

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Segundo Semestre 2014



# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

## Segundo Semestre 2014





# CONTENIDO\*/

---

<b>PREFACIO</b>	<b>5</b>
<b>RESUMEN</b>	<b>7</b>
<b>I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS EXTERNOS</b>	<b>9</b>
<b>II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES</b>	<b>15</b>
<b>III. USUARIOS DE CRÉDITO</b>	<b>21</b>
<b>IV. SISTEMA BANCARIO</b>	<b>31</b>
<b>V. REGULACIÓN FINANCIERA</b>	<b>35</b>
<b>VI. SISTEMA DE PAGOS</b>	<b>43</b>
<b>RECUADROS</b>	
FACTORES GLOBALES Y PRIMA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO SOBERANO	13
COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA: ANÁLISIS DE SUS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN	19
DESCALCE CAMBIARIO DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO	28
FINANCIAMIENTO BANCARIO DE TRANSACCIONES DE VIVIENDAS	29
AVANCE EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS ESTÁNDARES DE BASILEA III	41
CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS PARA LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO Y TRANSACCIONES TRANSFRONTERIZAS DE DERIVADOS	47
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>49</b>
<b>GLOSARIO</b>	<b>51</b>
<b>ABREVIACIONES</b>	<b>55</b>



# PREFACIO

---

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

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

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

## **El Consejo**



# RESUMEN

---

**El avance en el proceso de normalización de la política monetaria de EE.UU. podría conllevar episodios de volatilidad financiera.** El fin del programa de compra de activos por parte de la Reserva Federal a fines de octubre se dio con normalidad. Sin embargo, sigue la incertidumbre sobre el momento en que se iniciará el alza de la tasa de fondos federales, su magnitud y la reacción de los mercados. Las políticas expansivas han contribuido al actual ambiente de bajas primas por riesgo y menor volatilidad. Por ello, noticias inesperadas podrían afectar las condiciones financieras —como en mayo del 2013—, aumentando el costo de financiamiento en los mercados internacionales, revirtiendo los flujos de portafolio y depreciando las monedas de las economías emergentes respecto del dólar. El comienzo de un nuevo ciclo de expansión cuantitativa por parte del Banco Central Europeo, y los anuncios recientes del Banco de Japón en el mismo sentido, podrían atenuar la probabilidad e impacto de estos episodios de volatilidad, dependiendo de cómo estas políticas no convencionales se reflejen en las condiciones de financiamiento global.

**La desaceleración de las economías emergentes podría resultar en menores flujos de capitales.** Esto, porque reduce su atractivo como clase de activo, en particular en América Latina. Un escenario en que la caída reciente de los precios de materias primas se prolongue o se agudice, o resurjan con fuerza las dudas acerca del desempeño de China, podría desencadenar eventos de este tipo. El panorama podría ser más complejo si al mismo tiempo sube la tasa de largo plazo en EE.UU., aumentando el costo de financiamiento externo.

**Un incremento del costo de financiamiento externo podría presionar al alza las tasas de interés de largo plazo locales.** El descenso de las tasas de interés de largo plazo externas e internas ha motivado la emisión de bonos en ambos mercados y la demanda local por Fondos Mutuos tipo 3. Si bien las tasas locales no han respondido solo a cambios en las tasas externas —reflejando también las acciones de política monetaria interna—, un alza de las tasas internacionales podría derivar en un mayor costo de financiamiento corporativo. A la vez, podría generar ajustes de portafolios por parte de los agentes involucrados, que reforzarían el alza de tasas generando algo de volatilidad en los mercados.

**Al segundo trimestre, la situación financiera del sector corporativo chileno no mostró cambios importantes respecto de fines del 2013, aunque mantiene un endeudamiento alto y una rentabilidad baja para patrones históricos.** Con todo, la razón deuda a PIB mantiene una tendencia levemente creciente. En el contexto de un menor crecimiento económico, no se puede descartar que datos más recientes —no disponibles al cierre de este IEF— muestren resultados menos favorables. Por su parte, la depreciación del tipo de cambio no ha implicado un deterioro importante de la rentabilidad de las firmas que presentan descalce cambiario.





**En el mercado inmobiliario residencial los precios siguen subiendo, mientras en el de oficinas ha aumentado la tasa de vacancia.** Indicadores de mercado señalan un dinámico crecimiento de los precios de las viviendas en la Región Metropolitana, con una demanda que permanece robusta —pese al momento cíclico de la economía— y bajos niveles de inventarios. Cambios en estos factores podrían redundar en un menor crecimiento de los precios, por lo que no deben extrapolarse tendencias pasadas en las decisiones de inversión y financiamiento de proyectos en el sector. Por el lado comercial, y acorde con lo expuesto en el IEF previo, el ingreso de nuevos proyectos al mercado de oficinas ha dado paso a una mayor tasa de vacancia, la que podría seguir subiendo si la oferta continúa creciendo en el sector.

**Los hogares presentan un mayor nivel de endeudamiento —asociado principalmente a la deuda hipotecaria—, aunque su carga financiera se mantiene estable debido a las menores tasas de interés.** El bajo nivel de desempleo y la orientación de la banca hacia hogares menos expuestos al ciclo económico mencionada en IEF anteriores, ha llevado a que, pese a la debilidad cíclica de los trimestres recientes, los indicadores de pago bancarios no muestren cambios. Con todo, se debe considerar que el mercado laboral podría deteriorarse, reduciendo la capacidad de pago de los hogares.

**El menor crecimiento del crédito comercial y de consumo es coherente con la evolución de la economía.** En la cartera comercial, la reducción tanto de las tasas de interés como de los flujos de crédito sugiere que factores de demanda estarían predominando. Parte de la menor demanda por financiamiento bancario se debe a la sustitución de deuda con emisiones de bonos. En la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de septiembre tanto los factores de oferta como de demanda se volvieron más restrictivos que en períodos previos, pero el cambio en los de demanda es mayor. En los créditos de consumo la evidencia es mixta, validando factores de oferta y de demanda.

**Los indicadores financieros de la banca siguen saludables y los ejercicios de tensión muestran que los niveles de capital son suficientes para absorber la materialización de un escenario de estrés severo.** Si bien la rentabilidad de la banca aumentó en lo más reciente, esto fue impulsado por el efecto transitorio de la mayor inflación. El margen de intereses se ha mantenido durante el 2014 y sigue siendo el principal contribuyente de la rentabilidad de esta industria. Los niveles de capitalización permiten absorber la materialización de un escenario de estrés severo, que conjuga una caída abrupta de la actividad, una depreciación del peso y una reversión de la curva de rendimiento. Si bien el impacto de este escenario involucra una caída de las utilidades similar a la del IEF anterior, la mejor rentabilidad inicial permite a la banca obtener un ROE final positivo en este escenario.

**Las emisiones de bonos, locales y externos, han contribuido a diversificar las fuentes de financiamiento de la banca.** Los menores costos de financiamiento han favorecido las emisiones de deuda en el mercado local y externo, subiendo la duración de los pasivos. Sin embargo, algunos bancos mantienen una alta dependencia a fuentes mayoristas, lo que puede ser una vulnerabilidad relevante ante un episodio de cambios en las decisiones de portafolio de estos inversionistas o una mayor volatilidad de estos flujos.

**En síntesis, la situación financiera actual de empresas y hogares es algo menos holgada que en años previos, por lo que su fortaleza para enfrentar un deterioro del entorno macroeconómico nacional e internacional ha disminuido.** Por ello, se requiere que los agentes evalúen apropiadamente sus decisiones de endeudamiento y otorgamiento de crédito.

