidad macrofinanciera de Europa sigue latente y constituye el principal elemento de riesgo a nivel internacional.*

## EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

### El BCE implementó medidas orientadas a proveer liquidez y fortalecer los mecanismos de apoyo en la Eurozona

En diciembre y febrero pasados, el Banco Central Europeo (BCE) implementó el programa de refinanciamiento a tres años, el cual proveyó liquidez a la banca de la Eurozona por más de €1.056 mil millones brutos. Complementariamente, se aceleró el Mecanismo Europeo de Estabilidad y se aumentaron los recursos asignados al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera en €500 mil millones. Estas medidas —en conjunto con otros eventos, en particular la reestructuración de la deuda griega— permitieron una recuperación del precio y menor volatilidad de los principales activos financieros internacionales durante el primer trimestre del 2012 (gráfico I.1).

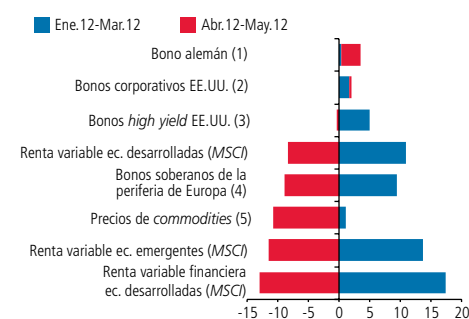
### Sin embargo, la compleja interacción entre la fragilidad macroeconómica, el sistema bancario y la sustentabilidad fiscal permanece vigente...

Durante el segundo trimestre del 2012, los precios de la mayoría de los activos financieros han mostrado un marcado ajuste, lo que ha sido coherente con el deterioro económico en algunos países periféricos de la Eurozona (gráfico I.1). En esta región, las expectativas de crecimiento para el 2012 disminuyeron desde el *Informe* anterior, en especial para Italia y España<sup>1/</sup>. En tanto, la deuda pública continuó aumentando en la mayoría de los países (gráfico I.2). En el caso de España, además, no logró cumplir con sus compromisos fiscales para el 2011, y la Comisión Económica de la UE planteó dudas sobre su capacidad para alcanzar las metas fiscales en el 2012<sup>2/</sup>. Por último, si bien los sistemas bancarios en la Eurozona han fortalecido sus indicadores de solvencia, en parte como consecuencia de los requisitos de capital impuestos por la Autoridad Bancaria Europea (EBA), estos enfrentan importantes desafíos asociados al deterioro de la calidad de sus activos y el mayor costo de financiamiento que se deriva de las tensiones soberanas y la fragilidad macroeconómica (recuadro I.1).

<sup>1/</sup> Las expectativas de crecimiento de estos países para el 2012 cayeron desde valores positivos en septiembre del año pasado a contracciones de 1,5 y 1,6%, respectivamente (*Consensus Forecast*, abril del 2012).

<sup>2/</sup> La Comisión Económica de la UE, en su informe del 14 de mayo, proyectó que España no cumplirá la meta de déficit fiscal de 5,3% del PIB acordada para el 2012, estimándose un déficit de 6,4%. En el caso de Italia, el déficit llegaría a 2,3% del PIB, cifra en línea con el 2,4% acordado.

**GRÁFICO I.1**  
Precios de activos financieros  
(porcentaje)



(1) Duración 7 años.

(2) *IShares investment grade corporate bond index*.

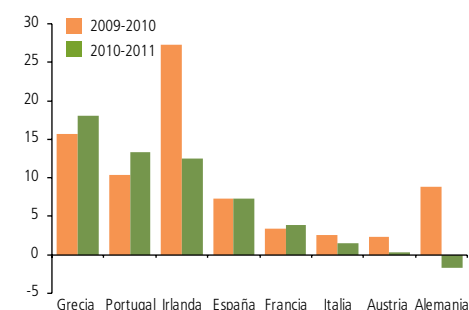
(3) *Active High Yield US corporate bond total return index*.

(4) Promedio de bonos soberanos con duración de 7 a 10 años.

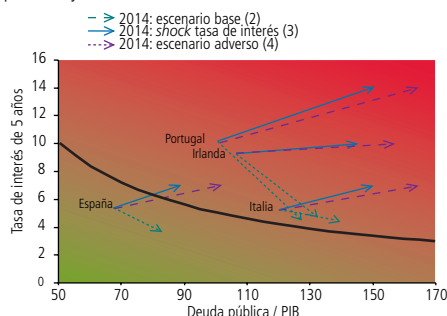
(5) Índice Jefferies CRB.

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

**GRÁFICO I.2**  
Variación de la deuda pública en Europa  
(puntos porcentuales sobre el PIB)



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

**GRÁFICO I.3**
**Proyecciones de deuda soberana: 2011-2014 (1)**  
(porcentaje)


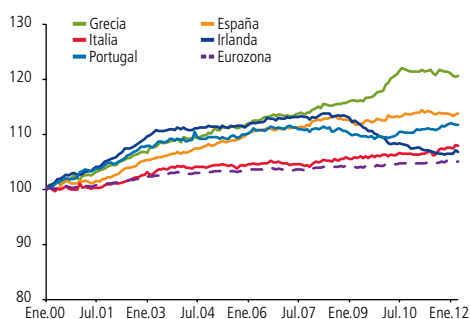
(1) El área roja denota combinaciones de tasa de interés y deuda que pueden no converger en el largo plazo. La línea negra indica la combinación de tasa de interés y deuda correspondiente a un nivel de gastos de intereses de 5% del PIB.

(2) Considera la tasa de interés promedio del 2011, y el déficit primario y crecimiento proyectados por el FMI.

(3) Asume la máxima tasa de interés del 2011.

(4) Similar a (3), pero asume un déficit primario 3 puntos porcentuales superior al proyectado, y una caída de 3% en el PIB en el 2012 y 2013.

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

**GRÁFICO I.4**
**Diferencial de inflación (\*)**  
(índice base ene.00=100)


(\*) Razón entre el IPC de cada economía versus el de Alemania. Cifras desestacionalizadas.

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

## ...persistiendo una situación fiscal vulnerable a cambios en las condiciones de financiamiento en algunos países

Durante los próximos años, la situación fiscal en los países de la periferia de la Eurozona será muy sensible tanto a su costo de financiamiento como al crecimiento económico. La sensibilidad al costo se relaciona con las altas necesidades de financiamiento en algunos países, con lo cual alzas en tasas marginales de financiamiento tendrían un impacto sustantivo en el costo promedio. Para España e Italia, se estiman necesidades de financiamiento de 18 y 17% del PIB durante el 2012, respectivamente. En un escenario base, que considera el costo de financiamiento promedio del 2011 y el crecimiento esperado para el periodo 2012-14 (FMI, 2012a), la deuda soberana aumenta en todos los países hasta el 2014. Dado estos niveles de endeudamiento, alzas en las tasas marginales podrían llevar la carga financiera a niveles que son difícilmente absorbibles (gráfico I.3)<sup>3/</sup>.

## Estos desafíos fiscales se insertan en un panorama macroeconómico complejo

Dada la evolución de la demanda interna, y las limitaciones existentes sobre la política fiscal, la reactivación económica de las economías periféricas requiere un ajuste de su tipo de cambio real. Sin embargo, la existencia de una moneda común impide que este ajuste se realice a través de una devaluación nominal, requiriéndose por tanto un ajuste de los precios y salarios internos. La complejidad de lograr esta devaluación interna se hace evidente al observar que los registros de inflación de los países de la periferia de la Eurozona en los últimos años han sido más altos que los restantes países (gráfico I.4). La limitación que enfrentan estas economías para ajustar su tipo de cambio real se traduce en que la interacción entre crecimiento económico, riesgo soberano y sistema bancario se haga aun más compleja. Por último, si bien varios países han implementado reformas estructurales, que deberían aumentar la productividad y facilitar el ajuste de precios y salarios, los efectos de estos cambios podrían tomar algún tiempo.

## España, en particular, exhibe una situación macrofinanciera más vulnerable respecto del último Informe

La prolongación de las tensiones financieras y fiscales en España se ha traducido en una creciente incertidumbre respecto de su crecimiento esperado (gráfico I.5). Las primas de riesgo sobre la deuda corporativa se mantienen relativamente altas, situación que se traduce en un importante vínculo adicional entre la situación fiscal y la actividad económica. Por su parte, la actividad bancaria muestra una sistemática contracción, y un deterioro de la calidad de sus activos —principalmente, créditos hipotecarios y a desarrolladores inmobiliarios. Al cierre estadístico de este Informe, la cartera vencida estaba en niveles de 8,4% —comparada con 2,2% en promedio para el periodo 2000-2007—, asociada principalmente al sostenido y elevado nivel de desempleo y al ajuste del mercado inmobiliario.

<sup>3/</sup> La proyección de la deuda de Grecia es especialmente compleja, dada la incertidumbre y alcance de los ajustes fiscales y crecimiento esperado; por este motivo, no fue considerada explícitamente en el gráfico I.3.

En lo más reciente, tales elementos se han manifestado en un nuevo Decreto Real, el cual aumentó las provisiones sobre la cartera de créditos vigentes al sector inmobiliario, y en los problemas financieros que ha enfrentado BFA-Bankia. En tanto que el 9 de junio pasado, el gobierno español solicitó apoyo a la UE por hasta €100 mil millones para capitalizar su sistema bancario.

### Las vulnerabilidades macrofinancieras de la periferia están afectando de manera creciente a otras economías de la Eurozona

La prolongación de las tensiones en Europa, las crecientes primas por riesgo en España e Italia y, en general, la mayor complejidad asociada con los acuerdos relativos a las medidas de apoyo al interior de la Eurozona, son elementos que directa e indirectamente están afectando a otras economías de esa región. Esto se refleja en un mayor comovimiento de las primas soberanas de estos países (gráfico I.6). Tales elementos se conjugan con un escenario de crecimiento, en general, más débil y la necesidad de recapitalizar los bancos frente a los requerimientos del EBA lo cual debiera traducirse en un mayor desapalancamiento de la banca. Coherente con lo anterior, el FMI (2012b) estima una reducción de la oferta de crédito bancario de 1,7% en la Eurozona para fines del 2013 respecto del tercer trimestre del 2011.

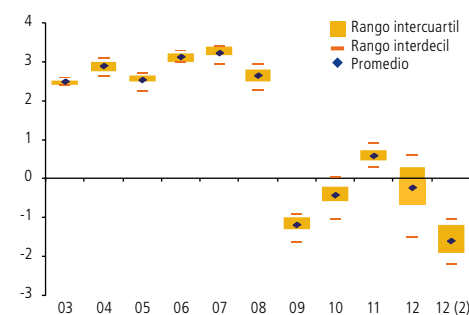
### EE.UU. muestra niveles de actividad relativamente estables, aunque permanece la incertidumbre sobre la evolución de su política fiscal

Desde el último *Informe*, el desempeño económico de EE.UU. se ha caracterizado por proyecciones de crecimiento al alza para el presente año (2,1%). En el plano fiscal, se espera que el déficit se reduzca en 1,5 puntos porcentuales del PIB el 2012, y en 1,5 puntos porcentuales adicionales el 2013 (FMI, 2012c). No obstante, continúa la incertidumbre sobre si el Congreso alcanzará consenso respecto de la reducción del gasto fiscal y de algunos ajustes tributarios pendientes. La implementación de estos ajustes, según el *Congressional Budget Office* (2012), implicaría, en el margen, una contracción de la actividad económica de 1,3% durante el primer semestre del 2013. Sin embargo, en caso de no ser implementados, el techo de la deuda federal establecido el año pasado (US\$16,4 billones) se alcanzaría nuevamente durante el cuarto trimestre del 2012.

### El crecimiento de China tiende a desacelerarse, mientras siguen vigentes ciertos riesgos financieros

Para el 2012, se prevé que China crecerá 8,2%, cifra menor a las observadas previamente —9,5% el 2011 y 10,3% promedio entre el 2000 y el 2010. Este crecimiento es coherente con las medidas implementadas para contener el crecimiento del crédito interno, el cual, como porcentaje del PIB, se redujo de 16,7 a 15,0% entre el 2010 y el 2011<sup>4/</sup>. De este modo, la evolución del crédito tendería a mitigar parte de los riesgos macrofinancieros planteados para esta economía en el *Informe* anterior. Sin embargo, en general, existe información limitada sobre las vulnerabilidades financieras en China, las que se relacionan

**GRÁFICO I.5**  
Proyecciones de crecimiento en España (1)  
(porcentaje del PIB)

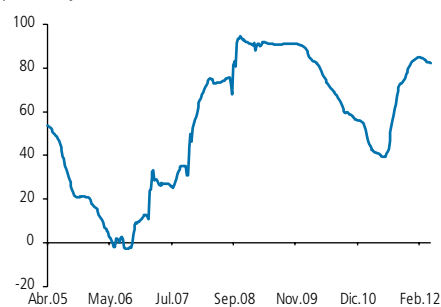


(1) Expectativa de crecimiento de cada año reportada en diciembre del año anterior.

(2) Expectativa de crecimiento para el 2012 reportada en abril de este año.

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

**GRÁFICO I.6**  
Comovimiento de las primas soberanas en Europa (\*)  
(porcentaje)



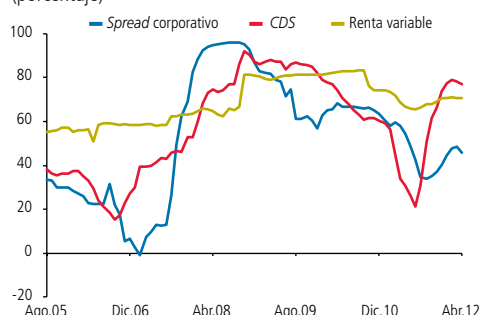
(\*) Promedio simple de  $N \cdot (N-1)/2$  correlaciones entre  $N$  países, en una ventana móvil de 2 años. Los países incluidos son: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Noruega, Polonia, Portugal, República Checa, Suecia, Turquía y Reino Unido.

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

<sup>4/</sup> Las principales medidas implementadas son: (i) aumentos en las exigencias de pie inicial para segundas viviendas, (ii) mayores restricciones crediticias, (iii) ejecución de pruebas de tensión a los bancos, con especial énfasis en créditos hipotecarios, y (iv) la prohibición de ofrecer préstamos bancarios a los gobiernos locales, a menos que sea para desarrollo de viviendas sociales.

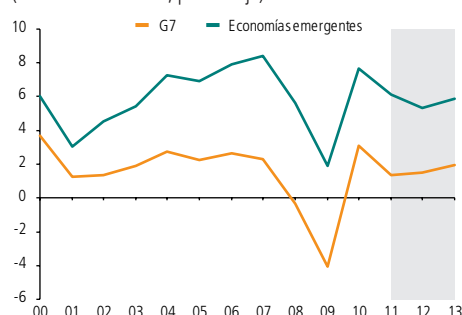
**GRÁFICO I.7**
**Aversión al riesgo**  
(índice)


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

**GRÁFICO I.8**
**Comovimientos de activos internacionales (\*)**  
(porcentaje)


(\*) Promedio simple de  $N(N-1)/2$  correlaciones entre  $N$  países en una ventana móvil de 2 años. La muestra es de 25 países para los spreads corporativos, 43 países para los CDS y 36 países para la renta variable.

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

**GRÁFICO I.9**
**Crecimiento del PIB (\*)**  
(variación real anual, porcentaje)


(\*) La zona gris muestra proyecciones anuales hasta el 2013.

Fuente: FMI y Consensus Forecast.

con la calidad de los activos en los balances de los bancos asociados al sector inmobiliario, la expansión de los préstamos otorgados a los gobiernos locales y la expansión y alcance del sistema financiero informal.

### Las vulnerabilidades y riesgos antes descritos se dan en un contexto de mercados financieros más volátiles a nivel global

En los últimos años, la aversión al riesgo de los inversionistas, medida por el VIX, muestra fluctuaciones significativas y recurrentes (gráfico I.7). Esto se combina con un alto comovimiento en el precio de algunos activos financieros, situación que por cierto se manifestó con especial énfasis durante el 2008 y el 2009 (gráfico I.8). Lo anterior es especialmente importante por la incertidumbre sobre la evolución de los riesgos en los mercados internacionales. Por ende, no es posible descartar que continúen manifestándose episodios de volatilidad en un conjunto amplio de activos, planteando desafíos para la administración de portafolios internacionalmente diversificados y para las condiciones de financiamiento externo, las cuales podrían verse significativamente afectadas debido al carácter más global de los shocks.

### Por último, desde la perspectiva de las economías emergentes, el escenario externo también plantea desafíos

En primer lugar, la actividad de las economías emergentes presenta señales de desaceleración. El crecimiento promedio se redujo de 7,6 a 6,1% entre los años 2010 y 2011, y para el 2012 se estima un crecimiento promedio de 5,3% (gráfico I.9). Además, el crédito privado continúa creciendo a tasas relativamente altas en algunas economías (FMI, 2012b). Por último, en la medida que las perspectivas de crecimiento de las economías más avanzadas se mantengan acotadas, y la aversión al riesgo de los inversionistas externos no aumente, los flujos de capitales hacia las economías emergentes podrían mantener su dinamismo (gráfico I.10). En este sentido, y dados los posibles riesgos asociados a la entrada de capitales (*Informe anterior*), es necesario realizar un análisis continuo de los factores específicos de cada economía, que podrían propiciar la gestación de vulnerabilidades macrofinancieras en este entorno.

## PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA ECONOMÍA CHILENA

El escenario externo base es similar al planteado en el *Informe anterior*, y se caracteriza por un bajo crecimiento global y una alta incertidumbre sobre la evolución de la Eurozona. Es esperable que en este escenario se generen nuevos episodios de volatilidad, caracterizados por caídas en el valor de activos financieros en los países de la periferia y en los precios de activos percibidos como riesgosos a nivel global, y es posible que la banca de la Eurozona continúe su proceso de desapalancamiento con reducciones de activos dentro y fuera de la región.

Los períodos de volatilidad pueden gatillarse por noticias negativas en cualquiera de las tres dimensiones descritas en la sección anterior —situación fiscal, crecimiento económico y solidez de la banca. Los eventos de las últimas semanas

se explican en este contexto. En caso de una agudización de los problemas en la Eurozona, es probable que esto sea acompañado por nuevos mecanismos y/o programas de apoyo orientados a mitigar sus potenciales consecuencias.

El principal escenario de riesgo es una profundización de la crisis en Europa. En base a los antecedentes expuestos en este capítulo, se estima que la probabilidad de que ocurra esta profundización ha aumentado 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, la limitada capacidad de las economías avanzadas para aplicar políticas fiscales y monetarias contra-cíclicas, así como por la menor capacidad de varios gobiernos para apoyar a sus intermediarios financieros.

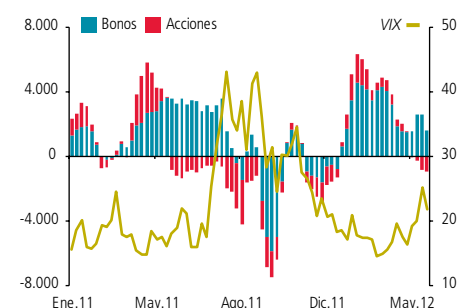
En el escenario de riesgo es muy probable que se tensionen las condiciones de financiamiento externo para los agentes chilenos, que se genere un freno en la entrada de capitales de portafolio y que disminuya el valor de los activos financieros privados en Chile. El impacto de este escenario de riesgo sobre la demanda externa de Chile dependerá del contagio de los eventos en la Eurozona sobre la economía global, y en particular las economías asiáticas. Especialmente complejo en este escenario resultaría una desaceleración económica mayor a la esperada en China. Esto, principalmente dado por la similitud de las canastas exportadoras de Chile hacia Europa y China.

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. Factores como la mantención de inlfujos de capitales, el crecimiento del crédito y las menores perspectivas de crecimiento podrían, eventualmente, configurar vulnerabilidades macrofinancieras. Los canales de contagio de estos eventos a la economía chilena son similares a los del escenario de deterioro de la Eurozona.

**GRÁFICO I.10**

**Flujos de capital a economías emergentes e inestabilidad global (\*)**

(miles de millones de dólares, índice)



(\*) Muestra de flujos de portafolio de fondos de inversión hacia África, Asia (excluido Japón), Europa emergente, Latinoamérica, Medio Oriente e inversiones globales en economías emergentes.

Fuentes: Bloomberg y Emerging Portfolio Fund Research.

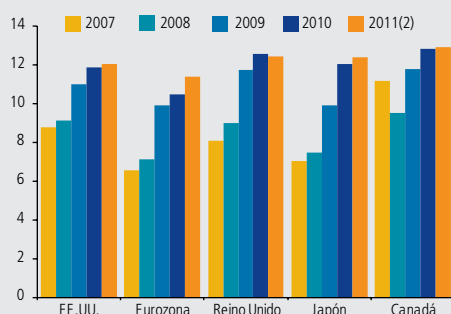
## **RECUADRO I.1: SISTEMA BANCARIO EUROPEO**

Desde el comienzo de la crisis *subprime*, la industria bancaria europea ha sido afectada tanto por los problemas fiscales como por la baja actividad económica en la Eurozona. En algunos aspectos, si bien la situación financiera de la banca es mejor a la que tenía previo a la crisis, en otros se requiere de avances que permitan resistir el impacto de un empeoramiento de la situación macroeconómica, así como un mayor deterioro de la confianza de los mercados.

En términos de solvencia, los indicadores de la banca han aumentado entre el 2007 y el 2011. Esto, en parte, como resultado de los requerimientos de capital anunciados por la Autoridad Bancaria Europea (EBA) a finales del 2011, así como por diferentes medidas implementadas por los supervisores bancarios en las respectivas economías. En concreto, el índice promedio de adecuación de capital de la Eurozona aumentó desde 6,6 a 11,4% entre el 2007 y el 2011, en un proceso relativamente más acelerado que el de otras economías desarrolladas (gráfico I.11)

**GRÁFICO I.11**
**Capitalización de la banca (1)**

(porcentaje de los activos ponderados por riesgo)



1) Incluye los bancos más grandes de cada economía: 19 en EE.UU., 52 en la Eurozona, 5 en el Reino Unido, 3 en Japón y 6 en Canadá.