# I. ENTORNO Y RIESGOS FINANCIEROS

El foco de atención de los mercados internacionales se ha centrado en el proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos. Su dinámica podría gatillar nuevos episodios de volatilidad y un deterioro de las condiciones de financiamiento externo. Se agrega la inusual diferencia respecto de la política monetaria en otras economías desarrolladas y la persistente desaceleración en el mundo emergente.

## EVOLUCIÓN DEL ESCENARIO BASE

**Los indicadores de volatilidad siguen en niveles bajos, aunque se han registrado algunos episodios de aumento en los últimos meses.**

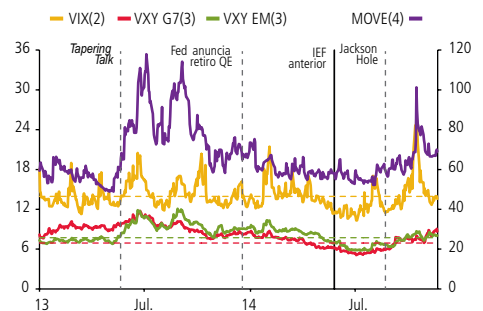
Los mercados financieros internacionales se mantuvieron con relativa calma en los últimos meses, en un escenario en que, entre varias novedades, la Reserva Federal (Fed) terminó la compra de activos, las perspectivas de crecimiento para Europa se han deteriorado y los conflictos geopolíticos han tenido un impacto acotado (gráfico I.1). Esta estabilidad ha coincidido con un mayor apetito por riesgo de los inversionistas. Así, en lo que va del año, en Estados Unidos se han emitido sobre US\$300 mil millones en bonos *high yield* (85% de lo emitido en el 2013). Ello, ha favorecido los flujos de portafolio a los mercados emergentes, que incluso recuperaron la reversión de mediados del 2013 (gráfico I.2). Sin embargo, en octubre resaltaron algunos episodios de incremento brusco de los índices de volatilidad, que no tuvieron un origen definido y fueron de breve duración.

**Ello, en un contexto en el que la política monetaria de las principales economías desarrolladas, así como las perspectivas de crecimiento e inflación, siguen una evolución dispar.**

En octubre, la Fed finalizó su programa de compra de activos, luego de duplicar el tamaño de su balance respecto de noviembre del 2008<sup>1/</sup>. Ahora, se espera que comience con el proceso de normalización de su política monetaria convencional. La fecha exacta de la primera alza de la tasa Fed Funds es incierta, y hay diferencias entre los distintos actores de mercado, pero se estima que podría ocurrir a mediados del 2015.

<sup>1/</sup> Desde que se anunció el primer programa de compra de activos de la Fed (noviembre 2008), su balance aumentó hasta US\$4.500 mil millones de dólares.

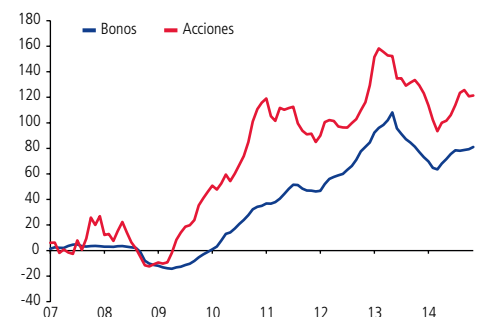
**GRÁFICO I.1**  
Volatilidad de mercados financieros (1)  
(porcentaje; índice)



- (1) Las líneas punteadas corresponden a los promedios de las series respectivas durante el 2014 (hasta el 20 de noviembre).
- (2) VIX: volatilidad implícita en opciones de S&P 500 a un mes.
- (3) VXY: índice de volatilidad de monedas en base a valores de opciones de *forward* de tipo de cambio ponderados por *turnover*.
- (4) MOVE: índice de volatilidad implícita de los bonos del tesoro estadounidense a un mes, ponderados por sus opciones, a 2, 5, 10 y 30 años.

Fuente: Bloomberg.

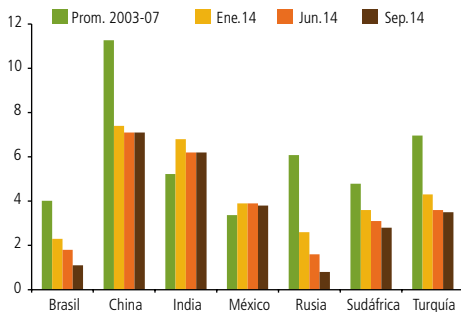
**GRÁFICO I.2**  
Flujos de portafolio a economías emergentes (\*)  
(miles de millones de dólares)



(\*) Muestra de flujos de portafolio de fondos de inversión hacia Asia emergente, Europa emergente y América Latina. El último dato contiene información hasta el 19 de noviembre de 2014.

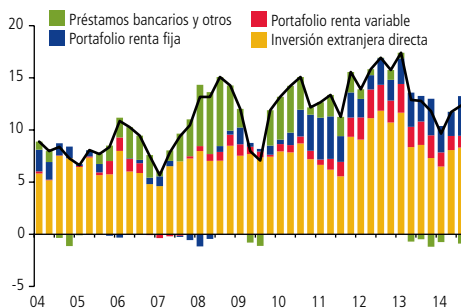
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Emerging Portfolio Fund Research.

**GRÁFICO 1.3**  
Evolución de las perspectivas de crecimiento 2015 (porcentaje)



Fuentes: CEIC y Consensus Forecasts.

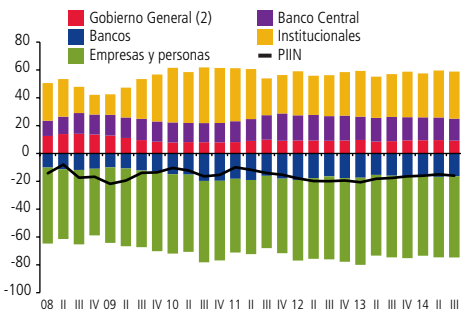
**GRÁFICO 1.4**  
Entradas brutas de capital hacia Chile (\*) (porcentaje del PIB)



(\*) Flujo acumulado anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 1.5**  
Posición de Inversión Internacional Neta (porcentaje del PIB)(1)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base septiembre 2014 = 100)

(2) Gobierno Central y municipalidades.

Fuente: Banco Central de Chile.

En contraste con lo que ocurre en EE.UU., los bancos centrales de Japón y la Eurozona han tomado medidas para aumentar la expansividad de sus políticas monetarias, esto a la luz de los magros datos de inflación y actividad. En el primero, se incrementó la meta anual de expansión de la base monetaria y la compra mensual de bonos de gobierno, y se triplicó la inversión en fondos cotizados (*Exchange-traded Funds* (ETF)). En el segundo, el Banco Central Europeo (BCE) anunció un plan de compra de bonos garantizados, bonos respaldados por activos financieros (*Asset-backed Securities* (ABS)) y, eventualmente, bonos soberanos, que subirá su balance en cerca de un billón de euros. En otro ámbito, el BCE también asumió su rol de Supervisor Bancario Único en la Eurozona. En forma previa, los bancos sujetos de supervisión debieron someterse a una revisión exhaustiva de la calidad de sus activos (*Asset Quality Review* (AQR)). Adicionalmente, 130 de los principales bancos de la Unión Europea —más Noruega— aprobaron, en general, de manera exitosa las pruebas de tensión llevadas a cabo por la Autoridad Bancaria Europea. Aquellos con presencia en Chile, en gran parte, exhibieron niveles de suficiencia de capital favorables respecto del resto de la Eurozona.