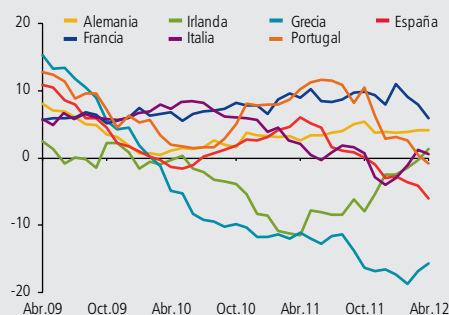
(2) Se utilizó información hasta septiembre del 2011 para aquellas instituciones que no disponían de información para el año completo.

Fuente: Banco de la Reserva de Australia (2012).

Sin embargo, el bajo nivel de actividad y la incertidumbre prevaleciente en las economías de Europa periférica han provocado un sostenido deterioro en la actividad bancaria. Las colocaciones totales de la banca se redujeron, en promedio, 0,3% en los primeros 4 meses de este año, siendo estas contracciones más acentuadas en Portugal (-1,4%), España (-1,02%) e Italia (-0,3%). Las presiones a la actividad bancaria en estas economías podrían continuar en vista de la evolución de los depósitos bancarios (gráfico I.12)<sup>5/</sup>.

**GRÁFICO I.12**
**Depósitos del sistema bancario en la Eurozona (\*)**

(variación anual, porcentaje)



(\*) Excluye depósitos de instituciones financieras y gobiernos.

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

La calidad de los activos bancarios también ha presentado un creciente deterioro. En promedio, la región exhibía un nivel de activos en mora de 5,2% en diciembre del 2011, altamente influenciado por Italia (11%) y España (8,5%). En el año 2009 hubo un aumento importante y drástico en la cartera vencida del sistema bancario de Irlanda (9%), lo que generó el rescate de su sistema bancario a finales del 2010 (gráfico I.13).

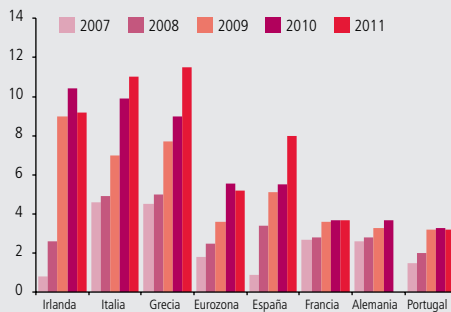
En relación al costo de financiamiento bancario, si bien este mejoró a comienzos del 2012, en el transcurso del segundo trimestre ha alcanzado niveles históricamente altos. Durante este período, el *CDS* promedio bancario de la Eurozona aumentó 60

<sup>5/</sup> Las mayores reducciones se vinculan a depósitos mayoristas.



puntos base, siendo los sistemas bancarios de Italia y España los que presentaron los mayores aumentos, 100 y 85 puntos base, respectivamente. Este mayor costo de financiamiento, tal como se explica en el capítulo I, coincidió con mayores tensiones a nivel soberano, lo que ilustra la retroalimentación entre la situación fiscal, macro y bancaria.

**GRÁFICO I.13**  
Cartera vencida en la Eurozona  
(porcentaje de las colocaciones)

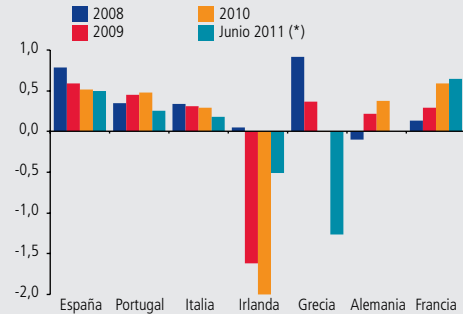


Fuentes: FMI y Banco Mundial.

Como resultado de lo anterior, las utilidades de la banca han disminuido en los países de Europa periférica. En Portugal, Grecia e Irlanda esta reducción es coherente con su débil situación financiera y los recientes procesos de intervención. En tanto que España aún muestra números positivos, sustentados por su banca internacional (gráfico I.14).

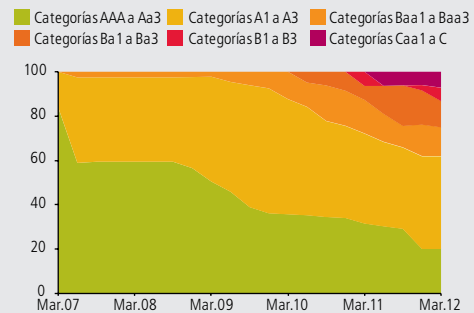
En conclusión, en la Eurozona la situación de la banca es compleja, lo cual, en parte, se evidencia en un marcado y sistemático deterioro de las clasificaciones de riesgo (gráfico I.15). Los antecedentes expuestos presentan un cierto grado de heterogeneidad, siendo especialmente relevantes los desafíos y riesgos en España e Italia, aunque son pertinentes para todo el sistema bancario de la región. Esto, debido a la alta interrelación financiera y comercial al interior de la UE.

**GRÁFICO I.14**  
Utilidades de la banca europea  
(porcentaje de los activos)



(\*) Cifras anualizadas.  
Fuente: FMI.

**GRÁFICO I.15**  
Clasificación de riesgo del sistema bancario en Europa (\*)  
(porcentaje)



(\*) Considera a los bancos europeos con clasificación de riesgo que fueron incluidos en las pruebas de tensión realizadas por el EBA en junio del 2011.

Fuente: Banco Central de Chile en base a Moody's.



## II. FINANCIAMIENTO EXTERNO

*En lo más reciente, las condiciones asociadas a ciertas fuentes de financiamiento externo de la economía chilena se han tornado más restrictivas. No obstante, la situación agregada de solvencia y liquidez externa de la economía continúa estable.*

### FLUJOS DE CAPITAL

#### La entrada neta de capitales se mantiene estable, aunque muestra una disminución en lo más reciente...

Durante el 2011, la entrada neta de capitales alcanzó 8,3% del PIB anual. La contrapartida de estos flujos fue un aumento de los activos de reservas por 5,7% del PIB asociado al programa implementado a comienzos del 2011 (US\$ 12.000 millones), un déficit de cuenta corriente que llegó a 1,3% del PIB (US\$ 3.220 millones), y una reducción de 1,3% del PIB en los otros componentes de la balanza de pagos<sup>1/</sup>. En el primer trimestre del 2012, sin embargo, la entrada neta de capitales disminuyó a 6,7% del PIB anual (cerca de US\$ 16.850 millones), y el déficit de cuenta corriente aumentó a 1,7% del PIB (gráfico II.1).

#### ...y la entrada bruta de capitales se mantiene en niveles elevados y por sobre lo observado en otras economías emergentes...

La entrada bruta de capitales se mantuvo estable en el primer trimestre del 2012, y contabilizó 12,3% del PIB acumulado anual (gráfico II.2). Esta entrada es relativamente alta en relación con otras economías emergentes, las cuales registraron entradas brutas promedio de 5% del PIB a finales del 2011<sup>2/</sup>. En términos de composición, y coherente con la evolución del precio de las materias primas, parte importante de estos flujos hacia Chile se asocia con inversión extranjera directa (IED) —en torno a 7% del PIB anual—, que en su mayoría corresponde a la reinversión de utilidades del sector minero.

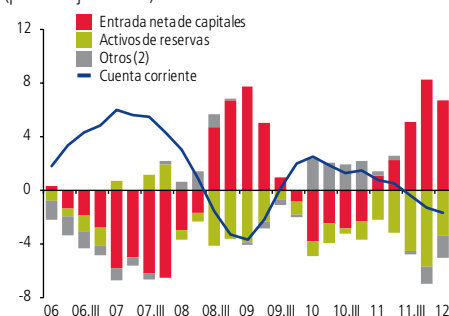
#### ...siendo la entrada bruta de cartera en renta variable el componente más dinámico

Desde comienzos del 2011, la composición de los flujos de cartera ha venido cambiando, aumentando la participación de la entrada de renta variable desde 11 a 55% del total de los flujos de cartera al primer trimestre del 2012. En

<sup>1/</sup> Los otros componentes de la balanza de pagos son cuenta de capitales, instrumentos derivados y errores y omisiones.

<sup>2/</sup> Las economías emergentes incluidas en dicho cálculo son Brasil, Colombia, República de Corea, México, Perú, Filipinas y Tailandia. Datos del FMI.

**GRÁFICO II.1**  
Entrada neta de capitales (1)  
(porcentaje del PIB)

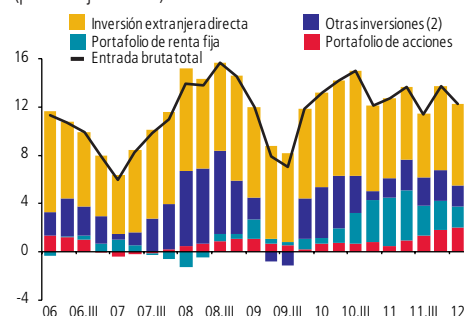


(1) Flujo acumulado anual.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

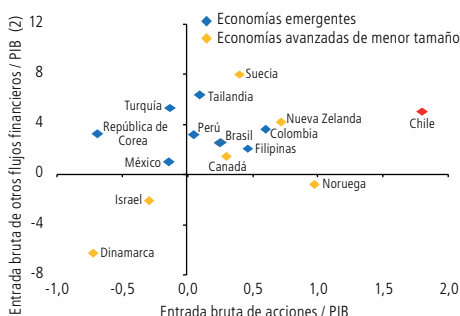
**GRÁFICO II.2**  
Entrada bruta de capitales hacia Chile (1)  
(porcentaje del PIB)



(1) Flujo acumulado anual.

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

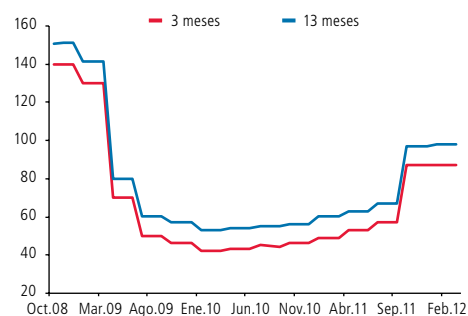
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.3**
**Entrada bruta de portafolio (1)**  
(porcentaje del PIB)


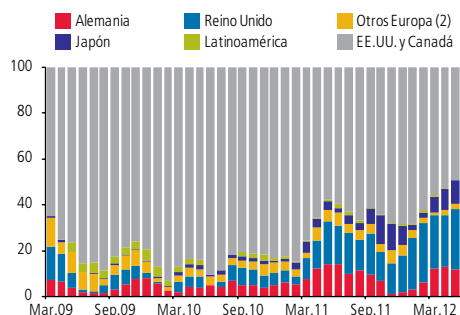
(1) Flujos acumulados durante el 2011. Excepto Nueva Zelanda y Noruega que acumulan hasta el segundo trimestre del 2011 y Perú y Tailandia, hasta el tercer trimestre del 2011.

(2) Incluye inversiones de renta fija, préstamos, créditos comerciales, monedas y depósitos.

Fuentes: Banco Central de Chile y FMI.

**GRÁFICO II.4**
**Spread de financiamiento externo bancario de corto plazo**  
(puntos base)


Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.5**
**Composición de los créditos bancarios externos (1)**  
(porcentaje del total)


(1) Flujos mensuales.

(2) Incluye España, Francia, Italia, Holanda, Noruega, Suiza, Suecia y Portugal.

Fuente: Banco Central de Chile.

su mayoría, los flujos de renta variable se asocian con fondos de inversión privados no bancarios (55%), destacándose, recientemente, un aumento en la participación de inversiones vía índices accionarios desde 16 a 23% entre finales del 2011 y el primer trimestre del 2012. En contraste, los fondos soberanos externos disminuyeron su participación desde 16 a 5% en igual período.

En comparación con otras economías emergentes y avanzadas de menor tamaño, los flujos de renta variable hacia Chile han sido relativamente altos, en tanto la entrada bruta de otras inversiones financieras —bonos y préstamos— ha mostrado un nivel similar (gráfico II.3). Cabe destacar que, desde una perspectiva de liquidez, la participación de no residentes en el mercado de renta variable es una fuente de financiamiento menos riesgosa respecto a alternativas como la deuda de corto plazo.

### Las condiciones de financiamiento bancario externo de corto plazo continúan siendo algo más estrechas que las observadas el primer semestre del 2011...

Desde el *Informe* anterior, los *spreads* de financiamiento bancario externo de corto plazo permanecieron estables. En efecto, el *spread* para un crédito promedio a tres y trece meses plazo se mantuvo en 87 y 98 puntos base, respectivamente (gráfico II.4)<sup>3/</sup>. Por su parte, durante el primer trimestre del 2012, la composición de los créditos bancarios ha tendido a concentrarse en plazos y montos promedios inferiores.

En términos de flujos, en los últimos meses, los préstamos otorgados a la banca chilena por instituciones alemanas han aumentado, alcanzando una participación de 12% al cierre de este *Informe*. En tanto, los préstamos desde el resto de Europa han continuado disminuyendo, representando solo 2,3% de los flujos totales (gráfico II.5). Estos cambios, en todo caso, no han implicado una variación relevante en el número de bancos acreedores desde el 2010, aunque sí se observa un mayor nivel de concentración por acreedor respecto al 2011 (capítulo V).

### ...y las condiciones de financiamiento en los mercados de largo plazo se han tornado más restrictivas en los últimos meses

El nivel de los *spreads* soberano —EMBI— y privado —CEMBI— disminuyó 24 y 75 puntos base durante el primer trimestre del 2012, para luego aumentar 30 y 68 puntos base al cierre de este *Informe*, situación que también se observó en otras economías (gráfico II.6). Estas fluctuaciones contrastan con aumentos más sostenidos en el *spread* asociado a préstamos bancarios externos a empresas chilenas, los cuales han exhibido mayores niveles desde el cierre del *Informe* anterior.

<sup>3/</sup> Los valores reportados en el gráfico II.4 corresponden al *spread* de una operación tipo ente el promedio de los bancos deudores y acreedores, considerando el monto promedio del crédito para el período ene.11-mar.12 y manteniendo el plazo fijo. Los valores empleados se derivan de estimaciones de panel (Calani y Díaz, 2012).

En este contexto, las emisiones totales de bonos en el exterior aumentaron con respecto a los niveles reportados en el último *Informe* (gráfico II.7). Los bonos bancarios aumentaron a 1,0% del PIB trimestral a marzo del 2012 y los corporativos a 0,7% del PIB trimestral. En tanto, el financiamiento realizado a través de préstamos bancarios disminuyó su participación.

Por último, es importante mencionar que el endeudamiento externo continúa siendo principalmente una fuente de financiamiento para las grandes empresas, las que se endeudan a largo plazo. En términos generales, esta deuda es empleada para el financiamiento de capital de trabajo (48% a diciembre del 2011), financiamiento de importaciones (14%), reestructuración de pasivos (10%) y financiamiento de proyectos (8%). Esta composición no ha cambiado de manera relevante respecto al 2010.

## LIQUIDEZ Y SOLVENCIA

### La liquidez externa de la economía se ha mantenido estable

La deuda externa de corto plazo residual (DECPR) aumentó 23% anual en el primer trimestre del 2012, llegando a US\$41.286 millones. Tales obligaciones de corto plazo se comparan favorablemente con los activos líquidos externos de la economía y, en particular, con las reservas internacionales de libre disponibilidad (gráfico II.8). Algo similar ocurre al comparar la DECPR financiera con las reservas de libre disposición (tabla II.1). Finalmente, desde una perspectiva internacional, el nivel de DECPR de Chile, como porcentaje de las reservas internacionales, se mantiene en un valor intermedio entre las economías emergentes con flotación cambiaria y otras economías avanzadas de menor tamaño (gráfico II.9).

### La posición de solvencia se mantiene relativamente estable

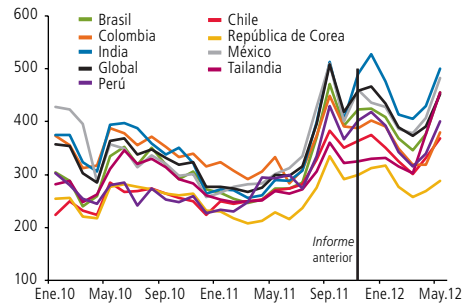
Desde el último *Informe*, la Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN) aumentó su saldo deudor de 7,9 a 10,3% del PIB en el primer trimestre del 2012 (gráfico II.10). Esto, debido principalmente al aumento de la posición deudora neta de las empresas —con una posición de US\$120.900 millones, equivalente a 48% del PIB. El indicador de solvencia asociado a deuda externa como proporción del PIB también se mantuvo estable en los últimos trimestres (39,8%); mientras que la deuda externa como porcentaje de las exportaciones se ubicó en 106% en el primer trimestre del 2012, aumentando cinco puntos porcentuales respecto del *Informe* anterior (tabla II.1).

### El Gobierno Central mantiene su posición acreedora, contribuyendo así a la solvencia agregada de la economía

La ejecución fiscal del 2011 fue algo más superavitaria que lo estimado por la autoridad hacia fines del mismo año. El balance global devengado del Gobierno Central para el 2011 fue un superávit de 1,4% del PIB, cifra algo mayor que el superávit estimado por el Ministerio de Hacienda a finales del 2011<sup>4</sup>. El balance estructural estimado para el mismo año fue de -1,6% del PIB. Para el 2012 se

GRÁFICO II.6

Spreads de bonos privados (\*)  
(puntos base)

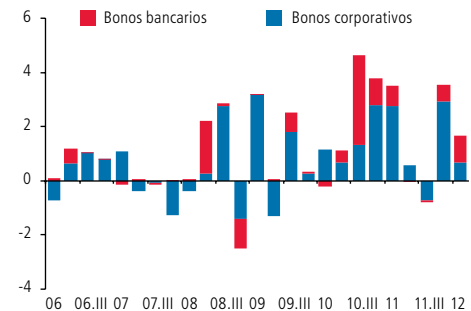


(\*) Valores de CEMBI a finales de cada mes. Incluye bonos emitidos por empresas y bancos.

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO II.7

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

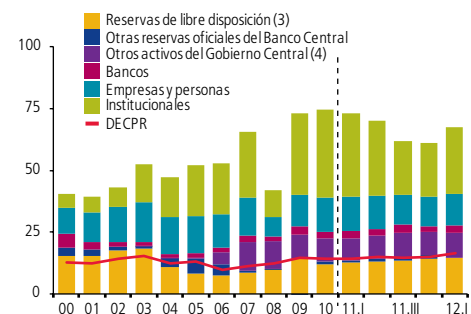


(\*) Flujos trimestrales.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.8

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



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

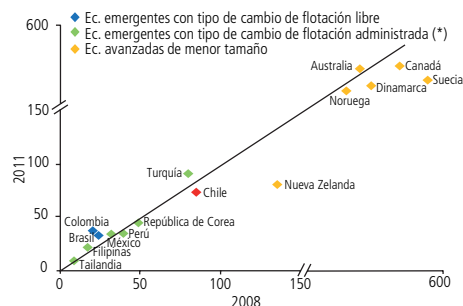
(2) PIB a tipo de cambio real constante (índice base mar.12=100)

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

(4) Gobierno consolidado menos reservas internacionales oficiales.

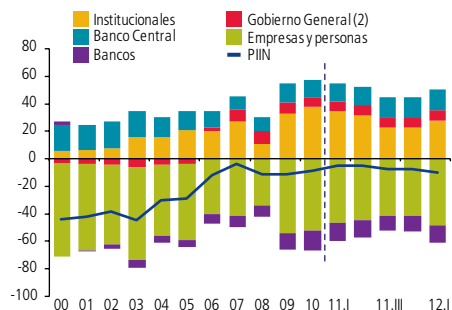
Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>4</sup> En octubre del 2011 se publicó un déficit de 1,2% del PIB (Dirección de Presupuestos, 2011).

**GRÁFICO II.9**
**Deuda externa de corto plazo residual**  
(porcentaje de las reservas internacionales)


(\*) Clasificación del FMI.

Fuentes: Banco Central de Chile y FMI.

**GRÁFICO II.10**
**Posición de inversión internacional neta de Chile**  
(porcentaje del PIB) (1)


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

(2) Gobierno Central y municipalidades.

Fuente: Banco Central de Chile.

estableció una meta de balance estructural de -1,5% del PIB en el presupuesto, no previéndose un cambio significativo de este como resultado de la reforma tributaria que se discute en el Congreso. Los activos financieros del Gobierno Central alcanzaron 19,9% del PIB a finales del 2011, y los activos financieros netos ascendieron a 8,7% del PIB.

**TABLA II.1**
**Deuda externa bruta, indicadores de solvencia y liquidez externa**  
(miles de millones de dólares, porcentaje, años)

	2008	2009	2010	2011				2012
	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I
	(miles de millones de dólares)							
Deuda externa total	64	72	84	89	93	95	99	100
DEFP (1)	44	53	59	63	66	66	69	70
DECPR	28	26	30	33	37	38	40	41
Composición de la DEFP	(porcentaje del total)							
Bancos	29	30	31	32	33	32	31	31
Empresas y personas	71	70	69	68	67	68	69	69
Plazo promedio deuda total	(años)							
Bancos	2,4	2,1	2,3	2,2	2,3	2,2	2,2	n.d.
Empresas y personas	6,0	6,5	6,3	6,4	6,4	6,3	6,5	n.d.
Solvencia	(porcentaje)							
Deuda externa / PIB (2)	34,9	41,3	38,8	38,7	38,6	37,9	39,7	39,8
Deuda externa / exportaciones	85	112	103	102	101	101	105	106
Liquidez								
DECPR financiera / RIN (3) (4)	86	73	82	81	76	71	73	76

n.d.: No disponible.

(1) DEFP: deuda externa financiera privada, excluye deuda de Gobierno y créditos comerciales.

(2) PIB en dólares corrientes acumulado en 12 meses.

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

(4) 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 mercados financieros locales han funcionado normalmente, no obstante, los precios de los activos han sido afectados por la mayor volatilidad externa.

**El mercado monetario en pesos ha operado normalmente, exhibiendo episodios transitorios de mayor volatilidad tanto por factores internos como externos...**

Los *spreads prime-swap* han seguido presentando un patrón similar al observado desde la crisis subprime, el que se caracteriza por períodos de mayor volatilidad, y al igual que lo ocurrido en otras economías, en torno a un nivel mayor que en el período pre crisis (gráficos III.1 y III.2). En diciembre del 2011 se registró un aumento importante de este *spread*, el cual estuvo vinculado a factores internos —estacionalidad en la administración de la liquidez a fin de año— en un contexto de condiciones de financiamiento externas más estrechas. En dicha oportunidad, el Banco Central implementó un programa de operaciones de *repos* a tasa variable por un plazo de 91 días para acercar las tasas de captación con la tasa de instancia de política monetaria, lo que generó una rápida reversión de los *spreads* en los días siguientes al anuncio. Posteriormente, se han observado otros eventos de volatilidad, los cuales, en general, han coincidido con aumentos de las tensiones en la Eurozona (capítulo I).

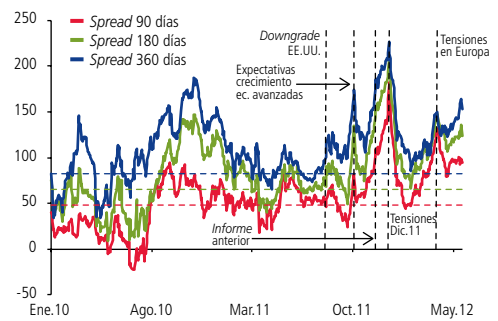
**...observándose importantes fluctuaciones en la tenencia de depósitos a plazo por parte de inversionistas institucionales**

La inversión en depósitos a plazo por parte de los inversionistas institucionales ha sido más fluctuante que en períodos previos (gráfico III.3). En el caso de los fondos mutuos monetarios, este comportamiento se asoció a los episodios de revalorización de sus carteras en diciembre y marzo pasados. Por su parte, el comportamiento de los fondos de pensiones se relaciona con un escenario externo que exhibió cambios relevantes a raíz de las tensiones en la Eurozona (capítulo I). En particular, a partir de la crisis *subprime*, los fondos de pensiones han tendido a reducir su inversión en el exterior frente a deterioros del escenario externo, ocurriendo lo contrario en períodos de menor estrés financiero, mitigando, a través de estos cambios en portafolio, las fluctuaciones del mercado monetario<sup>1/</sup>.

<sup>1/</sup> El Recuadro III.1 del Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre del 2010 presenta evidencia al respecto.

**GRÁFICO III.1**

Mercado monetario en pesos (\*)  
(puntos base)

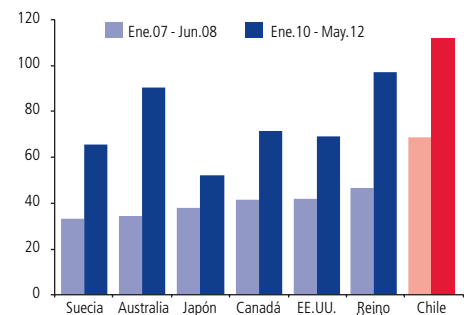


(\*) *Spread prime-swap* promedio cámara. Las líneas punteadas horizontales indican el promedio de cada serie para el período 2005-2012.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.2**

Mercados monetarios internacionales (\*)  
(puntos base)

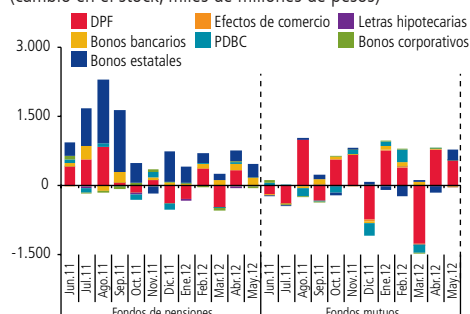


(\*) Las barras reflejan el promedio del diferencial entre la *Libor* a 90 días y un *swap* de tasa de interés diario correspondiente a cada país, excepto para Chile que corresponde al *spread prime-swap* promedio cámara.

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

**GRÁFICO III.3**
**Manejo del portafolio de renta fija e intermediación financiera (\*)**

(cambio en el stock, miles de millones de pesos)

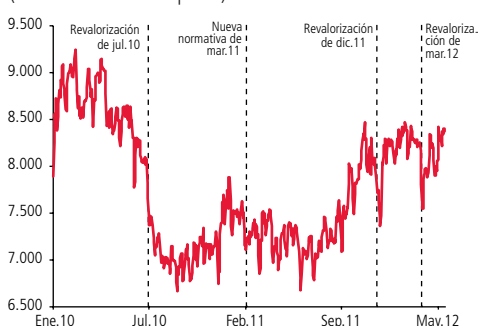


(\*) Información hasta el 18 de mayo de 2012.

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

**GRÁFICO III.4**
**Patrimonio diario de fondos mutuos tipo 1 (\*)**

(miles de millones de pesos)

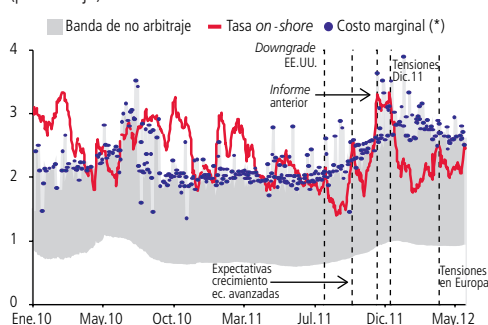


(\*) Fondos mutuos de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo, con duración menor o igual a 90 días.

Fuente: SVS.

**GRÁFICO III.5**
**Mercado monetario en dólares a un año**

(porcentaje)



(\*) Corresponde a la tasa máxima de financiamiento vía líneas de crédito en el exterior de los bancos locales.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

## La mayor volatilidad del mercado monetario habría ocasionado la revalorización de los fondos mutuos de corto plazo

Los aumentos en las tasas de los depósitos a plazo en diciembre y marzo pasados activaron los mecanismos de revalorización automáticos de las carteras, los cuales fueron incorporados en la normativa de fondos mutuos implementada a inicios del 2011. Estas revalorizaciones tuvieron efectos transitorios y acotados en el patrimonio administrado (gráfico III.4). En ambos eventos, el patrimonio de los fondos mutuos monetarios, compuesto en un 95% por depósitos a plazo bancarios, se redujo en torno a 9%, y el período de recuperación del patrimonio fue de aproximadamente dos semanas. Sin embargo, en el episodio de marzo, la reducción en el patrimonio administrado estuvo asociada tanto al impacto de la revalorización como a factores estacionales, los cuales, según agentes de mercado, se relacionan con el reparto de dividendos del sector corporativo.

## El mercado monetario en dólares también exhibió fluctuaciones transitorias

Desde el último Informe, la tasa *on-shore* se ha situado dentro de la banda de no arbitraje y, por ende, las condiciones de oferta y demanda específicas a Chile serían los factores predominantes en su evolución (gráfico III.5)<sup>2/</sup>. En particular, los agentes externos han mostrado una mayor actividad en el mercado de derivados cambiarios, disminuyendo en enero pasado su posición compradora en dólares en US\$1.870 millones, para luego aumentarla en US\$2.200 millones en marzo y volver a incrementarla en US\$2.500 millones en mayo. Lo anterior contrasta con los movimientos más acotados de los fondos de pensiones.

## La tasa de instrumentos soberanos muestra fluctuaciones acotadas...

El retorno de los instrumentos de renta fija soberana de largo plazo muestra un comportamiento diferente al de los otros mercados financieros locales. En efecto, en periodos de estrés financiero se observa una reducción en los retornos, actuando estos instrumentos como un activo de refugio (gráfico III.6). En línea con el escenario externo de mayor incertidumbre, los fondos de pensiones continuaron realizando inversiones en bonos estatales, las que sumaron \$1.100 miles de millones durante el primer semestre del 2012 (gráfico III.3). Esta cifra es menor que el monto invertido durante el segundo semestre del 2011 (\$8.300 miles de millones), el cual estuvo marcado por eventos tales como el *downgrade* de EE.UU., menores expectativas de crecimiento global y deterioro de las condiciones macrofinancieras en la Eurozona.

<sup>2/</sup> La banda de no arbitraje está definida en su rango superior por el costo marginal de operaciones bancarias en moneda extranjera.



### ...y los *spreads* corporativos han aumentado desde finales del año pasado

Los *spreads* corporativos a nivel local experimentaron un alza a finales del 2011, la cual se ha mantenido hasta el cierre de este *Informe* (gráfico III.7). En el período posterior a la crisis *subprime*, la dinámica de los *spreads* se ha caracterizado por un mayor comovimiento a nivel internacional entre los *spreads* corporativos y, en el caso particular de Chile, por una mayor sensibilidad de los *spreads* a las fluctuaciones de la aversión al riesgo global—medida por el VIX. Tales elementos, dadas las condiciones externas actuales (capítulo I), plantean desafíos para la administración de portafolios que incluyan esta clase de activos, en particular, para los inversionistas institucionales más expuestos, como es el caso de las compañías de seguros de vida.

Por otra parte, el mercado de bonos corporativos se vio afectado por la situación de la casa comercial La Polar a mediados del 2011. En concreto, las emisiones locales de los bonos corporativos de categoría de riesgo BBB se redujeron, sin que a la fecha se hayan recuperado sus niveles, los cuales, sin embargo, han sido históricamente bajos. Por su parte, estimaciones internas sugieren que los problemas financieros en esta casa comercial tuvieron un impacto transitorio en los *spreads* locales de los bonos corporativos BBB.

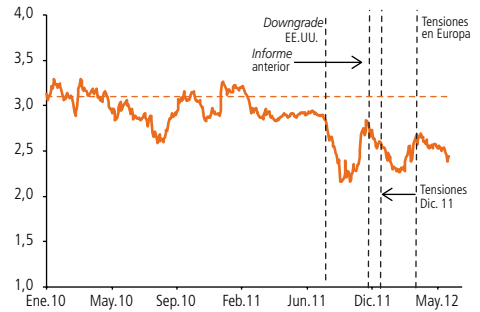
### En síntesis, las tensiones externas se han manifestado de manera diferenciada en los mercados financieros

La volatilidad y la sensibilidad de los distintos activos financieros frente a cambios en la aversión al riesgo externa difieren considerablemente a través de mercados. Las acciones y el tipo de cambio son los activos más volátiles y los más sensibles al VIX (gráfico III.8). Por otra parte, con excepción del mercado de renta fija estatal, el comovimiento entre el retorno de los activos locales y las condiciones externas aumentó en la mayoría de los mercados con respecto al primer semestre del 2011, siendo este aumento más notorio en los mercados accionario, cambiario y monetario en dólares.

En síntesis, los mercados locales han operado normalmente, con períodos transitorios de volatilidad, siendo las condiciones financieras externas un elemento común a dichos períodos. Dado el escenario base y de riesgo planteados en el capítulo I, es probable que se observen nuevos episodios de tensión en la Eurozona, y que estos se transmitan a los mercados locales, lo que debe ser internalizado por los agentes del sistema financiero. En este contexto, es importante avanzar en iniciativas que fortalezcan el marco regulatorio y de supervisión, como es el caso de las propuestas legales actualmente en trámite para las compañías de seguros.

GRÁFICO III.6

Tasa soberana de largo plazo: BCU10 (\*)  
(porcentaje)

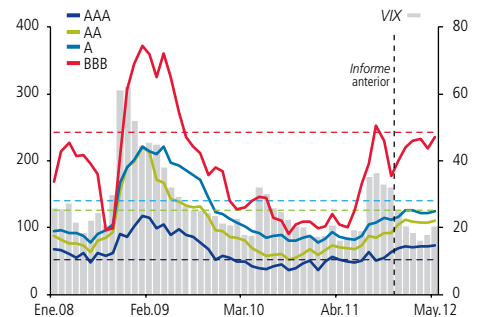


(\*) La línea punteada horizontal indica el promedio histórico para el período 2002-2012.

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

GRÁFICO III.7

*Spreads* de bonos de largo plazo y aversión al riesgo (\*)  
(puntos base, índice)

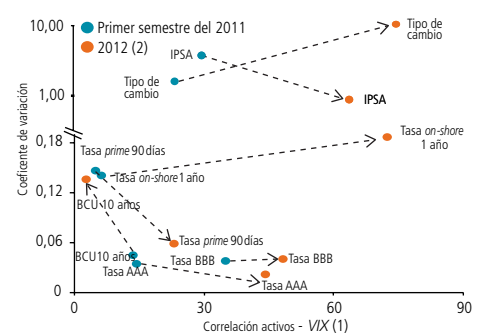


(\*) Representativos de bonos de empresas y bancos de más de 9 años de duración. Las líneas punteadas horizontales indican el promedio de cada *spread* para el período 2001-2007.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

GRÁFICO III.8

Volatilidad de mercados y sensibilidad al VIX  
(porcentaje, veces)



(1) Expresada en valor absoluto.

(2) Considera el período entre el cierre estadístico de este *Informe* y el anterior.

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



## IV. USUARIOS DE CRÉDITO

La evaluación agregada de empresas y hogares no muestra cambios significativos en sus indicadores financieros. No obstante, el análisis identifica algunos desarrollos en el sector inmobiliario y en el patrón de deuda de los hogares que, de continuar o acelerarse, podrían configurar fuentes de riesgo.

### EMPRESAS

#### La deuda de las empresas mantiene un crecimiento estable, impulsada principalmente por los préstamos bancarios locales

En el primer trimestre del 2012, la deuda total de las empresas creció 9,7% anual, cifra ligeramente inferior a la del 2011 (tabla IV.1). Este crecimiento se enmarcó en un contexto caracterizado por un mayor dinamismo de la economía chilena. De este modo, la razón deuda a PIB en marzo del 2012 alcanzó 93,4%, cifra algo mayor que la registrada en los últimos años (gráfico IV.1).

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				2012 I	Contri- bución al crecimiento (1)	Partici- pación
					I	II	III	IV			
Deuda local	11,8	9,1	1,5	4,7	6,5	7,2	12,1	11,1	10,1	6,8	67,9
Préstamos bancarios y otros	13,2	11,5	-2,3	5,2	7,5	8,4	14,2	12,9	12,3	6,4	52,8
Colocaciones comerciales	11,8	8,5	7,7	2,8	4,0	5,9	8,6	9,0	11,9	4,7	39,6
Comercio exterior	16,1	35,3	-40,1	12,5	23,4	13,9	48,9	37,8	11,0	0,7	6,8
Factoring y leasing (2)	19,0	4,2	-11,1	15,9	17,9	20,6	18,9	15,8	16,4	1,0	6,4
Bonos (3)	7,4	0,7	15,8	3,1	3,4	3,4	5,6	5,2	2,9	0,5	15,1
Deuda externa (4)	2,0	12,1	14,3	12,4	12,5	12,2	8,9	10,5	8,8	2,9	32,1
Préstamos	9,1	17,7	16,4	-2,4	-5,0	-0,2	-0,2	3,4	5,4	0,9	16,1
Créditos comerciales	6,4	-2,4	-21,3	26,7	31,8	31,6	27,7	11,1	6,0	0,3	4,8
Bonos	-8,5	-2,7	48,6	35,4	47,2	43,1	22,7	24,3	11,6	0,7	5,9
Préstamos asociados a IED	-23,1	34,5	35,2	47,9	37,4	10,6	9,1	20,1	20,0	1,0	5,3
<b>Total</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>	<b>5,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>	<b>11,1</b>	<b>10,9</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>100</b>

(1) Puntos porcentuales.

(2) Factoring incluye instituciones bancarias y no bancarias.

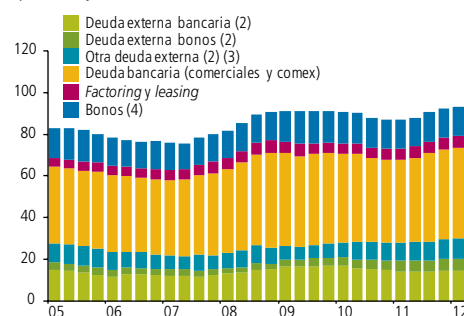
(3) Bonos corporativos (excepto Codelco), securitizados con subyacente de origen no bancario y efectos de comercio, a valor de mercado.

(4) Incluye préstamos asociados a inversión extranjera directa. Convertida a pesos usando el tipo de cambio promedio del período mar.02-mar.12

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Acheff, 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.

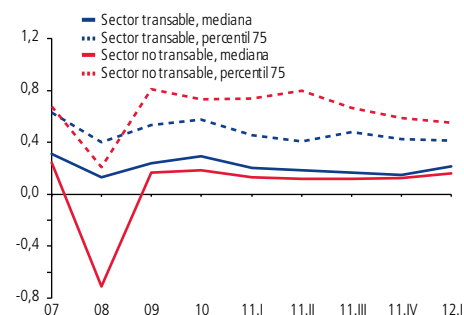
(2) Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del período mar.02-mar.12.

(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 Acheff, SBIF y SVS.

**GRAFICO IV.2**  
Descalce cambiario de pymes (1) (2)  
(veces)



(1) Muestra de empresas que utilizan derivados cambiarios y/o deuda externa.

(2) Descalces cambiarios = (deuda externa - posición neta en derivados)/(exportaciones - importaciones).

Fuente: Banco Central de Chile.

El mayor endeudamiento de las empresas fue explicado principalmente por la deuda local, que creció 10,1%, y, en menor medida, por la deuda externa que aumentó 8,8%. Entre los componentes de la deuda local, la mayor incidencia en el crecimiento corresponde a las colocaciones comerciales, que se expandieron 11,9% y explicaron un 40% del crecimiento de la deuda total. En tanto que el componente de la deuda local que muestra una mayor desaceleración son las colocaciones de comercio exterior, las cuales crecieron un 11% en el primer trimestre de este año, cifra que se compara con un crecimiento cercano a 40% durante el 2011.

En el caso de la deuda externa se aprecia una mayor orientación hacia fuentes de financiamiento de más largo plazo, como los bonos y préstamos asociados a IED, que podrían aminorar las consecuencias negativas de potenciales restricciones al endeudamiento frente a un deterioro del escenario internacional. Durante el primer trimestre del 2012, estos dos componentes aportaron aproximadamente un 60% del crecimiento de la deuda externa de las empresas, en tanto que los préstamos externos con empresas no relacionadas dan cuenta de 30% del crecimiento de la deuda externa (capítulo II).

### Los indicadores financieros del sector corporativo no muestran cambios significativos

A finales del año pasado, el sector corporativo mostró reducciones en la liquidez y cobertura de intereses en comparación con el 2010. No obstante, estos indicadores se mantienen en valores cercanos a sus promedios históricos (tabla IV.2). Por su parte, la rentabilidad del sector corporativo mostró una ligera reducción entre los años 2010 y 2011, pasando de 17,0 a 15,8%, revirtiendo así la tendencia alcista que presentaba desde finales del 2008, aunque se mantuvo por sobre su promedio histórico (13,8%). En el descalce cambiario, y de manera similar a los demás indicadores, se apreció un aumento respecto al año anterior, pero aún permanece en torno a sus valores históricos.

Tampoco se observan deterioros importantes en los extremos relevantes de la distribución de los respectivos indicadores (tabla IV.2). Aun cuando existe un aumento del endeudamiento en los percentiles de mayor riesgo, la rentabilidad y la liquidez se mantienen por sobre sus promedios históricos. Más aún, en el caso de la rentabilidad, se revierte la caída destacada en el *Informe* anterior. En relación con el descalce cambiario, las empresas del percentil 75 muestran una reducción de este indicador.

### El descalce cambiario de las empresas de menor tamaño se ha mantenido relativamente estable

Durante el primer trimestre del año, el descalce cambiario de las pymes en los sectores transable y no transable no ha mostrado grandes variaciones. La evidencia es similar si se consideran las empresas con mayor grado de descalce (percentil 75) en ambos sectores (gráfico IV.2). Esta relativa estabilidad en el nivel de cobertura, complementariamente, se observa en un contexto de uso más generalizado de los derivados cambiarios. La tasa de utilización de derivados cambiarios entre el 2010 y el 2011 aumentó de 15 a 22%, situación que se observa en todos los segmentos de empresas exportadoras. En efecto, en los

segmentos de empresas exportadoras más pequeñas, con exportaciones de hasta US\$500 mil, este aumento va de 13 a 16%, y en el de aquellas que exportan entre US\$500 mil y US\$1 millón, el incremento es de 12 a 25%.

**TABLA IV.2**

Indicadores financieros del sector corporativo  
(porcentaje, veces)

	Endeudamiento (1)	Rentabilidad (2)	Liquidez (3)	Cobertura de intereses (4)	Descalce cambiario (5)
Indicador promedio					
09.IV	0,67	15,73	1,16	4,44	1,81
10.IV	0,66	16,99	1,13	4,31	0,92
11.IV	0,71	15,78	1,03	3,75	2,41
Promedio 02.IV-11.IV	0,66	13,77	1,09	3,62	1,77
Indicador de mayor riesgo (6)					
09.IV	0,95	1,66	0,74	0,40	3,40
10.IV	0,99	1,95	0,87	0,63	0,00
11.IV	1,16	4,18	0,79	0,75	0,02
Promedio 02.IV-11.IV	0,90	1,17	0,68	0,25	1,93

(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) Flujo operacional 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 los indicadores de endeudamiento y descalce cambiario.