***Las economías emergentes han reducido su dinamismo, especialmente en América Latina. En todo caso, las condiciones de financiamiento externo, en su mayoría, se mantienen favorables.***

En China, se mantienen los riesgos de una desaceleración más marcada de la economía y persiste un dinámico crecimiento del crédito no bancario. Otras economías emergentes de envergadura (como Indonesia, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Brasil), además de otras de menor tamaño en América Latina, están inmersas en la fase decreciente del ciclo económico (gráfico 1.3).

En cuanto a las condiciones de financiamiento externo, las tasas de interés de largo plazo, en general, siguieron retrocediendo durante el segundo semestre, en tanto los premios por riesgo permanecieron acotados desde una perspectiva histórica. Esto respondió al mayor apetito por riesgo de los inversionistas, las bajas expectativas de inflación y las menores perspectivas de crecimiento de mediano plazo en el mundo desarrollado.

***En Chile, las entradas brutas de capital aumentaron durante el 2014, explicadas por una mayor inversión de portafolio de renta fija e Inversión Extranjera Directa (IED).***

En el plano local, la entrada bruta de capitales aumentó en el curso del 2014, pasando de 9,6 a 12,4% del PIB entre el primer y el tercer trimestre del año<sup>2/</sup>. Los flujos de portafolio de renta fija se ubicaron en 3,8% del PIB en el tercer trimestre, el valor más alto desde el 2011, de la mano de montos récord de emisiones de bonos en el exterior del sector corporativo y bancario (Capítulo II).

El componente de renta variable disminuyó de 1,4 a 1,1% del PIB, al igual que en otras economías emergentes, y en menor magnitud que lo reportado en el IEF anterior. Estimaciones internas muestran que la caída de estos flujos

<sup>2/</sup> Para efectos de comparación, las cifras respecto de la Balanza de Pagos mencionadas en esta sección corresponden al acumulado en el último año móvil.

ha sido liderada por inversionistas con un perfil más procíclico, los cuales han aumentado su participación al igual que lo observado en los mercados internacionales. Debido a que renta variable es uno de los componentes menos estables de la cuenta financiera, la acentuación de esta tendencia podría resultar en una mayor volatilidad del financiamiento externo.

Los flujos de IED ascendieron hasta 8,3% del PIB en el tercer trimestre de este año (6,5% del PIB en el primer cuarto), explicados por una mayor participación del capital, parcialmente compensada por una caída de las utilidades reinvertidas. Así, continúa liderando la composición de pasivos externos (gráfico I.4).

**Los indicadores de solvencia y de liquidez externa se mantuvieron estables.**

La posición deudora de inversión internacional neta (PIIN) permaneció en torno a 16% del PIB en el tercer cuarto del 2014. Esto, debido a que el aumento de la posición acreedora neta de los inversionistas institucionales, fue contrarrestado por el alza de la posición deudora neta del sector corporativo y bancario (gráfico I.5).

La deuda externa de corto plazo residual (DECPR) disminuyó levemente, a niveles en torno a 14% del PIB en el tercer trimestre, con una mayor contribución del sector corporativo IED (gráfico I.6). Comparado con el nivel de las reservas internacionales, la DECPR alcanzó una razón de 87% al tercer trimestre del 2014.

**PRINCIPALES AMENAZAS EXTERNAS A LA ESTABILIDAD FINANCIERA**

***Episodios de incremento abrupto de la volatilidad junto con una reversión importante de los precios de los activos son los principales factores de riesgo externo para el mundo emergente y la economía chilena.***

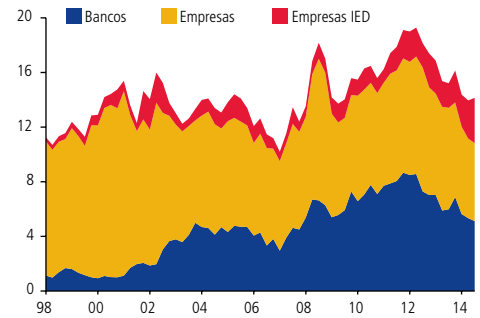
De materializarse, podría implicar una importante salida de flujos de capitales desde las economías emergentes, un aumento de las tasas de interés de largo plazo internas y una depreciación de las monedas —especialmente en países con régimen de flotación cambiaria—.

También supondría condiciones financieras externas más restrictivas, lo cual podría reforzar el proceso de desaceleración del mundo emergente. Esto, a su vez, haría perder fuerza a las perspectivas de crecimiento y agudizar la salida de capitales, generando, así, un círculo vicioso respecto del desempeño de estas economías.

***Un factor que podría desencadenar episodios de mayor volatilidad es el momento y, especialmente, la dinámica con que la Fed aumente su tasa referencial.***

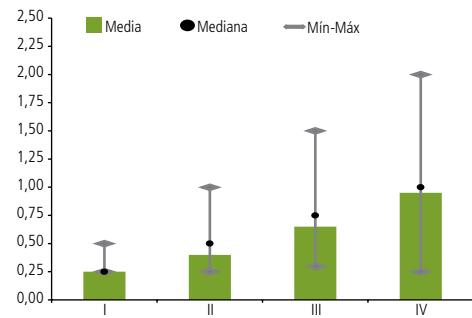
Si bien se prevé que el alza de la tasa *Fed Funds* parta a mediados del 2015, no hay consenso acerca de la fecha exacta en que se llevará a cabo. En todo caso, parece más importante el riesgo relacionado con la velocidad a la que este proceso se desarrolle que aquel vinculado con el momento exacto en que

**GRÁFICO I.6**  
Deuda externa de corto plazo residual, por sector institucional (\*) (porcentaje del PIB)



(\*) Se excluye la deuda de Gobierno General y Banco Central por ser 0,1 y 0% del PIB, respectivamente.  
Fuente: Banco Central de Chile.

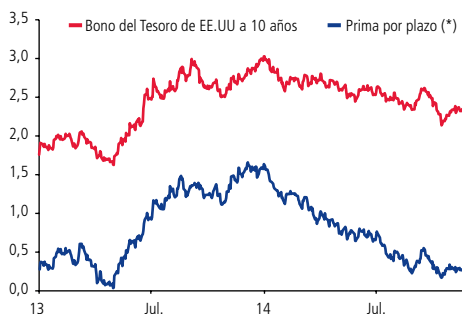
**GRÁFICO I.7**  
Expectativas de la tasa *Fed Funds* para el 2015 (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO I.8**

Tasa de interés de bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años plazo (porcentaje)

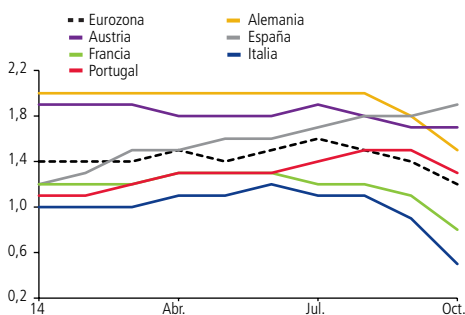


(\*) Estimada por la Reserva Federal de Nueva York según modelo propuesto en Adrian et al. (2013).

Fuente: Reserva Federal de Nueva York.

**GRÁFICO I.9**

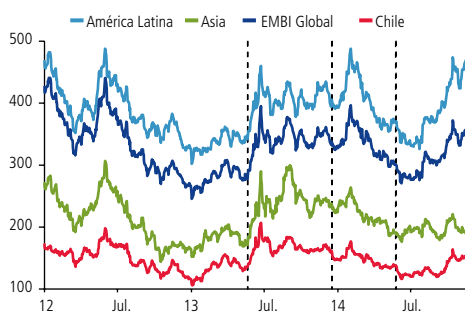
Europa: Expectativas de crecimiento para el 2015 (porcentaje)



Fuente: Consensus Forecasts.