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

### La cartera bancaria vencida de las empresas continuó en niveles inferiores a su promedio histórico

Durante el primer trimestre del año, el índice de cartera vencida (ICV) de las colocaciones comerciales se mantuvo en niveles cercanos al 1% de la cartera comercial total, lo que se compara favorablemente con su promedio histórico. El comportamiento del ICV sobre la base del stock rezagado de colocaciones y el ICV efectivo fue similar, descartándose la presencia de un deterioro del riesgo de cartera compensado por el crecimiento de las colocaciones comerciales (gráfico IV.3)<sup>1/</sup>. El análisis de morosidad por tamaño de empresas confirma la reducción, destacada en el *Informe* anterior, para la mayoría de los segmentos de empresas (gráfico IV.4). La excepción son las empresas muy grandes, que presentan tasas de morosidad estables.

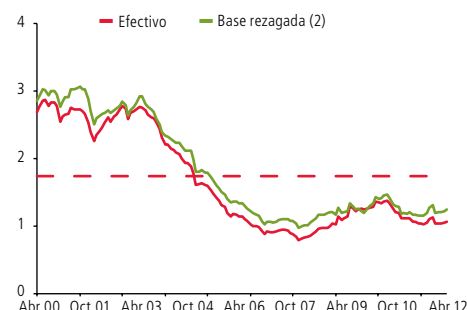
### La deuda aumentó en los sectores de construcción, consumo y servicios públicos

En línea con el endeudamiento agregado, la deuda financiera de las empresas registradas en la SVS mostró un aumento durante los últimos años, alcanzando un valor de 0,71 veces el patrimonio, lo que está ligeramente por sobre su promedio histórico (0,66). Existen sectores cuyos niveles de endeudamiento se han incrementado por sobre su promedio histórico. Entre ellos destacan construcción, consumo, servicios sanitarios y gas, y transporte y servicios marítimos (gráfico IV.5).

<sup>1/</sup> El ICV ajustado por las colocaciones rezagadas tiene por objeto controlar las variaciones del ICV asociadas a cambios en el nivel de colocaciones.

**GRÁFICO IV.3**

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



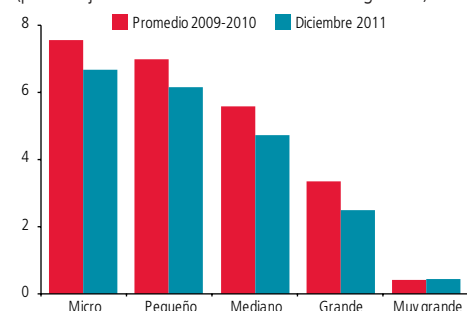
(1) La línea segmentada indica el promedio del índice efectivo.

(2) Se consideran 12 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.4**

Morosidad por tamaño de deuda (\*)  
(porcentaje de las colocaciones totales del segmento)

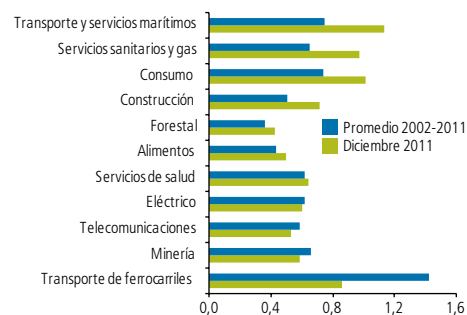


(\*) Considera mora mayor a 30 días. Micro: deuda menor a UF500; pequeña: deuda desde UF500 a UF4.000; mediana: deuda desde UF4.000 a UF 8.000; grande: deuda desde UF18.000 a UF200.000; muy grande: deuda superior a UF200.000.

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

**GRÁFICO IV.5**

Deuda financiera sectorial sobre patrimonio  
(veces)



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

## La evolución del nivel de endeudamiento en el sector inmobiliario tiene como contrapartida un mayor dinamismo en sus niveles de actividad

El mayor nivel de endeudamiento del sector inmobiliario ha tenido como contrapartida un mayor dinamismo de las ventas, tanto en el rubro residencial como comercial (recuadro IV.1). Si bien la tasa de vacancia en el sector comercial se ha mantenido en niveles bajos, la importante expansión esperada de la oferta, en especial en oficinas de mayor calidad, y la inercia de la misma, son factores que deben ser monitoreados con atención dados los escenarios de riesgos para la actividad económica. Los nuevos proyectos deberían considerar este elemento en su evaluación.

Por su parte, los precios agregados evolucionan en línea con el nivel de tasas de interés e ingreso de la economía. En el sector residencial, las comunas de Santiago, Ñuñoa, Las Condes, La Reina, La Florida y Vitacura presentan alzas de precios mayores a las observadas históricamente. Estas alzas podrían explicarse por limitaciones en la disponibilidad de terrenos. Es importante tener presente que la materialización del escenario de riesgo contemplado en este Informe podría conducir a una interrupción de las tendencias observadas en materia de precios. Las potenciales implicancias de lo anterior son eventuales ajustes en los precios, que incidan en la rentabilidad de los proyectos ejecutados y, adicionalmente, en los colaterales de los préstamos hipotecarios.

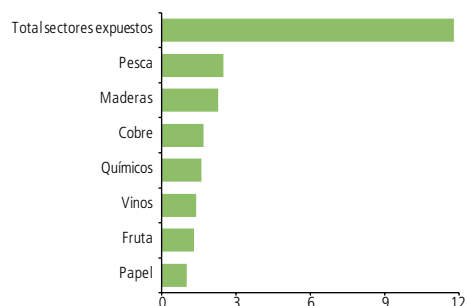
## Los potenciales *shocks* externos pueden tener efectos negativos importantes sobre las empresas exportadoras y el acceso al financiamiento externo

Existen dos canales a través de los cuales un deterioro de la situación europea, y eventualmente un menor crecimiento de China, podrían afectar las condiciones financieras de las empresas. Primero, un menor acceso al crédito de las empresas que se endeudan directamente en el exterior. Esto, ya que si bien la Eurozona ha reducido su participación en el financiamiento de las grandes empresas luego de la crisis, aún explica 50% de su endeudamiento externo. Además, en lo más reciente, existe evidencia de que el costo de financiamiento bancario externo estaría incrementándose (capítulo II). Segundo, existe un canal real asociado a una eventual contracción de la demanda externa. En base al análisis de los principales sectores exportadores, y la importancia de China y la UE como destino, se encuentra que los sectores más expuestos son las exportaciones tradicionales. No obstante, estos sectores explican una baja proporción de la deuda comercial bancaria —en torno al 12% a septiembre del 2011— y, en consecuencia, los efectos directos sobre el riesgo de crédito comercial serían acotados (gráfico IV.6).

Para analizar los efectos indirectos en industrias que proveen insumos a los sectores exportadores, se simuló los efectos de una reducción de 20% en las exportaciones totales y una disminución de 30% en las exportaciones dirigidas a estos dos mercados. Los resultados de las simulaciones sugieren que los efectos sobre la actividad de los sectores relacionados podrían ser relevantes (gráfico IV.7). No obstante, los potenciales efectos sobre el riesgo crediticio estarían limitados a un número reducido de sectores. Con todo, ello puede tener implicancias relevantes sobre la demanda agregada y el riesgo de crédito de los hogares, considerando que la mayoría de estos sectores, como servicios y comercio, son intensivos en mano de obra. Los efectos de un aumento del desempleo se discuten en la siguiente sección.

**GRÁFICO IV.6**

Deuda comercial sectorial (\*)  
(porcentaje de la deuda comercial total)

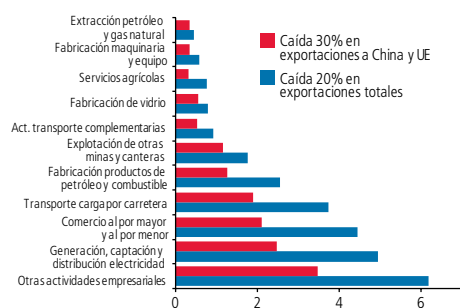


(\*) A diciembre del 2011.

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

**GRÁFICO IV.7**

Reducción de la producción en sectores relacionados (\*)  
(porcentaje)



(\*) Corresponde a los sectores con impactos mayores que 0,3%.

Fuente: Banco Central de Chile.

## HOGARES

### La deuda de los hogares se expandió en el primer trimestre a tasas superiores a la de años precedentes

A marzo del 2012, la deuda total de los hogares se expandió 7,3% anual, cifra superior al crecimiento de años anteriores. De manera similar a lo analizado en los *Informes* previos, los componentes más activos de la deuda de consumo fueron el endeudamiento bancario, que creció 12,4%, y la partida que contiene otras fuentes de financiamiento, entre las cuales se destaca el crédito automotriz que creció 20% anual.

A diferencia de años anteriores, el endeudamiento con casas comerciales experimentó una fuerte contracción que viene desde el último trimestre del año pasado. No obstante, ello se explica en gran medida por la situación de la casa comercial La Polar. Excluyéndola, el crecimiento de la deuda con estos oferentes alcanzaría a 4,6% durante este primer trimestre (tabla IV.3).

**TABLA IV.3**  
Deuda de los hogares  
(variación real anual, porcentaje)

	2009	2010	2011				2012	Contribución al crecimiento en la deuda (1)	Participación en la deuda (2012 I)
	IV	IV	I	II	III	IV	I		
Hipotecaria	7,4	6,9	7,7	8,5	8,1	7,3	8,3	4,7	57,3
Bancaria	8,6	9,0	9,3	10,0	9,4	8,4	9,4	4,7	51,1
No bancaria (2)	0,1	-6,1	-3,2	-2,3	-0,8	-0,3	0,4	0,0	6,2
Consumo	4,0	6,6	9,9	12,0	11,2	7,3	5,9	2,5	42,7
Bancaria	2,2	8,6	11,8	14,0	14,4	13,7	12,4	3,0	25,9
No bancaria	-0,8	4,5	6,1	5,7	2,9	-7,3	-8,8	-1,2	11,8
Casas Comerciales	-9,3	5,9	9,0	8,1	3,4	-14,8	-17,6	-1,3	5,7
CCAF (3)	8,5	3,6	4,4	5,9	6,6	5,5	4,9	0,2	3,9
Cooperativas	15,5	1,9	0,8	-1,2	-4,1	-4,8	-4,4	-0,1	2,2
Otras (4)	35,5	3,3	11,0	20,8	18,2	18,6	15,0	0,7	5,1
Total	5,9	6,8	8,6	10,0	9,4	7,3	7,3	7,3	100,0

(1) Puntos porcentuales.

(2) Incluye deuda hipotecaria securitizada.

(3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.

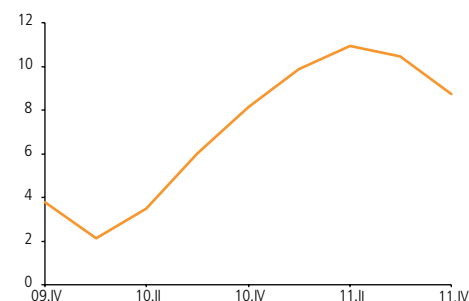
(4) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria y compañías de seguros. A partir del primer trimestre del 2009 incluye los créditos para estudios superiores de la Ley N° 20.027.

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

El crecimiento de la deuda de consumo mostró una ligera desaceleración en la última parte del año 2011, lo que se observa incluso si no se considera la contracción de la casa comercial La Polar. Esta desaceleración está en línea con reducciones en la tasa de crecimiento del consumo a finales del 2011, pasando desde niveles en torno a 11% en la primera parte del 2011 a una tasa cercana a 9% en el último trimestre del 2011 (gráfico IV.8).

**GRÁFICO IV.8**

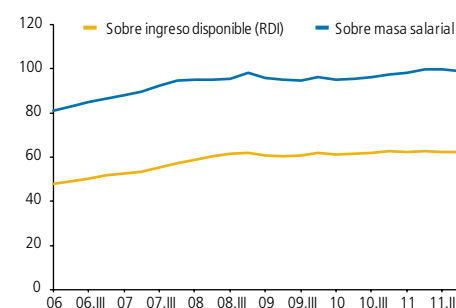
Consumo de los hogares  
(variación real anual, porcentaje)



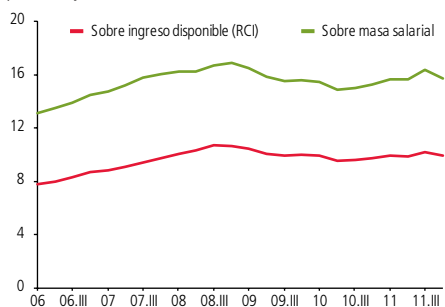
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.9**

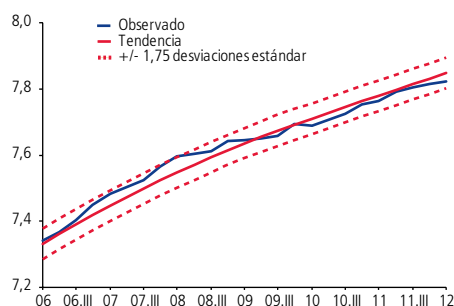
Endeudamiento de los hogares  
(porcentaje)



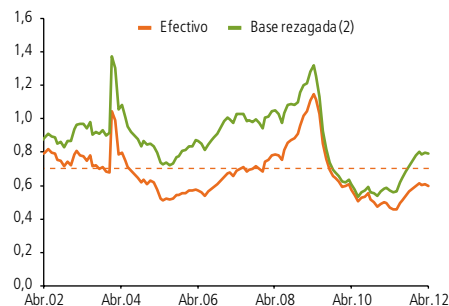
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF, SuSeSo y SVS.

**GRÁFICO IV.10**
**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.11**
**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.12**
**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.

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

Luego de un período de crecimiento hasta antes de la crisis financiera global, la deuda de los hogares ha aumentado en forma paralela a su ingreso disponible durante los últimos años. Lo anterior se ha traducido en indicadores de endeudamiento agregado relativamente estables en torno al 60% del ingreso disponible (RDI). Esta estabilidad también se observa al utilizar indicadores alternativos de ingreso, como la masa salarial (gráfico IV.9). La razón carga financiera a ingreso disponible (RCI) de largo plazo se ha mantenido en torno al 9%. Lo mismo ocurre con la carga financiera respecto de la masa salarial (gráfico IV.10)<sup>2/</sup>. Por último, según la metodología desarrollada por Mendoza y Terrones (2008) para identificar períodos de expansión excesiva del crédito, la deuda de los hogares se ubicaría en torno a su tendencia de largo plazo (gráfico IV.11)<sup>3/</sup>.

## Los indicadores de no pago de la deuda de consumo bancaria muestran un aumento en lo más reciente

El índice de cartera vencida (ICV) de consumo bancario ha aumentado desde mediados del 2011 y ha continuado su incremento en los primeros meses de este año. El aumento es más pronunciado en el indicador que usa como base el rezago del stock de colocaciones, indicando que el ICV efectivo podría subestimar el aumento del riesgo crediticio (gráfico IV.12). Esta evidencia resulta un elemento de preocupación teniendo en cuenta la positiva evolución de la actividad y el desempleo durante el 2011. No obstante, su valor está aún bajo su promedio histórico y en línea con los valores predichos por un modelo de determinantes macroeconómicos<sup>4/</sup>. Por otra parte, el ICV de vivienda detuvo la reducción descrita en el *Informe* anterior, y solo se incrementó ligeramente en abril del 2012. Excluyendo el BancoEstado, a marzo del 2012 este indicador estaba en niveles inferiores a su promedio histórico (gráfico IV.13).

## Los indicadores de pago vinculados a otros oferentes de crédito de consumo también muestran un leve deterioro

La evidencia es similar para otros oferentes de crédito para los cuales se tiene información de riesgo de cartera. A marzo del 2012, la morosidad a más de 30 días en casi todas las casas comerciales aumentó (gráfico IV.14)<sup>5/</sup>. En el caso de las cooperativas supervisadas por la SBIF, también se aprecia un deterioro de los indicadores de pago. El índice de cartera vencida para estas instituciones era 1,35% a marzo del 2012, superior al porcentaje del mismo mes del año anterior (1,02%) y al promedio del período 2006-2011 (0,74%).

<sup>2/</sup> Desde una perspectiva internacional, los indicadores de endeudamiento y carga financiera en Chile son relativamente coherentes con el nivel de ingreso de la economía (Véase "Endeudamiento de los hogares en Chile: Análisis e implicancias para la estabilidad Financiera," *Informe de Estabilidad Financiera*, primer semestre 2010).

<sup>3/</sup> La metodología para evaluar desviaciones significativas del endeudamiento está basado en Mendoza y Terrones (2008) y fue discutida en el Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre del 2011.

<sup>4/</sup> En el modelo, se encuentra que el ICV de consumo depende positivamente del desempleo, inflación total y de alimentos, y negativamente del crecimiento de la economía.

<sup>5/</sup> La deuda en mora a más de 90 días ha aumentado en tres de las seis casas comerciales. A diferencia del indicador de cartera vencida, los datos de morosidad incluyen el monto total del crédito en mora y no solo la cuota.



### El deterioro reciente de los indicadores de pago podría acentuarse si se materializan los escenarios de riesgo provenientes del sector externo

Los escenarios de riesgo analizados en el capítulo I implican que los hogares podrían verse afectados negativamente por los *shocks* externos, dado el probable impacto directo en el empleo de una contracción de las exportaciones, e indirectamente a través de sectores relacionados que son intensivos en mano de obra, tales como comercio y servicios. Estos efectos podrían ser más importantes en la coyuntura actual, ya que aun cuando la economía ha mantenido una baja tasa de desempleo, se aprecia un deterioro de los indicadores de riesgo de crédito de consumo.

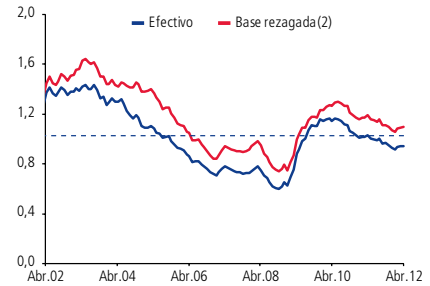
Como fue discutido en el *Informe* anterior, estos riesgos son particularmente relevantes para los hogares de menores ingresos, ya que son más vulnerables a los *shocks* de desempleo. Además, durante los años de mayor desempleo, estos hogares experimentaron aumentos importantes de su endeudamiento en relación al ingreso (recuadro IV.2). Estos elementos deben ser ponderados por el hecho de que los segmentos de menores ingresos representan un porcentaje menor de la deuda agregada, pero son más relevantes para algunos oferentes de crédito, como las casas comerciales.

En resumen, en los últimos años, la deuda de los hogares ha aumentado en línea con su ingreso disponible. Esto se ha traducido en indicadores agregados de endeudamiento 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, sin embargo, es necesario continuar evaluando la evolución de la deuda de los hogares. Esto, puesto que creciendo a tasas similares a las actuales, existe la posibilidad de que el endeudamiento y la carga financiera de los hogares aumenten de manera significativa frente a una materialización del escenario de riesgo descrito en este *Informe*.

Por último, en materia de indicadores de riesgo de crédito, desde mediados del 2011, se ha registrado un aumento en el índice de cartera vencida de consumo bancaria y en la morosidad de las casas comerciales. Estos aumentos, sin embargo, han sido acotados. En todo caso, estos aumentos, unidos al sostenido crecimiento del financiamiento vía tarjetas de crédito y de la deuda automotriz, son factores que debieran ser considerados en la evaluación del riesgo de crédito de los hogares.

GRAFICO IV.13

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



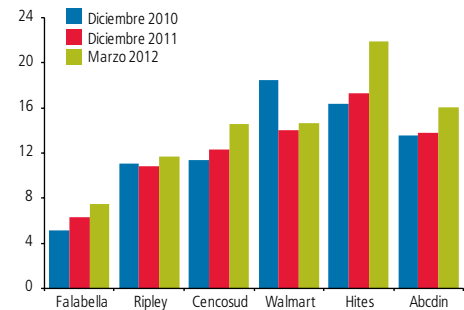
(1) Excluye BancoEstado. La línea segmentada indica el promedio del índice efectivo.

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

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

GRAFICO IV.14

Morosidad de casas comerciales (\*)  
(porcentaje de la cartera total)



(\*) Considera mora mayor a 30 días.

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



## RECUADRO IV.1: SECTOR INMOBILIARIO: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

Tal como se destacó en el *Informe* anterior, los ciclos del sector inmobiliario han sido importantes en la gestación de vulnerabilidades financieras en muchas economías avanzadas. Si bien el desarrollo del mercado inmobiliario residencial jugó un rol fundamental en la crisis *subprime* en EE.UU., la literatura internacional ha enfatizado que, en tiempos de turbulencia financiera, la mayor exposición al sector inmobiliario comercial explicaría parte importante de las pérdidas crediticias del sector bancario (Woods, 2007; Ellis y Naughtin, 2010)<sup>6/</sup>.

Debido a su relevancia para la estabilidad financiera, el objetivo de este recuadro es proveer un diagnóstico agregado de los factores de riesgo asociados al sector inmobiliario chileno—residencial y comercial.

La exposición del sistema bancario al sector inmobiliario incluye: i) créditos respaldados por propiedades residenciales (a hogares) y comerciales (a empresas e inversionistas), y ii) créditos comerciales otorgados a empresas desarrolladoras de proyectos inmobiliarios y constructoras<sup>7/</sup>. La experiencia internacional indica que la exposición bancaria a créditos a desarrolladores de proyectos inmobiliarios y constructoras tiende a ser la más riesgosa. Ello, porque estos deudores serían más vulnerables al no pago ante un escenario económico desfavorable. Generalmente presentan altos niveles de endeudamiento y, a diferencia de los deudores hipotecarios, la propiedad es valorada solo como un bien de inversión y no de consumo (BCE, 2008).

La situación financiera y crediticia de estas empresas desarrolladoras depende de la fortaleza de sus indicadores económicos actuales—nivel de endeudamiento, liquidez, rentabilidad, etc.— así como de la evolución esperada del precio de las viviendas y, de manera más general, del balance de oferta y demanda esperada de propiedades. En conjunto, todo ello condiciona la rentabilidad esperada de los proyectos inmobiliarios, y por tanto su capacidad de cumplir con sus deudas.

<sup>6/</sup> Se entiende por sector inmobiliario comercial al conjunto de construcciones que generan algún tipo de renta, entre ellas: oficinas, bodegas, hoteles, centros comerciales y viviendas residenciales destinadas exclusivamente al arriendo.

<sup>7/</sup> En Chile, el 7% de las colocaciones bancarias totales corresponde a préstamos comerciales a desarrolladores de proyectos y empresas de la construcción, involucradas en proyectos tanto comerciales como residenciales.

### Situación financiera de inmobiliarias y constructoras

Las empresas inmobiliarias y constructoras han presentado indicadores financieros coherentes con la recuperación económica luego de la crisis *subprime* y el terremoto de febrero del 2010. En particular, el nivel de apalancamiento agregado de las empresas inmobiliarias y constructoras se ha reducido desde los niveles máximos alcanzados en el período 2008-2009, y registra actualmente valores cercanos a los observados el 2006.

A diferencia de la evolución del agregado, las empresas más grandes, y que cuentan con información financiera pública, exhiben, a diciembre del 2011, una razón de endeudamiento superior al nivel pre crisis (tabla IV.4). Este mayor endeudamiento, y la fase del ciclo, han deteriorado sus indicadores de liquidez. En particular, el test ácido cayó a 1,0 vez en diciembre del 2011 desde 1,2 en el 2009. Por su parte, la rentabilidad aún no recupera sus niveles pre-crisis.

**TABLA IV.4**

Indicadores financieros de grandes empresas del sector inmobiliario y construcción  
(veces, porcentaje)

	Promedio 2003-08	2009	2010	2011
Endeudamiento (1)	0,5	0,6	0,6	0,7
Rentabilidad (2)	11	7	10	8
Liquidez (3)	1,1	1,2	1,1	1,0

(1) Razón de deuda a patrimonio, veces.

(2) Rentabilidad sobre el patrimonio, porcentaje.

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

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

### Precio de las viviendas

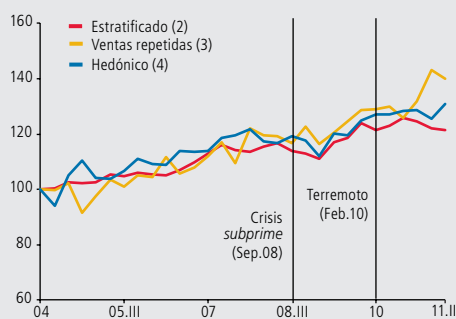
En el sector residencial, los índices de precio agregados para casas y departamentos presentan una alta dispersión entre distintas metodologías. Los índices estratificado y hedónico muestran una tasa de crecimiento promedio cercana al 2% real anual para el período 2008-2011, mientras el índice de ventas repetidas creció a

4% real anual en igual período, situación coherente con un mayor dinamismo en los precios de viviendas usadas (gráfico IV.15)<sup>8/</sup>.

Estimaciones internas muestran que el crecimiento agregado de los índices de precios estratificado y hedónico está bastante en línea con la actividad económica y las tasas de interés de largo plazo. Tal situación no difiere significativamente para el índice de ventas repetidas.

**GRÁFICO IV.15**

**Índice de precios reales de viviendas residenciales (1)**  
(índice base mar.04 = 100)



(1) Resultados preliminares.

(2) Mide las variaciones de precio de diferentes tipos de viviendas, separando la muestra en subgrupos de acuerdo al avalúo.

(3) Se basa en cambios de precios de viviendas vendidas más de una vez.

(4) Controla por superficie construida, tramos de edad y calidad de la vivienda.

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

La dinámica de los precios a nivel de comunas muestra un mayor crecimiento en un número acotado de localidades, las cuales, en general, corresponden a áreas de viviendas de alto valor (tabla IV.5). Estos mayores precios podrían extenderse a otras zonas en la medida en que la disponibilidad de terrenos se torne más restrictiva. La contrapartida de una oferta relativamente menor de terrenos es un mayor nivel de ajuste de los precios frente a *shocks* de demanda. En este sentido, es importante que las empresas inmobiliarias y constructoras, así como sus acreedores, internalicen esta mayor volatilidad de precios en sus decisiones de ahorro y financiamiento.

**TABLA IV.5**

**Variación de precios reales por comunas (\*)**  
(porcentaje)

	Mar.02-Sep.09	Sep.09-Jun.11
Santiago	-0,6	5,1
Nuñoa	0,8	4,0
Las Condes	0,5	8,5
La Reina	2,8	10,2
La Florida	1,6	6,2
Vitacura	1,3	7,4

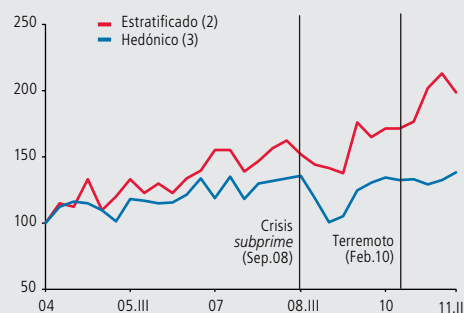
(\*) Tasa de crecimiento anual promedio del período para el índice de precios hedónico.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del SII y Ferreira y Gyourko (2011).

La evidencia internacional señala que la dinámica de precios de las propiedades comerciales tiende a ser más sensible al ciclo económico que las viviendas residenciales (Zhu, 2003; Gyourko, 2009). De este modo, un escenario con condiciones económicas más débiles puede generar ajustes de precios más significativos y abruptos. En el caso del mercado de oficinas en Chile, los precios se han mantenido relativamente estables, con una tasa de crecimiento del índice hedónico cercana al 2% real anual durante el período 2008-2011 (gráfico IV.16). El índice estratificado presenta tasas de crecimiento por sobre el 8% real anual para igual período. Este aumento, sin embargo, estaría explicado por un cambio composicional del mercado, que ha experimentado el ingreso de un mayor número de oficinas de calidad y ubicación superiores, que no estaría siendo controlado por el índice estratificado.

**GRÁFICO IV.16**

**Índice de precios reales de oficinas (1)**  
(índice base mar.04 = 100)



(1) Resultados preliminares.

(2) Mide las variaciones de precio de diferentes tipos de propiedades, separando la muestra en subgrupos de acuerdo al avalúo.

(3) Controla por superficie construida, tramos de edad y calidad de la propiedad.

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

<sup>8/</sup> Para más detalles sobre la metodología de los índices de precios, ver Vio (2011).

Estimaciones internas muestran que el crecimiento de estos precios estarían en línea con el dinamismo económico y el nivel de las tasas de interés, y no diferirían significativamente de la evolución de los precios de arriendo. Por último, a nivel internacional, el crecimiento del valor de las oficinas en Chile es menor que en economías avanzadas que han experimentado ajustes de precios, y los precios de los arriendos son similares al promedio del conjunto de economías de la región (CBRE, 2011).

### Evolución de la oferta y la demanda

La recuperación de la actividad del sector residencial ha estado en línea con las ventas. Durante el 2011, los inventarios en relación con las ventas se mantuvieron en torno a 8 meses para las casas y a 15 meses para los departamentos, valores similares a los promedios históricos de cada mercado<sup>9/</sup>. Sin embargo, a finales del 2011, el ingreso de nuevos departamentos superó levemente el nivel de ventas. Si bien esta situación es puntual para el último período, y no ha elevado significativamente los inventarios, la fuerte corrección en la oferta de departamentos durante la crisis del 2008, que afectó la situación financiera de muchas empresas inmobiliarias, impone la necesidad de monitorear este indicador constantemente.

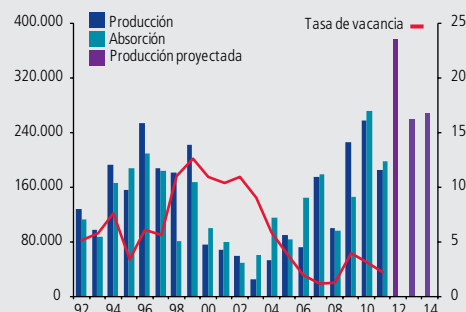
En relación con las propiedades comerciales, el sostenido dinamismo de la demanda desde el 2004 a la fecha redujo considerablemente la vacancia del sector, manteniendo una tasa de vacancia inferior al 5% del stock vigente (gráfico IV.17). Sin embargo, en base a fuentes de mercado, se espera un aumento promedio en la superficie de oficinas de 300 mil metros cuadrados por año para el período 2012-2014, pudiendo esto involucrar algún grado de ajuste en el balance de oferta y demanda del sector. El eventual aumento de los inventarios de las empresas desarrolladoras tendría consecuencias en los precios de las propiedades y/o en las tasas de vacancia de ciertas comunas. A modo de ejemplo, niveles de absorción similares al 2009 llevaría la tasa de vacancia a 8% este año. Estos ajustes podrían deteriorar considerablemente los flujos de ingresos de las empresas del sector e incrementar su probabilidad de incumplimiento<sup>10/</sup>.

<sup>9/</sup> Información en base a Collect.

<sup>10/</sup> Un mayor rezago en la construcción —generalmente dos a tres años— y contratos de arriendo a plazo implicarían una oferta más inelástica y la presencia de ciclos de ajustes más lentos (BCE, 2008).

GRÁFICO IV.17

Oferta y demanda de oficinas  
(metros cuadrados, porcentaje)



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

### Conclusiones

En los últimos años, las empresas relacionadas al sector inmobiliario han presentado un desarrollo favorable, con aumentos acotados de los precios agregados de las propiedades, y bajos niveles de inventarios. Sin embargo, los escenarios de riesgo planteados en este *Informe* podrían deteriorar bruscamente las condiciones económicas y con ello aumentar la vulnerabilidad de estas empresas. Lo anterior, y considerando el aumento de la oferta proyectado para los próximos dos años, tendría consecuencias eventualmente complejas en el mercado de oficinas, implicando importantes desafíos para que no se plasmen mermas en sus indicadores financieros y su riesgo de crédito.

Finalmente, en los últimos dos años se ha generado una dinámica de alzas de precios de viviendas residenciales en ciertas comunas que no se había observado con anterioridad. En caso de persistir y generalizarse a otros sectores, se podría configurar en una fuente adicional de riesgo. Es importante que los deudores y prestamistas internalicen que las alzas de precio recientes no aseguran alzas en el futuro, en especial dado los escenarios de riesgo externos planteados en este *Informe*.

## **RECUADRO IV.2:** **ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES: 2006-2009**

Desde el 2008 a la fecha, los indicadores de endeudamiento agregado de los hogares muestran una relativa estabilidad. No obstante, como se ha argumentado en la literatura y analizado en *Informes* anteriores, los indicadores agregados necesitan ser complementados con un análisis microeconómico<sup>11/</sup>. Por tal motivo, este recuadro tiene como objetivo analizar los cambios en los indicadores de endeudamiento por quintiles de ingresos durante el *shock* de desempleo asociado a la crisis *subprime*, utilizando para tales efectos la Encuesta de Protección Social (EPS) del 2006 y 2009<sup>12/</sup>.

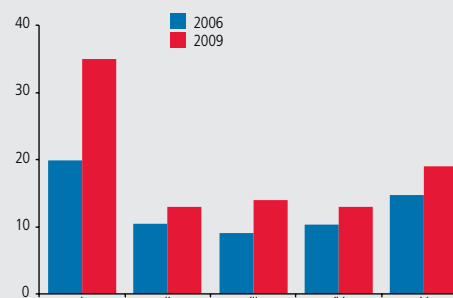
### **Evolución del endeudamiento**

A pesar de la relativa estabilidad del endeudamiento de los hogares luego de la crisis, un aspecto que se destacó en el *Informe* anterior es el aumento de los indicadores de endeudamiento en el grupo de hogares de menores ingresos. Entre el 2006 y el 2009, la mediana del RDI de los hogares con deuda aumentó fuertemente en el quintil de menores ingresos, subiendo desde 20 a 35% (gráfico IV.18)<sup>13/</sup>. Sin embargo, no se apreció lo mismo en los otros segmentos de ingresos<sup>14/</sup>.

El incremento del RDI puede estar asociado no solo a aumentos de la deuda de los hogares, sino también a reducciones del ingreso en el caso que uno o más miembros del hogar hayan perdido el empleo. Este efecto podría haber sido particularmente importante durante la última crisis financiera, considerando que la tasa de desempleo se incrementó a niveles en torno al 11% en dicho período. En efecto, la movilidad de los hogares entre quintiles es relativamente alta (tabla IV.6)<sup>15/</sup>. Entre el 2006 y el 2009, los hogares que permanecieron en el primer quintil ascendieron a 38,5%. Más aún, un porcentaje no despreciable de hogares que

en el 2006 fueron clasificados en el segundo (25,5%), tercer (16,7%) y cuarto quintil (11,6%) se movieron hacia el primer quintil de ingresos en el 2009. Por esta razón, es importante tener una visión complementaria de los indicadores de endeudamiento, teniendo en cuenta una medida de la capacidad generadora de ingreso de los hogares, la cual debiera considerar el efecto de reducciones transitorias de los ingresos.

**GRÁFICO IV.18**  
**RDI por quintiles de ingreso (\*)**  
 (porcentaje del ingreso disponible)



(\*) Mediana de hogares con deuda.

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

**TABLA IV.6**  
**Matriz de transición por quintiles de ingreso**  
 (porcentaje)

	2009					Total
	I	II	III	IV	V	
2006						
I	38,5	25,0	16,1	10,1	6,7	19,3
II	25,5	34,5	24,9	14,7	6,3	21,6
III	16,7	21,2	31,0	25,6	12,1	21,5
IV	11,6	13,7	20,1	33,3	22,6	20,2
V	7,7	5,6	7,9	16,3	52,4	17,5
<b>Total</b>	<b>18,7</b>	<b>21,9</b>	<b>20,5</b>	<b>20,0</b>	<b>18,9</b>	<b>100,0</b>

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

<sup>11/</sup> Véase "Endeudamiento de los hogares en Chile: Análisis e implicancias para la estabilidad financiera," *Informe de Estabilidad Financiera*, primer semestre 2010.

<sup>12/</sup> La EPS, en comparación con la Encuesta Financiera de Hogares, tiene información de panel que permite seguir la evolución de un hogar a través del tiempo. Además, tiene un número mayor de observaciones que permite hacer un mejor análisis por grupos de ingreso.

<sup>13/</sup> Dado que se trata de una encuesta, los indicadores agregados de endeudamiento y carga financiera no necesariamente coinciden con los presentados en el capítulo IV.

<sup>14/</sup> En el caso de la carga financiera, la evidencia es similar.

<sup>15/</sup> Si no hubiera movilidad, todas las diagonales de la matriz de transición serían cercanas al 100%.

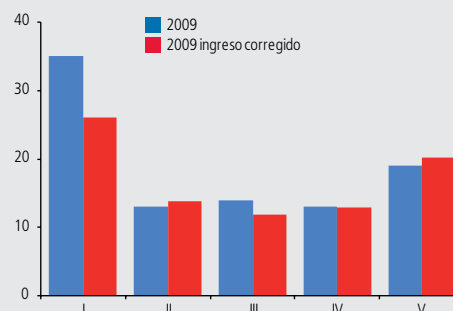
Para evaluar qué tan importantes son las caídas transitorias del ingreso, se calculó cuál habría sido el ingreso del miembro del hogar si este no hubiese estado desempleado y, en base a tales ingresos, se estimaron los indicadores de endeudamiento del hogar<sup>16</sup>. Los resultados indican, como es de esperar, que el RDI se reduce, pero no homogéneamente entre quintiles de ingreso. En el 2009, la mediana del RDI se reduce desde 35 a 26% en el primer quintil, pero se mantiene prácticamente igual en el resto de los quintiles (gráfico IV.19). Estos resultados son coherentes con evidencia previa que muestra que los hogares que tienen menor capacidad de generar ingresos son los más sensibles a incrementos del desempleo agregado en Chile (Fuenzalida y Ruiz-Tagle, 2009).

### Comentarios finales

La evidencia microeconómica muestra incrementos importantes del RDI en los hogares de menores ingresos. El análisis de estos aumentos revela que, en gran medida, estarían vinculados a los efectos negativos de la crisis financiera sobre el desempleo de algunos miembros del hogar. Este fenómeno, aun cuando tiene implicancias sistémicas acotadas, podría tener efectos importantes sobre los oferentes de créditos orientados hacia los hogares de estos segmentos, especialmente si se materializa el escenario de riesgo descrito en este *Informe* y si los *shocks* de desempleo se mantienen durante un período prolongado.

GRÁFICO IV.19

RDI efectivo y simulado (\*)  
(porcentaje del ingreso disponible)



(\*) Mediana de hogares con deuda.

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

<sup>16</sup> Esta metodología supone que la capacidad generadora de ingresos depende de variables observables del individuo, como la educación y la experiencia. Luego, estimando una ecuación de ingresos, se puede calcular el ingreso que habría tenido el individuo dada esas características.

## V. SISTEMA BANCARIO

*La solvencia de la banca ha seguido fortaleciéndose por mayores niveles de capital y de activos líquidos, manteniendo su resiliencia ante los escenarios de riesgo descritos en este Informe.*

### En los últimos meses, la actividad crediticia de las entidades de mayor tamaño se ha desacelerado

Durante el primer cuatrimestre del 2012, las colocaciones continuaron creciendo a tasas superiores al 10% real anual, aunque en lo más reciente se observa un menor dinamismo respecto a períodos anteriores (gráfico V.1)<sup>1/</sup>. No obstante, el comportamiento es dispar entre entidades de distinto tamaño. Los bancos de tamaño medio han crecido a tasas por sobre el promedio del sistema, aumentando su participación de mercado, mientras que las entidades de mayor tamaño exhiben una desaceleración de sus carteras de créditos. Esta desaceleración en las entidades de mayor tamaño se concentra en los créditos de consumo y, en menor medida, en los créditos comerciales.

Las mayores tasas de captación de algunos multibancos medianos les han permitido aumentar la participación de depósitos minoristas en sus fuentes de financiamiento. A pesar de lo anterior, persiste la alta dependencia de los multibancos medianos, de la banca *retail* y de la banca de tesorería de fuentes de financiamiento institucionales (gráfico V.2). Por otra parte, el sistema bancario ha incrementado las emisiones de deuda de largo plazo en el mercado local y en el extranjero por aproximadamente US\$3.000 millones y US\$1.000 millones, respectivamente (gráfico V.3).

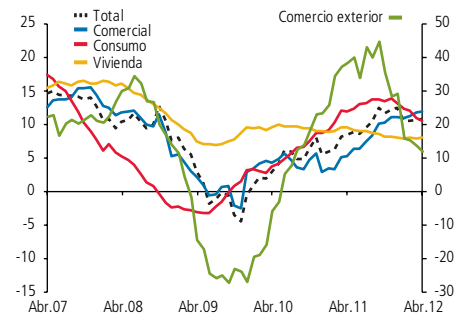
Estos cambios en la estructura de financiamiento, junto a menores niveles de actividad y políticas de liquidez más conservadoras adoptadas por la banca después del 2008, han fortalecido su posición de liquidez y de solvencia. En efecto, la razón de financiamiento volátil muestra una evolución positiva, como resultado de un aumento de los activos líquidos y de pasivos más estables (gráfico V.4).

Los márgenes de intermediación se incrementaron en los primeros meses de este año. Esto, debido a los mayores *spreads* de las colocaciones y, en menor medida, a los mayores registros de inflación. Por otra parte, los gastos en provisiones han tendido a reducirse en relación con años previos, cuando se efectuaron importantes cargos por cambios normativos y se observó un fortalecimiento de los modelos internos sumado a algunos eventos específicos no recurrentes.

<sup>1/</sup> Para más detalle de indicadores del sistema bancario, ver el Anexo Estadístico del Informe de Estabilidad Financiera ([www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)).

GRÁFICO V.1

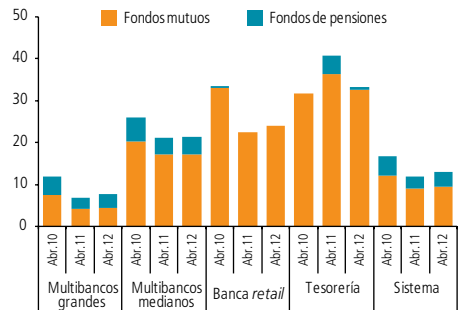
Colocaciones de la banca  
(variación real anual, porcentaje) (\*)



(\*) A excepción de comercio exterior cuya variación es en dólares.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

GRÁFICO V.2

Depósitos a plazo de inversionistas institucionales  
(porcentaje del total de pasivos) (\*)

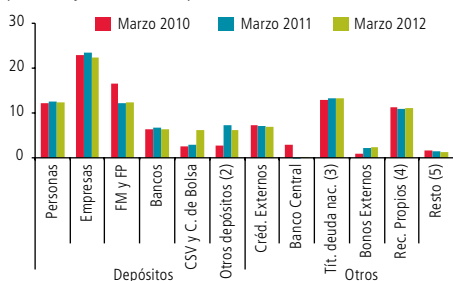


(\*) Total de pasivos netos de obligaciones contingentes y valor razonable de instrumentos derivados.

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

### GRÁFICO V.3

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



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

(2) Incluye sector público y sector externo.

(3) Incluye letras, bonos *senior* y subordinados.

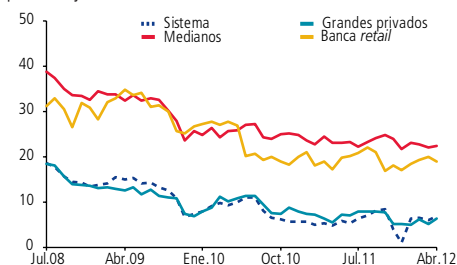
(4) Incluye capital básico, provisiones, valor razonable neto de instrumentos derivados y utilidades.

(5) Residuo en comparación a datos del balance.