**GRÁFICO I.10**

Spread de bonos soberanos emitidos en el exterior (1)(2) (puntos base)



(1) Valores de EMBI a finales de cada mes.

(2) Líneas discontinuas verticales en orden cronológico corresponden a: (i) primeras señales del retiro de los estímulos monetarios (*Tapering Talk*); (ii) inicio del retiro de los estímulos monetarios; y (iii) cierre estadístico del IEF anterior.

Fuente: Bloomberg.

comience (gráfico I.7). De hecho, hay diferencias importantes entre el mercado y la propia Fed acerca del nivel al que la tasa *Fed Funds* podría llegar a dos años plazo, siendo mayor lo previsto por esta última.

De darse estas diferencias, se podría promover un incremento de los premios por plazo implícitos en las tasas de largo plazo de EE.UU. —que se ubican en valores históricamente bajos (gráfico I.8)—, redundando en un aumento de los costos de financiamiento internos y externos.

En la Eurozona, si bien el proceso de revisión de la calidad de los activos y las pruebas de tensión en los bancos fueron, en general, exitosos, el riesgo de deflación en un contexto de bajas perspectivas de crecimiento podría revertir estos resultados (gráfico I.9).

***En cuanto al escenario de crecimiento mundial, persiste el riesgo de una mayor desaceleración en algunas economías emergentes relevantes.***

Si bien una desaceleración más intensa de China impondría consecuencias más severas para el mundo emergente, incluido Chile, al cierre de este IEF, la posibilidad de que esto se materialice no ha variado mayormente. Lo mismo ocurre con la probabilidad de una profundización del menor dinamismo en el resto del bloque emergente. Tal como se ha discutido con anterioridad, sus efectos en la economía nacional, provendrían del lado real y financiero. En el primero, por una menor demanda externa y por el impacto negativo en los precios de las materias primas. En el segundo, porque podría incrementar la aversión al riesgo en los mercados emergentes, subiendo las primas por riesgo soberano y provocando una salida de capitales desde estas economías.

***Chile posee factores mitigadores ante la materialización de un escenario externo de mayor aversión global al riesgo, pero no está aislado de sus efectos.***

Como se mencionó en el IEF previo, los fundamentos macroeconómicos chilenos se comparan favorablemente con los de otras economías emergentes. Esto se refleja en el bajo nivel de deuda pública, la mayor participación de IED en los pasivos externos y, en lo más próximo, la reducción del déficit de cuenta corriente<sup>3/</sup>.

Como se observó en el período inmediatamente posterior a mayo del 2013, el tipo de cambio nominal fue la variable interna que respondió con mayor fuerza a la volatilidad en los mercados financieros externos. De hecho, a diferencia de lo ocurrido en otras economías, las tasas de interés de largo plazo disminuyeron. Del mismo modo, aunque el costo de financiamiento externo chileno continúa siendo explicado por factores de riesgos globales, la sensibilidad a estos ha disminuido (Recuadro I.1). Así, el evento de turbulencia de octubre del 2014 se tradujo en un alza del EMBI chileno moderada con respecto a la de otros mercados emergentes (gráfico I.10).

<sup>3/</sup> Para mayores referencias, ver IEF Primer Semestre 2014, Recuadro I.1.

## RECUADRO I.1

### FACTORES GLOBALES Y PRIMA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO SOBERANO

#### Introducción

Este recuadro busca documentar el canal de transmisión a través del cual los *shocks* financieros globales se transmiten a la prima por riesgo de financiamiento externo chilena (EMBI). Los resultados sugieren que el vínculo se daría, principalmente, vía el premio por plazo de la tasa de interés internacional de largo plazo.

Este canal de transmisión es relevante, debido a que si bien la tasa de interés de los bonos de gobierno a 10 años plazo de EE.UU. (UST10y) se ha mantenido en niveles reducidos en lo más reciente, ello ha coincidido con la compresión de su componente de premio por plazo. Así, no puede descartarse una reversión abrupta ante un evento de volatilidad (Capítulo I), toda vez que este componente estaría relacionado con las fluctuaciones de ciclos financieros globales<sup>1/</sup>.

#### Importancia de los factores globales

La sensibilidad del EMBI a medidas de aversión al riesgo y otros factores globales —resumidos usualmente en el VIX y el UST10y— ha sido testeada empíricamente en numerosos estudios<sup>2/</sup>. En general, se concluye que para economías con mejores fundamentos —como por ejemplo niveles de deuda, crecimiento y ratings— los factores mencionados son relativamente más importantes para explicar la tendencia de la prima por riesgo.

En particular, Longstaff *et al.* (2011) estiman que los factores globales explican en torno a 60% de la varianza de la prima por riesgo de Chile. Este resultado refleja la alta correlación entre el EMBI chileno y el VIX, toda vez que la correlación con el UST10y es menor. En todo caso, esto último varía cuando se considera un período posterior a la crisis financiera mundial del 2008-2009, resultando en una correlación mayor entre el EMBI chileno y el UST10y<sup>3/</sup>.

<sup>1/</sup> Equivalentemente, al grado de aversión al riesgo global (Obsfeldt, 2014; FMI, 2011).

<sup>2/</sup> Baek *et al.* (2005); García-Herrero *et al.* (2006); González-Rozada y Levy-Yeyati (2008); Hartelius *et al.* (2008); Bellas *et al.* (2010); Longstaff *et al.* (2011).

<sup>3/</sup> De hecho, se estima que hasta el período previo al 2010 la elasticidad respecto del UST10y para un grupo amplio de EME era en promedio cercana a uno.

#### Especificación empírica

Además de estimar una regresión lineal simple del EMBI chileno contra los factores globales e internos<sup>4/</sup>, se estudia el impacto diferenciado del premio por plazo<sup>5/</sup> y la tasa de interés neutral del UST10y.

Se incluye también el crecimiento real de la economía (Imacec) y los términos de intercambio —aproximados por el cociente entre el precio del cobre y el del petróleo—, dada la alta dependencia de la economía chilena a los ciclos de precios de las materias primas<sup>6/</sup>.

La estimación se realiza con datos en frecuencia mensual, para el período entre mayo de 1999 y octubre del 2014. Todas las variables están expresadas en logaritmos, excepto las tasas de interés y el crecimiento del Imacec.

#### Resultados

Los resultados indican que el EMBI chileno tiene una alta sensibilidad a las medidas de aversión al riesgo global (VIX)<sup>7/</sup>. En tanto, la elasticidad estimada respecto del UST10y resulta negativa, lo cual se contradice con lo estimado en la literatura para las EME<sup>8/</sup>.

Esta aparente contradicción podría explicarse, en gran parte, debido a que los trabajos empíricos fueron realizados previo a la crisis. Así, al estimar la especificación para el período pre-crisis, la elasticidad respecto del UST10y es positiva y significativa.

<sup>4/</sup> Ver González-Rozada y Levy-Yeyati (2008) para una especificación similar, que se justifica en base a modelos de arbitraje. Para un modelo que combina modelos estructurales y regresiones, ver Doshi *et al.* (2014).

<sup>5/</sup> Estimado por Adrian *et al.* (2013), publicado y actualizado periódicamente en el sitio web de la Fed de Nueva York: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2006/200628/200628abs.html>

<sup>6/</sup> Si bien se incluye el precio del petróleo, no se considera el contagio indirecto que este podría tener a través del riesgo soberano de las economías expuestas a este *commodity*.

<sup>7/</sup> La alta elasticidad a la medida de aversión al riesgo se mantiene al usar otras *proxies* como los bonos corporativos *high-yield* de EE.UU. o de países emergentes.

<sup>8/</sup> El signo negativo ha sido encontrado en estimaciones para economías desarrolladas. Ver García-Herrero *et al.* (2006) y Doshi *et al.* (2014).



No obstante, estas elasticidades podrían variar en el tiempo dado los cambios en la percepción de los inversionistas. De hecho, estimaciones en base a ventanas móviles confirman que existen cambios en el signo del coeficiente del UST10y (gráfico I.11). En particular, en el último tiempo este parámetro se ha vuelto positivo, en línea con lo esperado para las EME.

**GRÁFICO I.11**

Elasticidad del EMBI al VIX y la tasa de largo plazo del bono del tesoro de EE.UU. (\*)

(coeficiente estimado, ventana móvil 36 meses)



(\*) La regresión además incluye el Imacec en variación porcentual anual y el cociente entre el precio del cobre y el precio del petróleo en logaritmos.

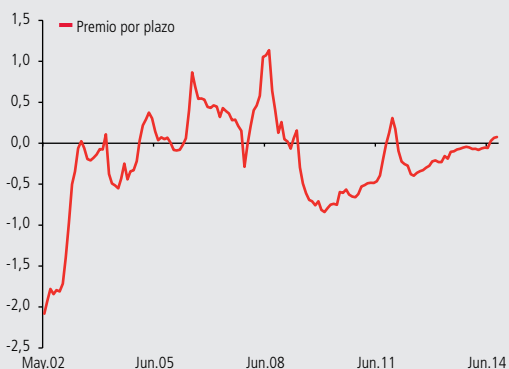
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuando se desagrega el UST10y en sus componentes de premio por plazo y tasa de interés neutral, se observa una mayor sensibilidad relativa al premio por plazo<sup>9/</sup>. Esta elasticidad también varía en el tiempo, mostrando una tendencia al alza en lo más reciente (gráfico I.12).

**GRÁFICO I.12**

Elasticidad del EMBI al premio por plazo del bono del Tesoro de EE.UU. (\*)

(coeficiente estimado, ventana móvil 36 meses)



(\*) La regresión además incluye la variación porcentual anual del Imacec, el cociente entre el precio del cobre y el precio del petróleo en logaritmos y la tasa neutral del bono de EE.UU. a 10 años plazo.

Fuente: Banco Central de Chile.

**Comentarios finales**

Dado el entorno de normalización de las condiciones de liquidez globales y la aversión al riesgo en mínimos históricos, no son descartables períodos de volatilidad significativas que impliquen una reversión abrupta en las tasas de interés internacionales, y en particular, en su premio por plazo. De este modo, y dada la sensibilidad positiva a estos factores globales, también podrían observarse cambios en la prima por riesgo de financiamiento externo de Chile.

Se estima que si el premio por plazo llegara al máximo observado en la muestra<sup>10/</sup>, manteniendo lo demás constante, el EMBI chileno aumentaría del orden de 70pb.

<sup>9/</sup> Longstaff et al. (2011) utilizan una medida distinta de prima por plazo, y no encuentran resultados significativos para el CDS de Chile.

<sup>10/</sup> Es decir, un alza del premio por plazo de 0,3 a 3,2%. El máximo observado en la muestra se encuentra en octubre del 2008.

## II. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

Los mercados de capitales han seguido caracterizados por un bajo costo de financiamiento, con tasas de interés cercanas a sus niveles mínimos históricos, aumentando el dinamismo de emisiones de bonos.

### MERCADO MONETARIO

**Las condiciones de financiamiento en el mercado monetario en pesos se mantienen holgadas.**

Las tasas de financiamiento bancario (tasas *prime*) han oscilado en torno a 3,5% en lo más reciente, su menor valor en los últimos cuatro años. Esto, ha sido resultado de la reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM), que acumuló un descenso de 200 puntos base (pb) en el último año, la mitad de ellos entre julio y octubre del 2014. Se añade el *spread prime-swap* que, a diversos plazos, se encuentra en niveles por debajo de sus promedios históricos (gráfico II.1). De todos modos, respecto del segundo trimestre del año, el *spread prime-swap* a distintos plazos subió alrededor de 20 puntos base (pb). Ello puede asociarse a la desinversión de los Fondos de Pensiones en depósitos a plazo, por cerca de US\$2 mil millones. Lo anterior, con el objetivo de aumentar sus inversiones en el exterior, en un período caracterizado por una mayor rentabilidad relativa (gráfico II.2).

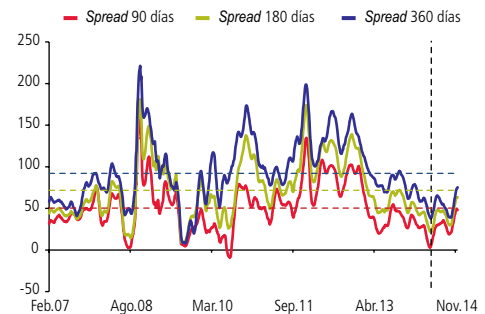
### MERCADO DE RENTA FIJA

**Las tasas de interés de largo plazo alcanzaron nuevos mínimos históricos. Sin embargo, destacó el incremento de su volatilidad en los últimos meses.**

Las tasas soberanas de largo plazo, aunque con fluctuaciones, se ubican por debajo de los niveles del primer semestre del 2014. Las denominadas en pesos han caído en promedio 40pb y las en UF lo han hecho en 60pb cuando se compara el cierre estadístico de este IEF con el del anterior. De todos modos, durante agosto alcanzaron niveles incluso menores (gráfico II.3).

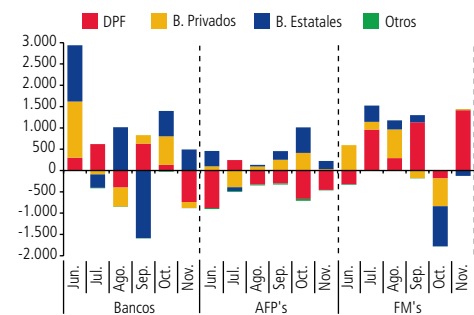
También destaca el aumento de su volatilidad durante el tercer trimestre del año. En particular, la volatilidad de la tasa en pesos a 10 años se ubicó ligeramente por sobre el percentil 75 de una muestra amplia de países, lo que podría estar asociado a reasignaciones de portafolios de renta fija por parte de agentes locales y/o a una respuesta a las sorpresas tanto de inflación como de crecimiento (gráfico II.4).

**GRÁFICO II.1**  
Mercado monetario en pesos (1)(2)(3)  
(promedio móvil mensual, puntos base)



(1) Considerando el *spread prime-swap* promedio cámara.  
(2) Líneas horizontales punteadas corresponden al promedio de cada serie para el período 2005-2014.  
(3) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF de junio 2014.  
Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.2**  
Manejo del portafolio de renta fija e intermediación financiera de Inversionistas Institucionales (\*)  
(cambio en el stock, millones de dólares)



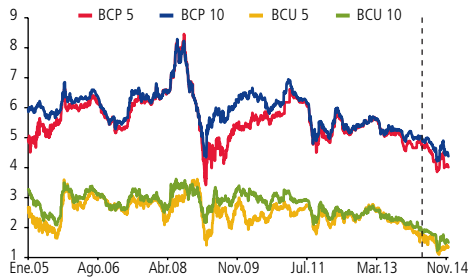
(\*) Información hasta el 14 de noviembre de 2014.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información del Depósito Central de Valores.