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

### GRÁFICO V.4

Razón de financiamiento volátil (\*)  
(porcentaje)

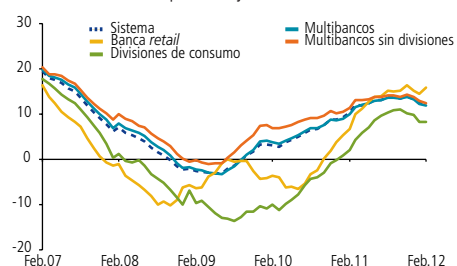


(\*) (Pasivos volátiles - activos líquidos) / (activos totales - activos líquidos). Se consideran pasivos volátiles a los depósitos institucionales (FM y FP), interbancario (directo y DPF) y los créditos externos.

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

### GRÁFICO V.5

Colocaciones de consumo  
(variación real anual, porcentaje)



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

Esta capacidad de generación de resultados de la banca, sumada a una mayor participación de activos líquidos y de bajo riesgo en los activos totales (18%), explican que el índice de adecuación de capital se mantuviera en torno a 14% de los activos ponderados por riesgo durante el último año, con un importante componente de capital primario.

## HECHOS DESTACADOS

*Esta sección analiza las tendencias más relevantes de los últimos años en el mercado de créditos de consumo, identificando cambios en la gestión comercial y de riesgos de la banca. Adicionalmente, se discuten los efectos de la modificación de la política de subsidios para la adquisición de viviendas.*

### CRÉDITOS DE CONSUMO

**Los créditos de consumo bancarios, aunque han tendido a desacelerarse recientemente, mantienen tasas de crecimiento por sobre el 10% anual...**

Este mercado mostró una recuperación significativa luego del 2008 —cuando presentaba tasas de crecimiento en torno a 3%— para alcanzar una expansión de aproximadamente 14% real anual a finales del 2011. Sin embargo, los créditos de consumo se desaceleraron a comienzos de este año, finalizando el primer cuatrimestre con un crecimiento de 11% real anual. Esta desaceleración es particularmente acentuada en las divisiones de consumo, las que redujeron su crecimiento a tasas inferiores a 9% real anual en febrero pasado. Por su parte, los créditos de consumo otorgados por multibancos sin divisiones —destinados a hogares de mayores ingresos— y por la banca *retail* mostraron un crecimiento algo más estable en el último año (gráfico V.5).

**...este crecimiento es impulsado principalmente por las tarjetas de crédito**

Al igual que en los últimos dos años, los créditos a través de tarjetas han crecido a tasas mayores que los demás productos de consumo (gráficos V.6 y V.7). Dado este dinamismo, las tarjetas han aumentado su participación en el total de créditos de consumo bancarios desde 14 a 16% entre febrero del 2010 y febrero del 2012<sup>2/</sup>. Si bien la participación de las tarjetas es mayor en los multibancos sin divisiones —segmento de los clientes de mayores ingresos— también se advierte algo similar en las divisiones de consumo (tabla V.1)<sup>3/</sup>. Tal como se destacó en el *Informe* anterior, este comportamiento es el resultado de una estrategia de los bancos de sustituir los créditos en cuotas por tarjetas, a través de ofertas de tasas reducidas en estas.

<sup>2/</sup> Las colocaciones de consumo en cuotas se mantienen como el producto principal de este segmento, con aproximadamente 75% de las colocaciones de consumo.

<sup>3/</sup> Actores de la industria señalan que el objetivo es buscar una mayor fidelización de sus clientes. Al adquirir compromisos de pago por un tiempo prolongado con una determinada tarjeta de crédito, tiende a aumentar su probabilidad de uso para efectuar pagos y compras en general, por sobre otros medios de la competencia.



**TABLA V.1**

Composición de las colocaciones de consumo por productos (porcentaje)

	Multibancos sin divisiones		Divisiones de consumo		Banca retail		Sistema	
	Feb.10	Feb.12	Feb.10	Feb.12	Feb.10	Feb.12	Feb.10	Feb.12
Cuotas	72,2	71,5	87,2	79,5	96,1	95,7	76,5	75,4
Tarjetas	15,6	18,2	12,4	14,3	2,7	1,9	14,0	16,3
Líneas de crédito	11,1	9,2	0,4	0,5	1,2	2,3	8,6	7,4
Participación en total de consumo	76,3	77,4	15,4	13,8	8,3	8,3	100,0	100,0
Total consumo sobre colocaciones totales	9,1	9,8	71,4	69,5	69,9	72,0	11,4	12,0

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

### Desde enero de este año, las tasas de interés de los créditos de consumo han subido en forma relevante...

Desde el último *Informe*, las tasas de interés de los créditos de consumo han subido. Esta alza ha sido heterogénea dependiendo del tamaño de los créditos y el tipo de producto. La tasa de las colocaciones hasta UF200 —segmento constituido principalmente por créditos de consumo— creció en más de 200 puntos base en los primeros cuatro meses de este año, alcanzando niveles cercanos a los del período 2008-2009<sup>4</sup>. En contraste, la tasa para la totalidad de los créditos de consumo presentó aumentos menores y se mantiene en niveles significativamente inferiores a los del período señalado (gráfico V.8)<sup>5</sup>. Por otra parte, y en línea con la estrategia de aumento del crédito a través de tarjetas, el incremento ha sido mayor en los créditos en cuotas y líneas de crédito. Esta heterogeneidad contrasta con lo ocurrido el 2008, donde el alza fue generalizada a todos los tramos y productos (gráfico V.9).

Estos aumentos en las tasas de créditos de consumo, sin embargo, no son posibles de explicar totalmente por los mayores costos materializados. En efecto, estimaciones internas muestran que solo una fracción del aumento observado en el primer cuatrimestre del 2012 obedecería a incrementos en las tasas de captación y en las provisiones por riesgo de crédito de la cartera.

### ...pudiendo esto responder, según la percepción de la banca, a mayores costos esperados por el aumento del riesgo crediticio y el entorno regulatorio

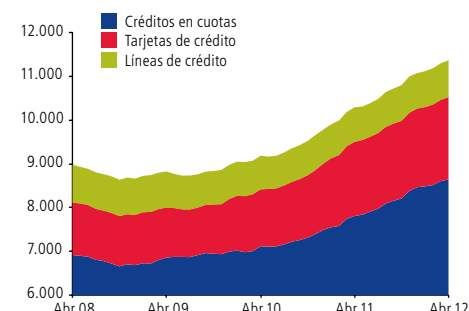
En la Encuesta de Crédito Bancario efectuada por el Banco Central en el primer trimestre de este año, algunos bancos reportaron condiciones más restrictivas para los créditos de consumo (gráfico V.10). Parte de los encuestados atribuye esta restricción a un aumento del riesgo de ciertos deudores, el cual estaría asociado a un escenario económico más adverso en los próximos meses. Asimismo, algunos bancos reportantes consideran que sus costos podrían verse afectados por el conjunto de iniciativas legislativas y regulatorias, implementadas y en discusión, relativas a la deuda de los hogares.

<sup>4</sup> Esta tasa es utilizada por la SBIF como referencia para la definición de la tasa máxima convencional (TMC) aplicable a créditos de consumo. No obstante, también puede incluir financiamiento destinado a fines diversos, como pequeños emprendimientos.

<sup>5</sup> Los créditos por montos mayores a UF200 incluyen créditos para fines productivos.

**GRÁFICO V.6**

Colocaciones de consumo por producto: nivel (miles de millones de pesos) (\*)

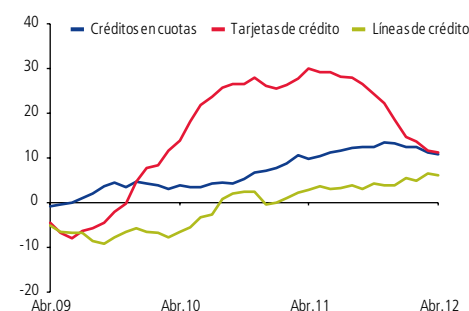


(\*) Pesos de abril del 2012.

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

**GRÁFICO V.7**

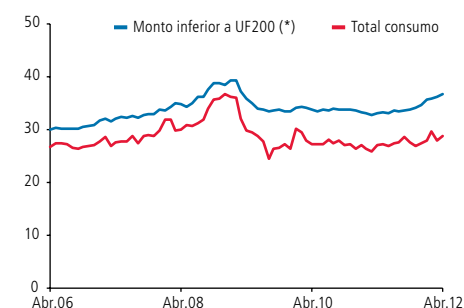
Colocaciones de consumo por producto: crecimiento (variación real anual, porcentaje)



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

**GRÁFICO V.8**

Tasas de interés nominales promedio del sistema bancario (porcentaje anual)

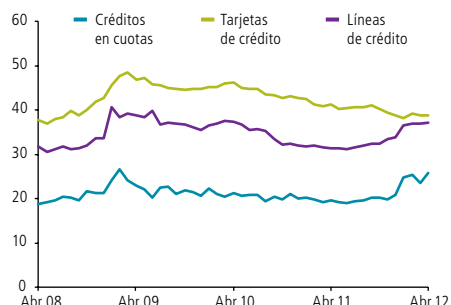


(\*) Operaciones a más de 90 días.

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

**GRÁFICO V.9**

*Spreads* de créditos de consumo por producto (\*)  
(porcentaje anual)

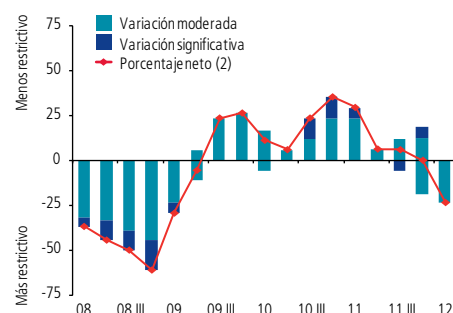


(\*) Tasa de colocación nominal promedio menos tasa de captación a 360 días, para operaciones hasta UF200.

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

**GRÁFICO V.10**

Cambio en la oferta de créditos de consumo (1)  
(porcentaje del total de respuestas)



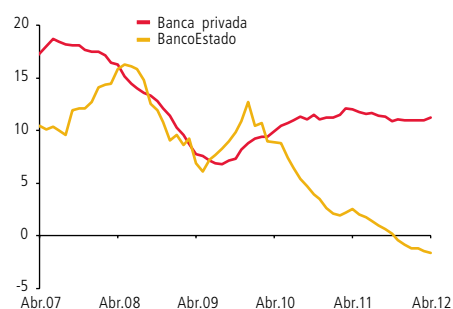
(1) Desde junio del 2010 se consideran aquellos bancos que mantienen colocaciones en el respectivo segmento.

(2) Diferencia entre el número de respuestas menos restrictivas y más restrictivas, como porcentaje del total de respuestas.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.11**

Colocaciones de vivienda  
(variación real anual, porcentaje)



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

**CRÉDITOS PARA LA VIVIENDA**

**En respuesta a la nueva política de subsidios, la participación del BancoEstado en el total de créditos para la vivienda se ha reducido significativamente, mostrando un comportamiento divergente con el resto de la banca**

El BancoEstado, tradicionalmente, representaba la mayor participación de mercado en créditos otorgados con subsidio habitacional y concentrados en montos de deuda inferiores a UF1.000. Sin embargo, como consecuencia del terremoto del 2010 y los cambios de políticas habitacionales del 2011, esta entidad ha reducido significativamente la oferta de este tipo de créditos, afectando el crecimiento total de su cartera de créditos hipotecarios. En efecto, mientras los créditos hipotecarios de la banca privada mantienen tasas de crecimiento de 11% real anual, BancoEstado muestra una continua desaceleración desde inicios del 2010 (gráfico V.11).

Durante el 2010, a causa del terremoto, los esfuerzos del Ministerio de Vivienda y Urbanismo (Minvu) se enfocaron en la reconstrucción, disminuyendo la entrega de subsidios para la adquisición de nuevas viviendas y, por lo tanto, el flujo de créditos atendidos por BancoEstado. En el 2011 entraron en vigencia las modificaciones a la política de subsidios habitacionales del Minvu, tendientes a ampliar la cobertura de beneficiarios y de oferentes de crédito<sup>6/</sup>. En el caso de los deudores de menores ingresos —definidos como vulnerables—, este nuevo modelo permitiría financiar viviendas a través de subsidios directos combinados con ahorros aportados por el beneficiario, sin agregar deuda. Por su parte, para los segmentos de mayores ingresos se mantuvo la utilización complementaria de endeudamiento, pero provisto por cualquier entidad autorizada para otorgar créditos hipotecarios, incorporándose, de esta forma, un mayor número de actores a este mercado, que hasta el 2011 permanecía concentrado en el BancoEstado.

**EVALUACIÓN DE FACTORES DE RIESGO**

*Los principales factores de riesgo para la banca son el deterioro de las condiciones de financiamiento externo y la desaceleración de la actividad económica que podrían materializarse en el escenario de riesgo externo descrito en el capítulo I. Por otra parte, desde el último Informe, hay un aumento en el riesgo asociado a créditos de consumo por el aumento en la fracción de créditos canalizados a través de tarjetas.*

**La gestión de riesgo de los créditos de consumo podría verse afectada negativamente como consecuencia de la estrategia de crecimiento focalizada en tarjetas de crédito**

La proliferación de créditos de consumo en cuotas a través de tarjetas de crédito podría implicar un aumento en los créditos rotativos (*revolving*) y una

<sup>6/</sup> Los subsidios asociados a financiamiento están orientados a viviendas entre UF600 y UF2.000, con un monto que varía entre UF100 y UF500, dependiendo del valor de las viviendas. A mayor grado de vulnerabilidad de la familia, mayor es el beneficio, y se divide en: Subsidio para Sectores Emergentes —que permite adquirir viviendas de entre UF600 y UF1.000— y Subsidio para Sectores Medios —para comprar viviendas de entre UF1.000 y UF2.000.

subestimación del riesgo de crédito de los deudores. Este efecto podría darse en la medida en que las cuotas impagas de créditos a través de tarjetas sean tratadas como un nuevo crédito rotativo y la obligación de pago mensual del cliente corresponda solamente a la denominada cuota mínima. En este caso, el cliente no registrará morosidad —cuotas impagas— a diferencia de lo que ocurriría en el caso de un crédito tradicional, y aumentará su exposición a créditos rotativos con tasas flotantes a un valor significativamente superior a la tasa fija definida en el crédito en cuotas original.

Esta posible subestimación del riesgo de crédito se evidenciaría en el hecho de que el stock de provisiones asociado a tarjetas no ha aumentado, y se mantiene en niveles inferiores al stock de provisiones de los créditos tradicionales en cuotas (gráfico V.12). Esto, a pesar del incremento de castigos proporcionalmente mayor para las tarjetas de crédito que para los restantes productos de consumo (gráfico V.13).

### Ante un deterioro del entorno financiero global podría dificultarse el acceso de la banca al financiamiento externo

El acceso al financiamiento externo sigue siendo un riesgo relevante para la banca local, debido a las dificultades del sistema financiero de la Eurozona y su impacto en los mercados financieros globales. En este contexto, se observa una diversificación de fuentes de financiamiento con el exterior y una acumulación de activos líquidos en moneda extranjera, como estrategias para enfrentar la persistencia de un escenario externo riesgoso.

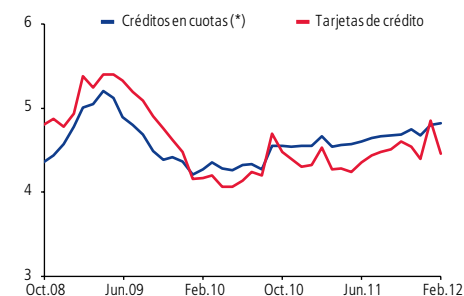
Los bancos internacionalmente activos han continuado diversificando sus modalidades de financiamiento con el exterior, incorporando colocaciones de deuda en mercados financieros de países emergentes, inscripciones de certificados de depósito en EE.UU., y negociaciones de nuevos créditos sindicados. En particular, durante el primer trimestre de este año, la banca local colocó bonos en el exterior por US\$1.000 millones.

Respecto de los créditos con bancos del exterior, durante el primer trimestre de este año, los montos utilizados de las líneas de crédito han tendido a reducirse, lo que es coherente con la desaceleración de los créditos otorgados por la banca local destinados al financiamiento de operaciones de comercio exterior. Los *spreads* de las obligaciones con bancos del exterior se han mantenido estables en los primeros meses del año (capítulo II).

La dependencia de financiamiento desde bancos establecidos en Europa periférica ha continuado reduciéndose, especialmente para los bancos locales de propiedad extranjera. A marzo de este año, alcanzó a 1,4% del stock de la deuda externa de la banca, lo que se compara con 15 y 2,8% a marzo del 2010 y del 2011, respectivamente (gráfico V.14). Este cambio ha modificado la concentración del conjunto de acreedores. En efecto, los cinco principales bancos acreedores, representaban a marzo de este año, un 49% del total de financiamiento con bancos del exterior, porcentaje similar a marzo del 2010, pero que implica una mayor concentración respecto a marzo del 2011 (40%).

GRÁFICO V.12

Índice de provisiones de consumo por producto (porcentaje del respectivo segmento)

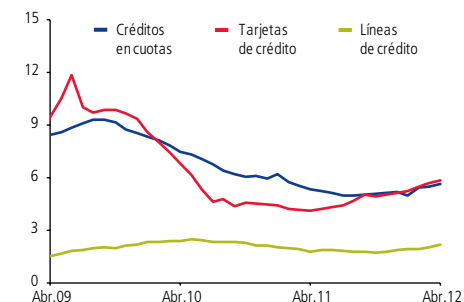


(\*) Excluye renegociaciones de créditos en cuotas.

Fuente: SBIF.

GRÁFICO V.13

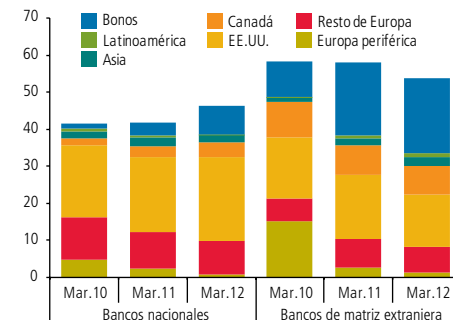
Índice de castigos de consumo por producto (porcentaje del respectivo segmento)



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

GRÁFICO V.14

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

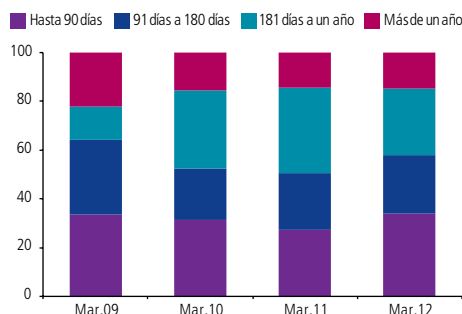


(\*) Según país de residencia de la matriz del banco acreedor.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO V.15**

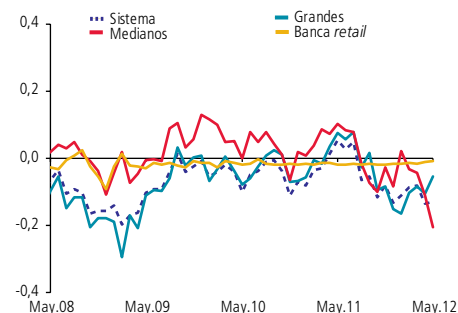
Vencimiento de los créditos con bancos del exterior (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile

**GRÁFICO V.16**

Descalce a 7 días en moneda extranjera (\*) (pasivos menos activos, veces el capital básico)



(\*) Se considera base ajustada para aquellos bancos autorizados por la SBIF.

Fuente: Banco Central de Chile.

Una evolución desfavorable es el aumento de la fracción de vencimientos de la deuda externa en las bandas temporales de menor plazo —menores a 180 días— (gráfico V.15). Esto es consecuencia de la disminución de la madurez promedio de los créditos contratados con bancos del exterior. No obstante, la situación de liquidez de corto plazo en moneda extranjera se mantiene estable, según se aprecia en la brecha de vencimientos hasta 7 días del sistema (gráfico V.16).

**Aunque cabe considerar el riesgo de que la situación financiera de las matrices impacte el comportamiento de filiales bancarias establecidas en Chile, es importante señalar que este riesgo se ve mitigado por la baja dependencia que ellas tienen del financiamiento proveniente de la matriz y la baja exposición vía activos**

Los bancos de propiedad extranjera representan un 40% de los activos totales del sistema. La dependencia de estos bancos de propiedad extranjera con acreedores de la Eurozona es menor que la del conjunto de bancos de capitales chilenos. Por otra parte, más del 50% de sus pasivos están financiados con depósitos, especialmente de origen minorista, y el financiamiento externo representa menos de 15%, correspondiendo a una alta proporción de bonos. Con todo, en cuanto a su estructura de pasivos y activos, estos bancos no difieren de bancos de propiedad chilena de tamaños similares (tabla V.2).

**TABLA V.2**

Estructura de activos y pasivos de la banca a marzo del 2012 (porcentaje del total de activos)

	Bancos locales	Bancos de la Eurozona	Bancos de matriz extranjera no europea
<b>Activos</b>			
Colocaciones comerciales	44,3	38,1	37,2
Colocaciones consumo	8,4	10,5	7,1
Colocaciones vivienda	16,6	19,5	18,4
Comercio exterior	5,6	5,5	8,2
<b>Pasivos</b>			
Deuda externa			
Bonos	1,0	5,5	0,0
Obligaciones con el exterior	5,2	7,6	8,6
Depósitos a plazo	45,0	38,8	43,7
Depósitos vista	18,1	15,3	11,2
Títulos de deuda local	12,4	10,8	14,3

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

Por su parte, existen importantes atenuantes a eventuales impactos de la situación de capital o liquidez de la matriz sobre las filiales locales. Estos se relacionan principalmente con la baja dependencia de las filiales bancarias establecidas en Chile respecto de sus matrices controladoras, en especial en cuanto a financiamiento. En efecto, el financiamiento directo de las filiales en el país con sus matrices y bancos relacionados representa una fracción menor de sus pasivos totales (1%), y la exposición directa con activos correspondientes a contrapartes relacionadas es también reducida<sup>7/</sup>.