**GRÁFICO II.3**

Tasa de interés de los bonos soberanos de largo plazo (\*) (porcentaje)

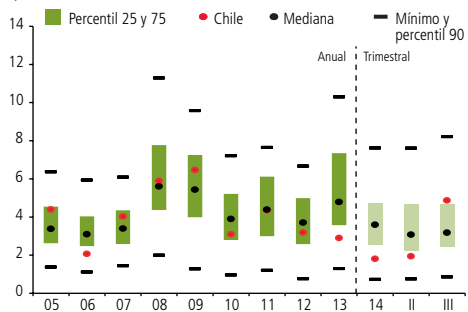


(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF de junio 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO II.4**

Volatilidad de tasas de interés soberanas a 10 años (\*) (puntos base)

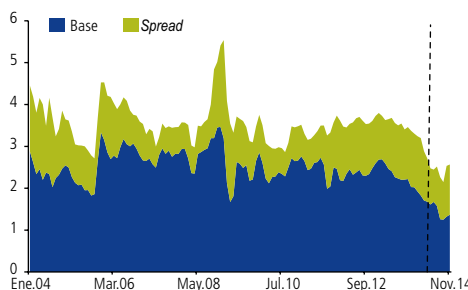


(\*) Promedio mensual de la volatilidad calculada como la desviación estándar de la variación diaria del nivel de la tasa. Incluye: Estados Unidos, Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Rep. Corea, Hungría, India, Indonesia, Israel, Japón, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Rep. Checa, Rusia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Taiwán, Turquía y Reino Unido.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

**GRÁFICO II.5**

Costo de financiamiento de empresas (1)(2) (porcentaje)



(1) Considera bonos en UF de empresas privadas con clasificación de riesgo AA y duración alrededor de 5 años.

(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF de junio 2014.

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

**Las bajas tasas de interés de largo plazo se han traducido en un menor costo de financiamiento privado, observándose un mayor dinamismo de las emisiones de bonos.**

La Tasa Interna de Retorno (TIR) de los bonos privados ha tenido un descenso importante en los últimos trimestres, mayormente por una disminución en la tasa base (gráfico II.5). Así, comparando los valores de noviembre del 2014 con los de comienzos de este año, el costo de financiamiento de las empresas ha bajado del orden de 70pb.

Este menor costo de endeudamiento ha favorecido la emisión de bonos en el mercado interno. A noviembre de este año, las colocaciones en el mercado primario alcanzaron cerca de US\$5 mil millones, su mayor nivel en los últimos cinco años. No obstante las menores tasas de interés, los pre-pagos de deuda no han sido significativos.

El dinamismo de las colocaciones de bonos de empresas chilenas se ha dado también en el exterior. A noviembre, alcanzan a US\$11.100 millones, superando el monto emitido a igual fecha del 2013, año en que se registró el récord histórico de emisiones (gráfico II.6).

Estas emisiones, en su mayoría, han contribuido a la sustitución de otros pasivos, así como al aumento de activos. Ello no ha implicado un alza significativa del endeudamiento ni un empeoramiento del descalce cambiario para este grupo de emisores (Capítulo III y Recuadro III.1).

**También se observa una mayor inversión en instrumentos de mediano y largo plazo.**

Las menores tasas de interés, y en especial la trayectoria a la baja de las de largo plazo, han hecho que el patrimonio administrado por los Fondos Mutuos tipo 3 (FM3) haya tenido un incremento significativo respecto de años previos. A agosto del 2014, su valor llegó a más de US\$16 mil millones, duplicando en menos de un año el valor de sus activos administrados y superando por momentos los activos manejados por los Fondos Mutuos monetarios (FM1). Estos últimos han presentado un fuerte incremento en lo más reciente, que según información casuística, estaría asociado a una mayor liquidez de empresas y bancos (gráfico II.7). Asimismo, el menor nivel de tasas de largo plazo ha significado una reestructuración de los portafolios de inversión de otros inversionistas institucionales como las Compañías de Seguros de Vida (CSV) (Recuadro II.1).

**Existe el riesgo que el nivel de las tasas de interés locales aumente ante eventos de volatilidad a nivel internacional.**

Durante los últimos trimestres, las tasas de largo plazo locales e internacionales han alcanzado un bajo nivel. En el caso interno, ello ha respondido no solo al movimiento de sus referencias externas, sino mayormente al cambio en el panorama macroeconómico interno y a una política monetaria más expansiva.

Sin embargo, existe el riesgo de que ante una reversión de la política monetaria de EE.UU. que sorprenda a los mercados (Capítulo I), se den movimientos significativos en las tasas de largo plazo internacionales, afectando de paso a las tasas locales.

Este riesgo toma relevancia al considerar los altos montos que administran los FM3, los cuales mantienen una fuerte exposición a instrumentos sensibles a alzas de las tasas de largo plazo. Se agrega que estos fondos ofrecen a sus aportantes una liquidez en 24 horas, por lo que un retiro masivo de ellos podría amplificar los efectos sobre las tasas locales. De todos modos, debe tenerse presente que la participación de estos FM3 en la tenencia de documentos de largo plazo es acotada.

Del mismo modo, no puede obviarse, como ya se mencionó, que las tasas de interés de largo plazo locales no responden solamente a los movimientos de sus símiles externas, sino que también lo hacen a las condiciones cíclicas internas. Para el 2015, se espera que el crecimiento promedio anual de Chile sea mayor al de este año, pero que aún se sitúe por debajo de su expansión potencial de mediano plazo. Así, un posible *shock* de alza de tasas relacionado con factores externos podría tener un menor impacto en las tasas locales, toda vez que los factores internos operarían en sentido contrario. Estimaciones internas sugieren que las expectativas de menor crecimiento económico serían un factor preponderante en la evolución actual de las tasas largas<sup>1/</sup> (gráfico II.8).

**MERCADO BURSÁTIL Y CAMBIARIO**

*La evolución del mercado accionario ha sido algo menos favorable comparado con otras economías. En el mercado cambiario, la depreciación del peso ha sido mayor que la de otras economías emergentes.*

**TABLA II.1**  
Comparación de rentabilidades en mercados accionarios (1)  
(porcentaje, monedas locales, rentabilidad a la fecha)

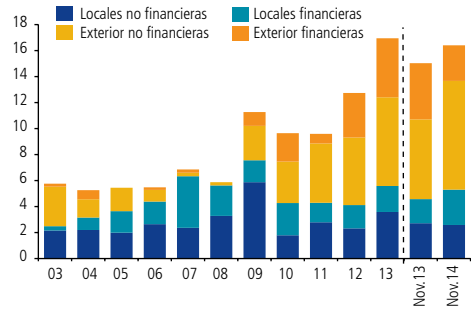
Período	Chile	América Latina	Exp. materias primas	Desarrollados	Emergentes
2012	3,4	5,9	9,7	12,2	27,8
2013	-14,9	-16,1	11,4	14,4	-1,0
2014 (2)	7,6	9,2	9,2	5,4	11,1
1T	2,1	-0,5	4,9	3,1	1,6
2T	2,1	9,2	3,3	2,6	6,2
3T	1,9	6,2	-0,7	-1,7	0,7

(1) Cada índice incluye los siguientes países. América Latina: Colombia, Argentina, Perú y Brasil. Exportadores de materias primas: Noruega, Canadá, N. Zelandia y Australia. Desarrollados: Alemania, Francia, Reino Unido y EE.UU. Emergentes: Indonesia, Hungría, Croacia, Malasia, Filipinas, Rep. Checa, Turquía, India, Sudáfrica, Polonia y México. (2) Corresponde a la variación entre el 20 de noviembre del 2014 y el 1 de enero del 2014.

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

<sup>1/</sup> El modelo completo está basado en paridad de tasas por lo cual incluye: tasa externa (T-bond a 10 años), EMBI y variables de expectativas (depreciación, TPM y crecimiento).

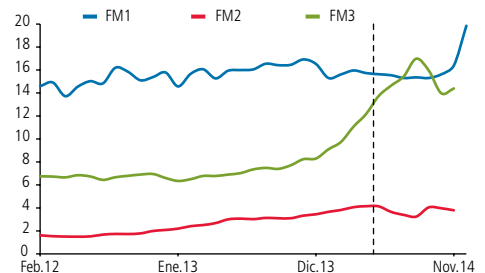
**GRÁFICO II.6**  
Colocaciones de bonos de empresas (\*)  
(miles de millones de dólares)



(\*) Barras a la derecha de la línea vertical punteada consideran las colocaciones acumuladas a noviembre de cada año.

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

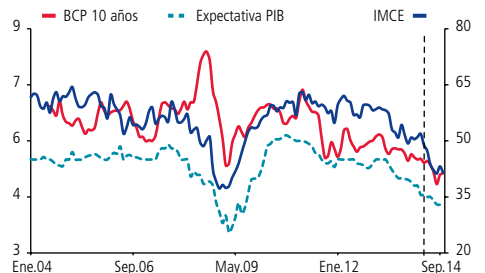
**GRÁFICO II.7**  
Activos de fondos mutuos (1)(2)  
(miles de millones de dólares)



(1) Tipo de fondo:  
FM1: Inversión en deuda con duración menor o igual a 90 días.  
FM2: Inversión en deuda con duración menor o igual a 365 días.  
FM3: Inversión en deuda de mediano y largo plazo.  
(2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF de junio 2014.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

**GRÁFICO II.8**  
Tasa soberana de largo plazo y expectativas de actividad económica (1)(2)  
(porcentaje, índice)



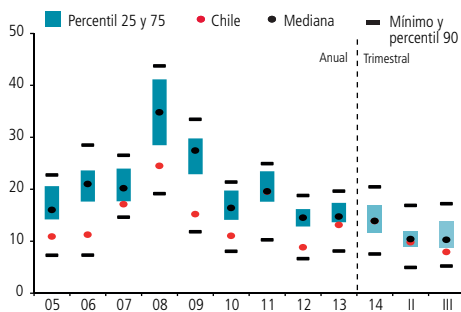
(1) Expectativas de actividad económica aproximadas por la pregunta de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) del PIB a 24 meses, y a partir del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE). (2) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF de junio 2014.

Fuente: Banco Central de Chile.



**GRÁFICO II.9**

Volatilidad de los índices accionarios en países emergentes (\*)  
(porcentaje anualizado, en moneda local)

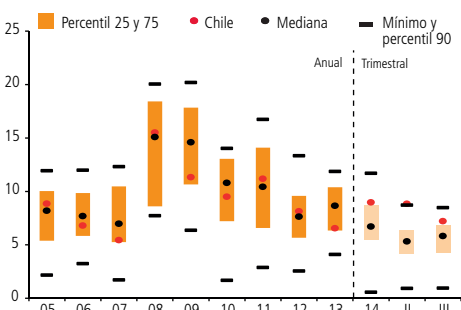


(\*) Promedio mensual de la volatilidad calculada como la desviación estándar a 20 días móvil de la variación diaria del índice accionario. Incluye: Chile, Rusia, Brasil, México, Perú, Colombia, Sudáfrica, Rep. Corea, China, India, Malasia, Filipinas, Hungría, Polonia, Rep. Checa y Turquía.

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

**GRÁFICO II.10**

Volatilidad del tipo de cambio (\*)  
(porcentaje anualizado)



(\*) Promedio mensual de la volatilidad calculada como la desviación estándar a 20 días móvil de la variación diaria del tipo de cambio. Incluye: Chile, Eurozona, Inglaterra, Japón, Brasil, México, Perú, Colombia, Canadá, Noruega, Australia, Nueva Zelanda, Sudáfrica, Indonesia, Rep. Corea, China, India, Malasia, Filipinas, Hungría, Polonia, Rep. Checa, Turquía y Vietnam.

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

La bolsa local, medida por el IPSA, exhibe un retorno acumulado en el año de 7,6% en moneda local, algo por debajo de lo observado en otros países de la región y exportadores de materias primas (tabla II.1). En relación con su volatilidad, esta se ubica bajo la media de una muestra de países emergentes (gráfico II.9).

El peso ha tenido vaivenes importantes en los últimos meses, oscilando entre \$550 y \$600 entre el cierre estadístico de este IEF y del anterior. En ese período la depreciación nominal llegó a 8%. En lo que va del año la depreciación acumulada llega a 14%, superando lo exhibido por las monedas de los grupos de países de la región y otros exportadores de materias primas (tabla II.2). A un fenómeno global de mayor fortaleza del dólar, en el caso de Chile se sumaron condiciones cíclicas internas menos favorables y una política monetaria local más expansiva. La volatilidad comparada con el primer semestre del año se mantiene en la parte alta de una muestra de países comparables (gráfico II.10)

**TABLA II.2**

Comparación de rentabilidades en mercado cambiario (1)  
(porcentaje, monedas locales, rentabilidad a la fecha)

Período	Chile	Exp. materias primas	América Latina	Índice dólar
2012	-7,6	-4,3	-3,0	-0,6
2013	9,8	8,4	8,8	0,3
2014 (2)	14,0	6,1	7,5	7,3
1T	4,6	-1,7	-0,3	0,0
2T	0,4	-1,0	-1,8	-0,4
3T	8,3	7,6	6,8	7,7

(1) Cada índice incluye los siguientes países: Exportadores de materias primas: Noruega, Canadá, Nueva Zelanda, Australia. América Latina: Colombia, Perú, Brasil y México.

(2) Corresponde a la variación entre 20 de noviembre del 2014 y el 1 de enero del 2014.

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

## RECUADRO II.1 COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA: ANÁLISIS DE SUS PORTAFO- LIOS DE INVERSIÓN

El objetivo de este recuadro es describir la reorientación del portafolio de inversiones de las Compañías de Seguros de Vida (CSV), así como identificar los futuros riesgos y atenuantes asociados a ello. Esto, ya que las CSV administran activos equivalentes al 20% del PIB, lo que las convierte en uno de los principales inversionistas institucionales en Chile<sup>1/</sup>. Además, debido a la maduración del sistema de pensiones, se espera que su importancia en cuanto al tamaño de los activos administrados aumente en los próximos años.

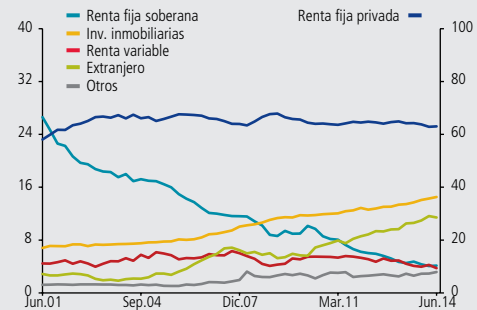
El retorno ofrecido a través de su principal producto, las rentas vitalicias, se ha encontrado bajo presión en la última década. Ello, debido a la sostenida disminución de las tasas de interés soberanas de largo plazo en Chile, lo cual ha significado una reestructuración de sus portafolios de inversión, con el objetivo de conseguir un mayor retorno.

Las rentas vitalicias ofrecidas por las CSV imponen una meta de rendimiento al portafolio de inversión. Lo anterior, en conjunto con las menores tasas de interés de largo plazo y las presiones de la competencia (modalidad retiro programado de las AFP), han intensificado el proceso de búsqueda de activos con mayor retorno de esta industria.

Los principales cambios en el portafolio de inversiones se tradujeron en una menor exposición a bonos soberanos locales, pasando de 29 a 4% del portafolio total entre el 2000 y 2014, y en un aumento de otras inversiones. Estas últimas, en promedio, tienen una menor liquidez de mercado y un mayor riesgo relativo, como es el caso de las inversiones inmobiliarias y las realizadas en el exterior (gráfico II.11).