<sup>7/</sup> La participación de las inversiones en el exterior sobre activos totales no difiere sustancialmente entre los bancos nacionales y los de propiedad extranjera. En ambos casos, se sitúa por debajo de 5% —salvo para bancos de nicho, dedicados al comercio exterior— y corresponde, principalmente, a depósitos en bancos correspondientes 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.

Por último, cabe consignar que la legislación bancaria chilena requiere que la filial haya constituido íntegramente su capital en el país para operar como entidad en el mercado local, y debe cumplir plenamente con los requisitos de solvencia, provisiones, riesgo de mercado y liquidez contenidos en la normativa chilena. A esto, se suman atribuciones supervisoras, que persiguen asegurar que la administración de liquidez y solvencia de estos bancos estén bien sustentada, con independencia de las relaciones de propiedad que mantienen con su matriz.

No obstante lo anterior, algunas decisiones de las matrices controladoras lógicamente involucran a sus inversiones en Chile. Como parte del proceso de fortalecimiento de su base patrimonial, el banco Santander España materializó ventas de una parte de sus participaciones en las filiales establecidas en Latinoamérica. En la medida de que haya una demanda por dichos activos, estas ventas no generan repercusiones en el sistema financiero local. Tal es el caso de la venta del 7,8% de su filial en Chile, la cual se materializó sin afectar los precios de sus principales activos financieros. Además, el banco Santander España vendió el 4,4% de su participación en Brasil, el 100% en Colombia y anunció una próxima venta del 25% en México. Por su parte, el grupo BBVA anunció una eventual venta de sus negocios previsionales en Latinoamérica (Chile, Colombia, México y Perú).

Finalmente, los recientes *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 filiales de bancos españoles establecidos en Chile.

### Un escenario externo de mayor riesgo podría tener un impacto negativo sobre las utilidades de la banca

Una menor actividad crediticia, sumada a un aumento del riesgo de crédito y mayores costos de financiamiento interno, podrían reducir la rentabilidad del sistema y erosionar su base de capital. Este riesgo es particularmente relevante en aquellas instituciones menos diversificadas, y orientadas a segmentos donde el comportamiento de pago y el volumen de las operaciones son más procíclicos, como los créditos de consumo.

No obstante, como muestran los ejercicios de tensión, la banca ha constituido bases de capital que le deberían permitir hacer frente a un deterioro de sus retornos y mantener sus niveles de solvencia por sobre los mínimos regulatorios.

**TABLA V.3**

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

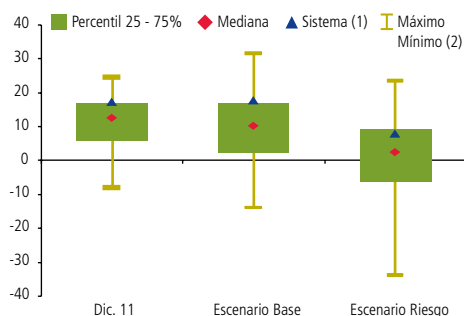
Escenario de riesgo	
ROE inicial	17,4
Riesgo de mercado	-2,6
Valoración	-1,2
Repricing	-1,5
Moneda	0,0
Riesgo de crédito	-14,2
Consumo	-7,4
Comercial	-5,3
Vivienda	-1,4
Margen	7,5
ROE final	8,1

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

<sup>8/</sup> Este análisis se basa en la metodología descrita en Jara et al. (2007) y en Alfaro y Sagner (2011). Tanto el análisis como sus resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

**GRÁFICO V.17**

Rentabilidad del capital proyectada en distintos escenarios (porcentaje)

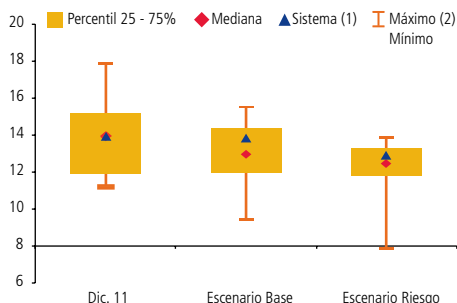


(1) Cifras ponderadas por el capital básico de cada institución.  
(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

**GRÁFICO V.18**

Índice de adecuación de capital proyectado en 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.

## PRUEBAS DE TENSIÓN<sup>9/</sup>

Los ejercicios realizados con información de balances a diciembre del 2011 muestran que el sistema bancario mantiene su capacidad para absorber la materialización de un escenario de riesgo severo.

El escenario base considera un nivel de actividad y tasas de interés coherentes con las proyecciones presentadas en el IPoM de junio de este año. En efecto, la tasa de crecimiento económico considerada para el 2012 es 4,7%, y las tasas de interés en UF para colocaciones a entre 1 y 3 años y para créditos hipotecarios a más de 20 años, proyectadas a diciembre del 2012, son de 5,0 y 4,6%, respectivamente.

El escenario de riesgo considera una desaceleración significativa hacia finales del presente año. Este escenario supone tasas de crecimiento transitoriamente negativas en el 2012, para luego converger a una tasa de 2,4%. Esta configuración replica el impacto de episodios relevantes de volatilidad financiera ocurridos en las últimas décadas, los cuales se caracterizaron por una desaceleración breve, pero significativa, y una moderación del crecimiento en el mediano plazo. Adicionalmente, este escenario asume aumentos de la tasa de interés (en pesos, UF y US\$) de 300 puntos base en el corto plazo y de 100 puntos base en el largo plazo, junto con una depreciación cambiaria de 20%.

Los ejercicios realizados muestran que, bajo el escenario de riesgo, existen pérdidas para el sistema equivalentes a una reducción de la rentabilidad del capital (ROE) de 9 puntos porcentuales del capital básico (tabla V.3). En términos de los resultados a nivel de instituciones, se observa que los bancos que representan un 15,2% del capital básico del sistema muestran resultados negativos en el escenario de riesgo. No obstante, el índice de adecuación de capital (IAC) de la mayoría de los bancos se mantiene por sobre 11% (gráficos V.17 y V.18)<sup>9/</sup>.

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.

<sup>9/</sup> Estos resultados consideran una tasa promedio de reinversión de utilidades de 30%.

## VI. REGULACIÓN E INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

Durante este semestre continuaron aumentando los montos liquidados en los sistemas de pagos de alto valor, así como la utilización de medios electrónicos de pagos minoristas. En materia regulatoria, destaca la introducción de varios cambios normativos y la realización de consultas públicas sobre futuros cambios normativos en distintas áreas.

### SISTEMAS DE PAGOS E INFRAESTRUCTURA FINANCIERA

#### 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 realiza una única 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 términos agregados, los montos procesados a través de Combanc exhibieron un mayor crecimiento relativo a LBTR...**

Durante el primer trimestre del 2012, los pagos procesados a través de Combanc aumentaron 17% anual y los montos totales liquidados bajo LBTR crecieron 9% anual. Sin embargo, la participación relativa del sistema LBTR en los SPAV no se modificó significativamente —73% al primer trimestre del 2012—, alcanzando un promedio diario de pagos liquidados en LBTR cercano a \$8,5 billones, mientras los saldos diarios compensados por Combanc sobrepasaron los \$3 billones en promedio (tabla VI.1).

El aumento en LBTR se explica por el dinamismo de las operaciones interbancarias propias y por cuenta de clientes (36% anual), y de las transacciones de valores no procesadas por la Cámara de Compensación y Liquidación de Valores (CCLV) (41% anual). En contraste, los montos procesados en CCLV, luego de un crecimiento significativo en las transacciones efectuadas en los mercados bursátiles entre los meses de agosto y octubre, han vuelto a niveles similares a los del primer semestre del 2011 (gráfico VI.1).

**...en particular, en las transacciones de valores a través de Combanc**

Al primer trimestre del 2012, se registró un aumento significativo de los pagos originados en transacciones en los mercados OTC (gráfico VI.2). Este aumento

**TABLA VI.1**

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

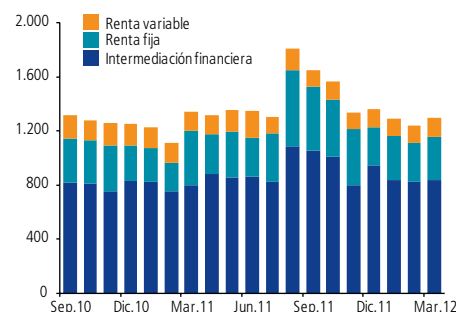
	2011				2012
	I	II	III	IV	I
<b>Pagos liquidados en LBTR</b>	<b>7.725</b>	<b>8.691</b>	<b>7.719</b>	<b>8.344</b>	<b>8.456</b>
Interbancarios	2.647	3.143	3.049	3.393	3.141
Propio	891	1.006	1.120	1.315	1.239
Por cuenta de clientes	1.020	1.303	1.001	1.164	1.355
Mercado de Valores CCLV	348	386	428	404	357
Mercado de Valores No CCLV	389	449	500	510	547
Cámaras de compensación (neto)	597	608	581	601	560
Cheques	110	127	114	123	120
Cajeros Automáticos	20	22	21	22	22
Combanc	467	458	447	456	418
Banco Central de Chile	4.480	4.940	4.090	4.351	4.755
<b>Pagos procesados en Combanc</b>	<b>2.676</b>	<b>3.031</b>	<b>3.204</b>	<b>3.354</b>	<b>3.131</b>
Propio	750	821	867	926	804
Por cuenta de clientes	1.433	1.610	1.650	1.744	1.564
Mercado de Valores No CCLV	493	601	688	684	763

(\*) Promedios diarios para cada trimestre.

Fuentes: Banco Central de Chile, Combanc y SVS.

**GRÁFICO VI.1**

Montos procesados en CCLV por tipo de instrumento (\*)  
(miles de millones de pesos)



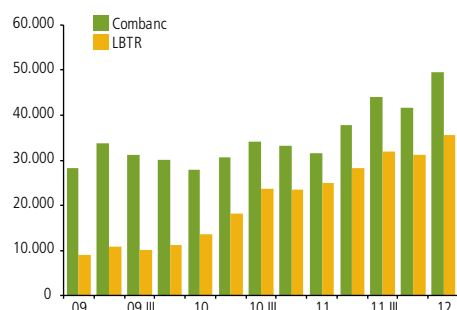
(\*) Promedios diarios.

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



**GRÁFICO VI.2**

Sistemas de liquidación de las transacciones provenientes del mercado de valores (\*)  
(miles de millones de pesos)

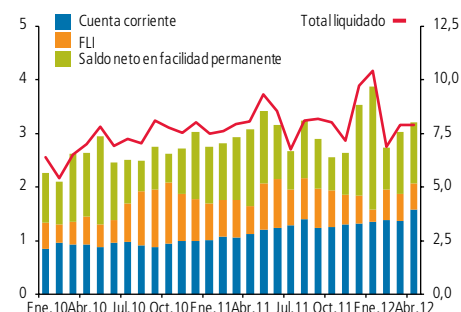


(\*) Totales trimestrales.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO VI.3**

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



(\*) Promedio diario mensual.

Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA VI.2**

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

	2009	2010	2011
Cheques	336.650	320.174	326.563
Cajeros automáticos	13.729	17.212	20.325
Tarjetas de crédito no bancarias	4.636	5.438	5.048
Tarjetas de crédito bancarias	3.713	4.598	5.970
Tarjetas de débito	2.580	3.460	4.763

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

fue proporcionalmente mayor en los pagos procesados a través de Combanc (57%) que en los procesados a través de LBTR (43%). Estas transacciones se liquidaron en su mayoría a través de Combanc debido a las ventajas que para ello tiene este sistema por sobre el LBTR. Entre estas se incluyen el servicio de coordinación del mecanismo de entrega contra pago, lo que disminuye de forma considerable el riesgo de crédito involucrado en este tipo de transacciones, así como el hecho de que Combanc impone menores requerimientos de liquidez al ser un sistema de liquidación neta.

### Finalizando el 2011, las entidades bancarias aumentaron la utilización de las facilidades de liquidez y depósito provistas por el Banco Central

En diciembre del 2011 y enero del 2012 se registró un crecimiento en el monto de la facilidad permanente de liquidez (FPL), coincidente con un considerable aumento en la facilidad permanente de depósito (FPD) y, simultáneamente, la facilidad de liquidez intradía (FLI) alcanzó uno de sus niveles más bajos dentro del período analizado (gráfico VI.3). Todo lo anterior, hace presumir que esta mayor utilización de FPL provista por el Banco Central no se debió a una reducción de otras fuentes de financiamiento de corto plazo, sino más bien a una decisión precautoria por parte de los bancos.

### SISTEMAS DE PAGOS DE BAJO VALOR

#### El uso del cheque como medio de pago sigue disminuyendo...

Durante el 2011, el número de operaciones asociadas a cheques como medio de pago se redujo, siendo sustituidos por otros medios como tarjetas de crédito y débito (tabla VI.2 y gráfico VI.4). No obstante, en términos de montos, los cheques aumentaron levemente durante el 2011 (2% anual). En el caso de las tarjetas de crédito bancarias, se observaron tasas de crecimiento de 30 y 21% durante el 2011, en montos y número de operaciones, respectivamente. En las tarjetas de débito las tasas de crecimiento son aun mayores, con crecimientos en montos y número de operaciones de 38 y 34% anual, respectivamente.

Esta tendencia decreciente en el uso de cheques es un proceso que ya dura varios años. En términos del número de operaciones, se observa un decaimiento prácticamente ininterrumpido desde 1998, pasando de más de 324 millones de operaciones a casi 200 millones de operaciones en el 2011. Por su parte, el monto de las transacciones vía cheque fue de \$326 billones el 2011, equivalente a menos del 60% del *peak* de \$568 billones de pesos alcanzado el 2002 (gráfico VI.5).

#### ...similar a la tendencia de modernización que se ha observado en economías desarrolladas durante la última década

El uso de cheques también ha decaído a nivel internacional, especialmente a medida que las economías y sus sistemas financieros se desarrollan. Esta tendencia ha sido acompañada por el crecimiento de sistemas de pago electrónico, tal como se destacó en *Informes* anteriores. En paralelo a este retroceso en el uso de cheques, la tecnología asociada a la confirmación de estos pagos ha avanzado durante la última década hacia el procesamiento electrónico de imágenes, lo que permite pagos más seguros y eficientes. Por ejemplo, en



EE.UU. el reconocimiento electrónico de imágenes en el procesamiento de cheques se encuentra en funcionamiento desde el 2004<sup>1/</sup>.

En este contexto, la nueva normativa sobre liberación temprana de fondos de cheques, mediante una iniciativa impulsada por la industria, permitirá a Chile avanzar hacia una convergencia con estándares internacionales (sección siguiente). Lo anterior, por cuanto en forma complementaria a dicho desarrollo normativo, la industria bancaria en su conjunto se ha comprometido a implementar el reconocimiento electrónico descrito a partir de enero del 2014.

## REGULACIÓN FINANCIERA

### NORMATIVA DICTADA EN EL PAÍS

*El Banco Central y la SBIF someten a consulta pública la modificación de la Normativa sobre Cámara de Compensación de Cheques y otra normativa en moneda nacional*

La Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF) solicitó a la SBIF y al Banco Central modificar las normas relacionadas con la cámara de compensación de cheques. Esto, para implementar un proyecto que permite que los fondos de los cheques depositados estén disponibles para sus clientes a las 9:00 horas del día siguiente del depósito, en vez de las 13:30 horas, con excepción de aquellos que requieran algún tipo de aclaración o consulta. Esta iniciativa es beneficiosa para todas las personas o entidades que reciben pagos en cheques, y en particular para aquellas en las que la administración de liquidez es una variable importante de su negocio. Desde una perspectiva de estabilidad financiera, es importante que la obligación del banco del emisor del cheque con el banco del receptor del mismo esté establecida con anterioridad al pago de los fondos al cliente. En caso contrario, podría ocurrir que la robustez financiera del banco receptor, y eventualmente del sistema financiero, se debilitara al pagar al cliente fondos que son desconocidos por el banco emisor.

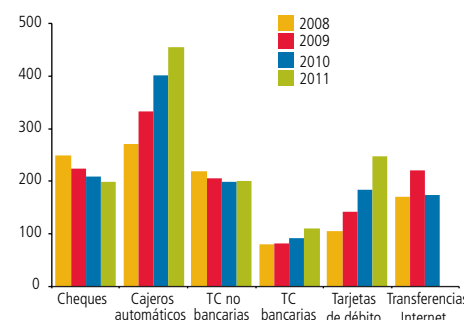
### NORMAS RELACIONADAS CON EL SECTOR HIPOTECARIO

Desde el último *Informe*, se realizaron diversos ajustes normativos que inciden en el sector hipotecario. La SVS y la SBIF emitieron normas relacionadas con la licitación de seguros asociados a créditos hipotecarios. Además, en el marco de la agenda de impulso competitivo, estos organismos realizaron ajustes normativos para facilitar la movilidad de las garantías hipotecarias. De manera adicional, el Banco Central y la SBIF sometieron a consulta pública un nuevo marco normativo para que las empresas bancarias puedan emitir bonos hipotecarios.

Respecto de la contratación individual y colectiva de seguros asociados a créditos hipotecarios, la norma N°3.530 de la SBIF y la norma N°330 de la SVS establecen condiciones mínimas que deberán contemplar las bases de licitación de estos e información que se deberá entregar a los deudores asegurados. Estas normas

GRÁFICO VI.4

Medios de pago minoristas (\*)  
(millones de operaciones)

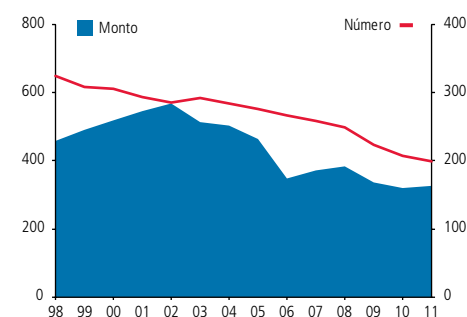


(\*) Incluye transacciones de personas y empresas.

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

GRÁFICO VI.5

Operaciones de pago vía cheque  
(billones de pesos, millones de operaciones)



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

<sup>1/</sup> La Ley Check 21 Act entró en vigencia en octubre del 2004 y es de alcance federal. Para más detalles sobre esta ley, véase [www.fdic.gov/consumers/consumers/alerts/check21.html](http://www.fdic.gov/consumers/consumers/alerts/check21.html)



buscan implementar la reciente modificación introducida a la Ley de Seguros, con el fin de lograr mayor competencia y reducir los costos de intermediación a través de la licitación pública de los seguros asociados a créditos hipotecarios.

Por otra parte, con el objetivo de facilitar el refinanciamiento de créditos hipotecarios, se realizaron modificaciones a normas de la SBIF y de la SVS. Estas apuntan a facilitar la movilidad de las garantías hipotecarias y establecen, entre otros aspectos, plazos que se deben cumplir durante el proceso de refinanciamiento, y limitaciones a las observaciones que pueden hacerse respecto a cartas de resguardo.

Por último, los bonos hipotecarios son un nuevo instrumento que los bancos podrán emitir para otorgar créditos hipotecarios. La particularidad de este instrumento es 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. Las normas que regirán a estos instrumentos, y a los créditos que se financien con los recursos obtenidos por los mismos, fueron puestas en consulta pública de manera conjunta por el Banco Central y la SBIF.

#### **COBRO DE COMISIONES EN CUENTAS VISTA ([WWW.SBIF.CL](http://WWW.SBIF.CL))**

Con el fin de facilitar el acceso de las personas a los servicios financieros y aumentar la competencia entre los oferentes de los mismos, la SBIF emitió una circular (N°3.352 para bancos y 148 para cooperativas) que regula las condiciones en las que bancos y cooperativas de ahorro y crédito supervisadas por la SBIF pueden ofrecer cuentas a la vista. En particular, se autoriza el cobro por transacción, pero estableciendo un límite máximo anual para la suma de estos cobros. Una vez alcanzado ese límite, las transacciones sucesivas serán libres de pago. Con anterioridad, estas cuentas solo podían estar sujetas a una comisión de administración anual, lo que dificultaba la tarificación de cuentas con pocos movimientos y saldos bajos.

#### **CRÉDITOS OTORGADOS POR LAS CAJAS DE COMPENSACIÓN ([WWW.SUSESO.CL](http://WWW.SUSESO.CL))**

La Superintendencia de Seguridad Social emitió la Circular N°2.824 con el fin de reducir el endeudamiento de los pensionados que acceden a créditos a través de las Cajas de Compensación de Asignación Familiar (CCAF). Entre otras modificaciones, se establecen límites al endeudamiento, a la carga financiera, y a los descuentos, a la vez que se establecen requisitos para que las CCAF proporcionen educación financiera a través de sus páginas.

#### **ADQUISICIÓN Y ENAJENACIÓN DE INSTRUMENTOS PARA LOS FONDOS DE PENSIONES ([WWW.SPENSIONES.CL](http://WWW.SPENSIONES.CL))**

A través de la Circular N°39, la SP modificó su Compendio de Normas del Sistema de Pensiones en lo que se refiere a la adquisición y enajenación para los fondos de pensiones. Aun cuando esa norma establece una serie de resguardos para los fondos de pensiones, en la práctica impide que las transacciones de valores en el mercado local por parte de los fondos de pensiones puedan ser compensadas a

través de CCLV, lo que inhibe un mayor desarrollo de esta infraestructura. Como se ha discutido en *Informes* anteriores, este tipo de infraestructuras contempla una serie de resguardos que contribuyen a la estabilidad financiera.

#### **INSTRUCCIONES PARA ENTIDADES FINANCIERAS Y NO FINANCIERAS QUE OPEREN CON PERSONAS POLÍTICAMENTE EXPUESTAS (WWW.UAF.CL)**

Siguiendo recomendaciones del GAFISUD, la Unidad de Análisis Financiero (UAF), en conjunto con la SVS, la SBIF y la SP elaboró un listado de personas expuestas políticamente (PEP). Además, estos organismos emitieron de manera simultánea circulares (N°48 de a UAF, N°3.534 de la SBIF, N°2.070 de la SVS y Oficio N°8.869 de la SP) con procedimientos que sus supervisados deben cumplir cuando realicen operaciones con una PEP. Entre ellos, se incluyen procesos más exhaustivos de debida diligencia y conocimiento del cliente. Se define a las PEP como “los chilenos o extranjeros que desempeñen o hayan desempeñado funciones públicas destacadas en un país, hasta a lo menos un año finalizado el ejercicio de las mismas” y se incluye una lista no exhaustiva de altos cargos públicos.

#### **NORMATIVA INTERNACIONAL DESTACADA**

En el 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 ha sido recogido por las iniciativas globales del *BIS* y por las reformas en EE.UU. y la UE.

Las reformas introducidas por el Comité de Basilea en el 2009 al tratamiento del riesgo de mercado en el libro de *trading* (“Basilea 2,5”) se traducen, particularmente, en mayores requerimientos de capital para derivados de crédito asociados a securitizaciones y resecritizaciones. Adicionalmente, en el marco del acuerdo de Basilea III se otorgan fuertes incentivos a la liquidación vía contraparte central de derivados *OTC* mediante un cargo de capital reducido para dichas operaciones versus aquellas que se mantienen en el ámbito bilateral. Paralelamente, el Comité ha elevado los estándares para la infraestructura de sistemas de pago, incluyendo entidades de contraparte central y repositorios de transacciones. En estos nuevos estándares se mantiene la preocupación central por la seguridad y eficiencia, haciendo énfasis en el gobierno corporativo, la administración de riesgo y la competencia, entre otros aspectos.

En el Título VII de la *Ley Dodd-Frank* se establece el marco regulatorio para derivados *OTC*, en línea con los objetivos del G20. La normativa específica, que debía implementarse antes de julio del 2011, está a cargo de las agencias *SEC* (*Securities and Exchange Commission*) y *CFTC* (*Commodity Futures Trading Commission*). A mayo del 2012, se ha finalizado casi el 50% de la normativa relacionada con este título<sup>2/</sup>. Destaca especialmente el avance de la *CFTC* que,

<sup>2/</sup> Davis Polk (2012).



entre otras, ha finalizado dos piezas de normativa cruciales. Primero, la que requiere el reporte detallado de las operaciones a repositorios de transacciones. Segundo, aquella que define un *swap dealer* y un *major swap participant*, entidades que estarán sujetas a requerimientos especiales de capital y márgenes en correspondencia a su actividad en derivados OTC.

En la UE, el compromiso del G20 se implementó a través de la *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*, que exige la liquidación centralizada, reporte a repositorios y mayores requerimientos a los contratos liquidados bilateralmente. La *EMIR* fue aprobada por el Parlamento Europeo en marzo del 2012. Similar a lo sucedido con la *Ley Dodd-Frank*, la *EMIR* delega la normativa a la Comisión Europea. En particular, la *ESMA (European Securities and Markets Authority)* debe definir los tipos de derivados que serán liquidados en forma centralizada, los requerimientos de capital para los contratos que se mantengan en el ámbito bilateral, el tratamiento para las operaciones intra-grupo y las exenciones para entidades no financieras. La normativa específica debe estar finalizada el 30 de septiembre de 2012, para entrar en vigencia hacia finales de año.

#### 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, infraestructura, transparencia, administración de riesgos y gobernabilidad (tabla VI.3).

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

Documento	Título	Organismo	Capital / Liquidez	Infraestructura/ Transparencia	SIFI	Resolución	Regulación Macropru- dencial	Adm. Riesgo/ Governance
1/	Thematic Review on Deposit Insurance Systems- Peer Review Report	FSB				x		x
2/	Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues	FSB	x	x				
3/	FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices	FSB					x	x
4/	Instruments of macroprudential policy	BoE	x	x			x	x
5/	A new approach to financial regulation: securing stability, protecting consumers	HM treasury (UK)	x	x		x	x	x
6/	Core principles for effective banking supervision - consultative document	BIS	x	x		x		x
7/	Definition of capital disclosure requirements - consultative document	BIS	x	x				
8/	Principles for the supervision of financial conglomerates - consultative document	BIS	x		x			x
11/	The internal audit function in banks - consultative document	BIS						x
12/	Report on intra-group support measures	BIS			x			x
13/	Peer review of supervisory authorities' implementation of stress testing principles	BIS		x				x
14/	Principles for financial market infrastructures	BIS		x				x
15/	Fundamental review of the trading book - consultative document	BIS	x					x

Fuente: Sitios Web de cada institución.

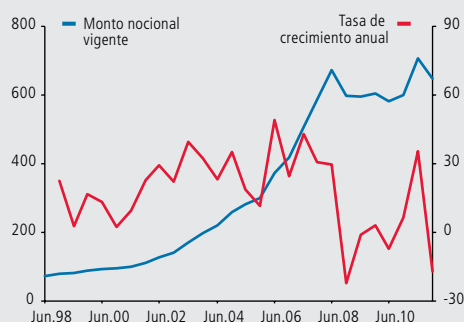
## RECUADRO VI.1

### INFRAESTRUCTURA DE DERIVADOS OTC EN CHILE

Previo a la crisis *subprime*, el uso de instrumentos derivados negociados directamente entre las partes, conocidos como *Over the Counter (OTC)* registraba altas tasas de crecimiento a nivel internacional y también en Chile (gráfico VI.6)<sup>3/</sup>. En este contexto, los participantes de estos mercados aumentaron su exposición al riesgo de manera significativa, convirtiendo a este tipo de instrumentos, en especial los *Credit Default Swaps (CDS)* en amplificadores de la crisis financiera (BIS, 2008). Si bien los problemas de opacidad de los mercados *OTC*, así como los riesgos que estos instrumentos pueden suponer para la estabilidad financiera —riesgo de contraparte, legal y operacional, entre otros— eran conocidos, se materializaron con particular severidad durante la crisis financiera. En el 2008, el casi colapso de *Bear Sterns*, la caída de *Lehman Brothers* y el rescate de *AIG* tuvieron impactos relevantes en los mercados de derivados *OTC*, en especial de *CDS*.

GRÁFICO VI.6

Mercado de derivados *OTC*  
(miles de millones de dólares, porcentaje)



Fuente: BIS (2012a).

#### Rol de las Entidades de Contraparte Central durante la crisis

La magnitud de los efectos señalados fue diferente según la infraestructura financiera de cada mercado, siendo determinante la existencia o no de entidades de contraparte central (CCP, por

su sigla en inglés). Estas entidades actúan como comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador, asumiendo la responsabilidad de pago de cada transacción y disminuyendo la interconexión bilateral directa entre las instituciones financieras involucradas. En comparación con los esquemas de compensación bilateral, la presencia de una CCP que opere con altos estándares de gestión de riesgos limita los riesgos de contagio, reduce los requerimientos de liquidez, mejora la eficiencia operativa y puede aumentar la disponibilidad de información (Cecchetti et al., 2009).

El caso de *Lehman Brothers* ejemplifica la contribución de la infraestructura financiera, en particular la existencia de contrapartes centrales (CCP), para la mitigación de los efectos sistémicos de la caída de un participante importante del mercado. En el mercado de *CDS* no existía información precisa sobre los volúmenes de las transacciones en las que *Lehman Brothers* era una de las partes. Como consecuencia de esta falta de información, y procedimientos engorrosos de liquidación, todavía no hay claridad sobre la magnitud exacta de las pérdidas totales tras la caída de *Lehman Brothers*. Por el contrario, en los mercados de *repos* y de *forwards* en moneda extranjera, donde *Lehman Brothers* también era un actor relevante, la existencia de CCP permitió transferir y liquidar las posiciones prácticamente sin pérdidas (CCP12, 2009).

#### Respuesta regulatoria internacional

Luego de la crisis, la respuesta regulatoria a nivel internacional, liderada por el G20 y el FSB, contempla principalmente avanzar hacia el desarrollo de una mayor organización en las transacciones de derivados. Esto incluye aumentar la información disponible para agentes y supervisores, a través del establecimiento de repositorios de información sobre transacciones, así como el procesamiento centralizado de los contratos *OTC* a través de CCP. El G20 también ha impulsado la transacción en bolsa de aquellos contratos que sean lo suficientemente estandarizados para ello. El G20 acordó la implementación de este mandato, en sus países miembros, hacia finales del 2012, lo que se está realizando de manera independiente en cada país a través de modificaciones legales<sup>4/</sup>.

<sup>3/</sup> Ver BIS (2012a).

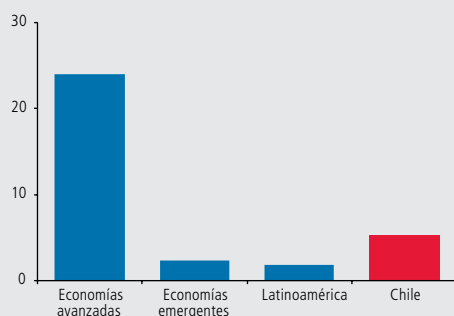
<sup>4/</sup> Para información sobre el grado de avance de esta iniciativa, ver FSB (2011).

## Relevancia de la discusión internacional para Chile

En Chile, el mercado de derivados es significativo, tanto en términos del mercado financiero local como comparado con otras economías emergentes (gráfico VI.7); es esencialmente *OTC*, y en él se transan principalmente instrumentos estandarizados como *swaps* y *forwards* de monedas<sup>5/</sup>. En términos de infraestructura, existen deficiencias en la información disponible y no operan mecanismos de compensación multilateral. Dado lo anterior, existen espacios de perfeccionamiento importantes, en línea con su desarrollo a nivel internacional.

GRÁFICO VI.7

Actividad del mercado de derivados (\*)  
(porcentaje del PIB)



(\*) Incluye transacciones anuales de *forwards*, *fx swaps*, *currency swaps* y opciones, para el año 2010.

Fuente: Acharán y Villena (2011).

Aunque no existen *CCP* en funcionamiento, el marco jurídico de la Ley 20.345 sobre compensación y liquidación de valores provee un marco sobre el cual se pueden desarrollar estas entidades<sup>6/</sup>. Cabe notar que dicha Ley recoge parte importante de los resguardos financieros recomendados por organismos internacionales, lo que es de especial relevancia dado que las *CCP* son entidades de importancia sistémica y, en consecuencia, requieren de regulación

y supervisión robustas. Esta situación plantea desafíos para los reguladores y partícipes. No solo se requiere que en Chile se desarrollen infraestructuras como los repositorios de información, entidades de contraparte central y, eventualmente una mayor fracción de transacciones en bolsa. Además se requiere que la normativa incentive ese desarrollo, y que al hacerlo se incluyan las recomendaciones internacionales sobre la materia.

Entre los principales desafíos están: i) en ausencia de otras consideraciones, los agentes tenderán a utilizar las infraestructuras que tengan los menores costos para ellos, lo que no necesariamente es óptimo desde una perspectiva de estabilidad financiera. Por ello resulta necesario discutir el actual esquema de incentivos regulatorios disponibles, como por ejemplo los requerimientos de capital exigidos a los bancos para este tipo de transacciones; y ii) la participación directa de los fondos de pensiones en las *CCP* sería un impulso importante para el desarrollo de estas entidades, pero se encuentra limitada por motivos regulatorios.

Un desafío adicional surge de la interacción de la infraestructura y la regulación local con las iniciativas globales de regulación, las que a su vez están en desarrollo. Por ejemplo, para las operaciones con contrapartes extranjeras que deban procesar sus operaciones a través de *CCP*, los costos de transacción de las entidades locales podrían aumentar, presionando así los volúmenes transados de derivados.

Algunas de las preocupaciones señaladas no necesariamente tienen solución dentro del ámbito de las facultades legales del Banco Central, pues tienen dimensiones que se relacionan de una u otra manera con todos los reguladores del sistema financiero.

Por último, cabe destacar que en la actualidad existen dos iniciativas del sector privado que apuntan en la dirección señalada en este recuadro. Es importante que en estas iniciativas se consideren los principios para infraestructuras financieras más recientes desarrollados por *IOSCO* y el *CPSS* (*BIS*, 2012b).

<sup>5/</sup> Para una comparación de los mercados cambiarios *spot* y de derivados chilenos a nivel internacional, ver Acharán y Villena (2011).

<sup>6/</sup> Ver Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre del 2009.

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acharán, M. y J. M. Villena. 2011. "Mercado cambiario 2000-2010: Comparación Internacional de Chile". Estudios Económicos Estadísticos N° 88, Banco Central de Chile. Septiembre.
- Alfaro, R., y A. Sagner. 2011. "Stress Tests for Banking Sector: A Technical Note", Documento de Trabajo 610, Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. *Informe de Estabilidad Financiera*. Varios números.
- Banco Central de Chile. 2012. *Informe de Política Monetaria*. Junio.
- Banco Central Europeo (BCE). 2008. "Commercial Property Markets. Financial Stability Risks, Recent Developments and EU Bank's Exposure". Diciembre.
- Banco de la Reserva de Australia 2012. *Financial Stability Review*. Marzo.
- BIS. 2008. "Overview: Global Financial Crisis Spurs Unprecedented Policy Actions". *BIS Quarterly Review*. Diciembre.
- BIS. 2012a. "Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at End December 2011". Junio.
- BIS. 2012b. "Principles for Financial Markets Infrastructures". Abril.
- Calani, M. y S. Díaz. 2012. "Costo de Crédito Externo para la Banca Chilena". Mimeo Banco Central de Chile.
- CBRE. 2011. "The Outlook for Latin America's Commercial Real Estate Markets". Special Report. Agosto ([www.cbre.cl](http://www.cbre.cl)).
- CCP12. 2009. "Central Counterparty Default Management and the Collapse of Lehman Brothers". Abril.
- Cecchetti, S., Gyntelberg, J. y M. Hollanders. 2009. "Central Counterparties for over-the-counter derivatives", *BIS Quarterly Review*. Septiembre.
- Congressional Budget Office (CBO). 2012. "Economic Effects of Reducing the Fiscal Restraint That Is Scheduled to Occur in 2013".
- Davis Polk. 2011. "Dodd-Frank Progress Report". *Davis Polk & Wardwell LLP*. Mayo.
- Dirección de Presupuestos. 2011. "Informe de Finanzas Públicas. Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2012". Octubre.
- Ellis, L. y Naughtin, C. 2010. "Commercial Property and Financial Stability - An International Perspective", *Bulletin June Quarter 2010*. Reserve Bank of Australia.
- 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. 2012a. *World Economic Outlook*. Abril.
- FMI. 2012b. *Global Financial Stability Report*. Abril.
- FMI. 2012c. *Fiscal Monitor*. Abril.
- FSB. 2011. "Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the FSB to G20 Leaders". Noviembre.
- Fuenzalida, M. y J. Ruiz Tagle. 2009. "Riesgo Financiero de los Hogares". *Revista de Economía Chilena*, 12(2), pp. 35-53.
- Gyourko, J. 2009. "Understanding Commercial Real Estate: Just How Different from Housing is it? *National Bureau of Economic Research Working paper* 14708.

- 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.
- 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.
- Vio, C. 2011. "Índice de Precio de Vivienda: Resultados Preliminares". Mimeo, Banco Central de Chile.
- Woods, M. 2007. "A Financial Stability Analysis of the Irish Commercial Property Market". Financial Stability Report, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland.
- Zhu, H. 2003. "The Importance of Property Markets for Monetary Policy and Financial Stability". *BIS papers* No 21.



# 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.

**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.

**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 flujo operacional sobre gastos financieros.

**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.

**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.

**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).

**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.

**Flujo operacional:** Corresponde a los movimientos de caja que incluyen todas las transacciones y eventos que no están definidas como de inversión o financiamiento, principalmente las relacionadas con el giro de la entidad, es decir, la producción y suministro de bienes y servicios durante un período determinado.

**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.

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

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

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

**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.

**Punto base:** Unidad de medida de la volatilidad de un bono que se transa en los mercados financieros, correspondiendo a la centésima parte de uno por ciento (0,01%).

**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.

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

**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.

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

**Revolving:** Los créditos bajo esta modalidad, generalmente asociados a líneas y tarjetas de créditos, 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.

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

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

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

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

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

**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.

**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*.

**DCV:** Depósito Central de Valores.

**EE.UU.:** Estados Unidos de Norteamérica.

**EMBI:** *Emerging Market Bond Index*.

**FMI:** Fondo Monetario Internacional.

**IPSA:** Índice de Precios Selectivo de Acciones.

**Libor:** *London Inter-Bank Offered Rate*.

**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.

**UE:** Unión Europea.

**UF:** Unidad de Fomento.





# ÍNDICE

## TABLAS

II.1:	Deuda externa bruta, indicadores de solvencia y liquidez externa	22
IV.1:	Fuentes de financiamiento de empresas no financieras	27
IV.2:	Indicadores financieros del sector corporativo	29
IV.3:	Deuda de los hogares	31
IV.4:	Indicadores financieros de grandes empresas del sector inmobiliario y construcción	34
IV.5:	Variación de precios reales por comunas	35
IV.6:	Matriz de transición por quintiles de ingreso	37
V.1:	Composición de las colocaciones de consumo por productos	41
V.2:	Estructura de activos y pasivos de la banca a marzo del 2012	44
V.3:	Impacto de las pruebas de tensión sobre la rentabilidad	45
VI.1:	Montos liquidados y procesados a través de sistemas de pagos de alto valor	47
VI.2:	Principales medios de pago de bajo valor	48
VI.3:	Listado de documentos revisados	52

## GRÁFICOS

I.1:	Precios de activos financieros	11
I.2:	Variación de la deuda pública en Europa	11
I.3:	Proyecciones de deuda soberana: 2011-2014	12
I.4:	Diferencial de inflación	12
I.5:	Proyecciones de crecimiento en España	13
I.6:	Comovimiento de las primas soberanas en Europa	13
I.7:	Aversión al riesgo	14
I.8:	Comovimientos de activos internacionales	14
I.9:	Crecimiento del PIB	14
I.10:	Flujos de capital a economías emergentes e inestabilidad global	15
I.11:	Capitalización de la banca	16
I.12:	Depósitos del sistema bancario en la Eurozona	16
I.13:	Cartera vencida en la Eurozona	17
I.14:	Utilidades de la banca europea	17
I.15:	Clasificación de riesgo del sistema bancario en Europa	17
II.1:	Entrada neta de capitales	19
II.2:	Entrada bruta de capitales hacia Chile	19
II.3:	Entrada bruta de portafolio	20

II.4:	<i>Spread</i> de financiamiento externo bancario de corto plazo	20
II.5:	Composición de los créditos bancarios externos	20
II.6:	<i>Spreads</i> de bonos privados	21
II.7:	Financiamiento privado externo vía bonos	21
II.8:	Disponibilidad de liquidez financiera externa	21
II.9:	Deuda externa de corto plazo residual	22
II.10:	Posición de inversión internacional neta de Chile	22
III.1:	Mercado monetario en pesos	23
III.2:	Mercados monetarios internacionales	23
III.3:	Manejo del portafolio de renta fija e intermediación financiera	24
III.4:	Patrimonio diario de fondos mutuos tipo 1	24
III.5:	Mercado monetario en dólares a un año	24
III.6:	Tasa soberana de largo plazo: BCU10	25
III.7:	<i>Spreads</i> de bonos de largo plazo y aversión al riesgo	25
III.8:	Volatilidad de mercados y sensibilidad al <i>VIX</i>	25
IV.1:	Deuda total de empresas no financieras	27
IV.2:	Descalce cambiario de pymes	28
IV.3:	Índice de cartera vencida comercial	29
IV.4:	Morosidad por tamaño de deuda	29
IV.5:	Deuda financiera sectorial sobre patrimonio	29
IV.6:	Deuda comercial sectorial	30
IV.7:	Reducción de la producción en sectores relacionados	30
IV.8:	Consumo de los hogares	31
IV.9:	Endeudamiento de los hogares	31
IV.10:	Carga financiera de largo plazo de los hogares	32
IV.11:	Deuda total de los hogares	32
IV.12:	Índice de cartera vencida de la deuda de consumo bancaria	32
IV.13:	Índice de cartera vencida de deuda hipotecaria bancaria	33
IV.14:	Morosidad de casas comerciales	33
IV.15:	Índice de precios reales de viviendas residenciales	35
IV.16:	Índice de precios reales de oficinas	35
IV.17:	Oferta y demanda de oficinas	36
IV.18:	RDI por quintiles de ingreso	37
IV.19:	RDI efectivo y simulado	38

V.1:	Colocaciones de la banca	39
V.2:	Depósitos a plazo de inversionistas institucionales	39
V.3:	Fuentes de financiamiento de la banca	40
V.4:	Razón de financiamiento volátil	40
V.5:	Colocaciones de consumo	40
V.6:	Colocaciones de consumo por producto: nivel	41
V.7:	Colocaciones de consumo por producto: crecimiento	41
V.8:	Tasas de interés nominales promedio del sistema bancario	41
V.9:	<i>Spreads</i> de créditos de consumo por producto	42
V.10:	Cambio en la oferta de créditos de consumo	42
V.11:	Colocaciones de vivienda	42
V.12:	Índice de provisiones de consumo por producto	43
V.13:	Índice de castigos de consumo por producto	43
V.14:	Deuda externa de la banca por región	43
V.15:	Vencimiento de los créditos con bancos del exterior	44
V.16:	Descalce a 7 días en moneda extranjera	44
V.17:	Rentabilidad del capital proyectada en distintos escenarios	46
V.18:	Índice de adecuación de capital proyectado en distintos escenarios	46
VI.1:	Montos procesados en CCLV por tipo de instrumento	47
VI.2:	Sistemas de liquidación de las transacciones provenientes del mercado de valores	48
VI.3:	Liquidez en el sistema LBTR	48
VI.4:	Medios de pago minoristas	49
VI.5:	Operaciones de pago vía cheque	49
VI.6:	Mercado de derivados <i>OTC</i>	53
VI.7:	Actividad del mercado de derivados	54

Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales

Departamento de Publicaciones

JUNIO 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](http://www.bcentral.cl)

[bcch@bcentral.cl](mailto: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