<sup>1/</sup> Por tamaño de activos (US\$50.000 millones), las CSV conforman la segunda industria financiera no bancaria luego de los Fondos de Pensiones, y son un proveedor natural de fondos de largo plazo en el mercado financiero interno.

**GRÁFICO II.11**  
Portafolio de inversiones de las CSV (\*)  
(porcentaje)



(\*) Inversiones no incluyen inversiones con cuenta única de inversiones (CUI).  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

Aunque las inversiones en renta fija privada local (bonos corporativos y bancarios) han mantenido su participación relativamente estable en los últimos años, también se observa una mayor exposición hacia bonos con mayor riesgo de crédito. Así, las inversiones en instrumentos con clasificación de riesgo menor a AA han aumentado de 23 a 39% del stock entre el 2007 y 2014 (tabla II.3).

**TABLA II.3**  
Inversiones en renta fija según clasificación de riesgo (\*)  
(porcentaje)

Periodo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Renta fija privada nacional</b>								
AA o superior	77,0	70,4	67,8	70,7	67,5	64,5	61,3	61,3
A	18,8	23,4	27,2	25,1	26,3	28,7	28,6	29,9
BBB o inferior	4,2	6,2	5,0	4,2	6,1	6,8	10,1	8,8
<b>Renta fija extranjera</b>								
A o superior	46,1	31,2	28,3	25,0	19,7	14,4	9,0	8,4
BBB	41,7	58,0	44,6	44,4	49,0	61,2	61,9	62,7
BB o inferior	12,2	10,8	27,1	30,6	31,3	24,4	29,1	29,0

(\*) A diciembre de cada año. Datos 2014 corresponden a junio.  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información SVS.



Las inversiones en el exterior aumentaron de 3 a 11% del portafolio entre los años 2005 y 2014. Del total de estas inversiones, la mayoría se hace a través de instrumentos de renta fija (86%) y principalmente con clasificación de riesgo internacional BBB (63%). La mayoría de estos bonos está denominado en dólares, que generalmente son cubiertos a través de derivados *Cross Currency Swap* para dejar expresados sus flujos en UF, y así evitar el descalce con sus pasivos.

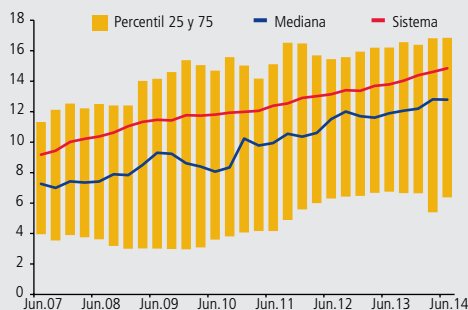
Las inversiones inmobiliarias, dentro de las que se incluyen arriendos de oficinas, han aumentado de 8 a 15% del portafolio entre el 2007 y 2014 (gráfico II.12). Destaca que los ingresos provenientes de los arriendos de los bienes raíces son sensibles a la tasa de vacancia de estos inmuebles. De la información reportada por las CSV, se observa que esta tasa viene en aumento en los últimos trimestres, lo que es coherente con la tendencia observada en la tasa de vacancia del mercado de oficinas *premium* señalado en este IEF (Capítulo III)<sup>2/</sup>. Este factor, y las modificaciones derivadas de la reforma tributaria en el ámbito de las inversiones inmobiliarias, pone presión a los ingresos que obtienen las CSV.

Un atenuante asociado a estas inversiones tiene relación con su valorización contable, la cual corresponde al menor valor entre su costo histórico y la tasación comercial<sup>3/</sup>. Datos reportados por las CSV, indican que el valor de mercado de sus inversiones inmobiliarias se ubicaría hasta 30% por sobre su valor contable.

En resumen, en un escenario de bajas tasas de interés de los bonos soberanos, las CSV han reestructurado su portafolio hacia inversiones de mayor retorno y riesgo relativo, y menor liquidez de mercado. Esto les ha permitido cumplir con sus compromisos pactados de rentas vitalicias, e intentar ser relativamente competitivos para el nuevo flujo de pensionados que se deciden por esta modalidad.

Sin embargo, la prolongación de este escenario de bajas tasas de interés podría intensificar el proceso de búsqueda de mayor retorno. Esto es especialmente relevante en el escenario actual, con premios por riesgos externos comprimidos y un mercado inmobiliario relativamente ajustado (tasas de vacancias al alza).

**GRÁFICO II.12**  
Inversiones inmobiliarias (\*)  
(porcentaje de las inversiones)



(\*) Inversiones no incluyen inversiones con cuenta única de inversiones (CUI).

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

<sup>2/</sup> Este riesgo fue observado por el FMI en junio del 2014, en la consulta del artículo IV (FMI 2014a).

<sup>3/</sup> El costo histórico se corrige por inflación y se deduce la depreciación. El valor de la tasación corresponde al menor valor de dos tasaciones, las que deben realizarse al menos cada dos años.

### III. USUARIOS DE CRÉDITO

#### EMPRESAS

**Las empresas han elevado su nivel de deuda con respecto al PIB. La expansión de las colocaciones comerciales ha caído, mientras que la deuda externa continúa creciendo principalmente por bonos e Inversión Extranjera Directa (IED).**

Al tercer trimestre del 2014 la deuda de las empresas llegó al 109% del PIB, nivel cerca de 2 puntos porcentuales superior al del primer trimestre. Algo parecido se observa cuando se excluye a Codelco y a las empresas financieras que presentan sus balances a la SVS (gráfico III.1)<sup>1/</sup>. El crecimiento de la deuda total se explica principalmente por la deuda externa, destacando el alza en bonos, y en menor medida IED, coherente con las emisiones de los últimos años y el menor costo de financiamiento (Capítulo II). La deuda local no ha contribuido de manera importante a este crecimiento, manteniendo las colocaciones comerciales una expansión moderada (anexo estadístico).

La deuda de las empresas que reportan a la SVS se mantiene alta en comparación histórica, en torno a 70% del patrimonio (gráfico III.2). Este nivel de endeudamiento ha sido superior al de otros países de la región y levemente inferior al de países desarrollados<sup>2/</sup>.

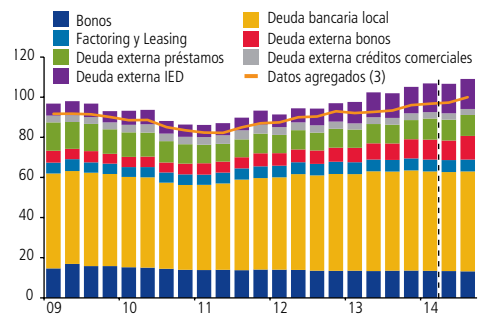
**En promedio, la rentabilidad de las empresas es menor que en años anteriores.**

A junio del 2014, la rentabilidad sobre activos y la cobertura de intereses de las empresas que reportan a la SVS no mostró mayores cambios (gráficos III.3 y III.4). Destaca, sin embargo, que en una perspectiva más larga (5 años), la cobertura de intereses ha disminuido, fruto principalmente de la menor rentabilidad de las empresas, toda vez que los gastos financieros se han mantenido relativamente estables como proporción de los activos (anexo estadístico).

A nivel país, la rentabilidad promedio de las empresas en el 2013 fue menor que en años anteriores (tabla III.1). Dado el menor crecimiento de la economía, estos niveles de rentabilidad podrían disminuir aún más, en particular en las empresas de menor tamaño, las cuales mostraron una mayor sensibilidad al ciclo económico durante el 2009.

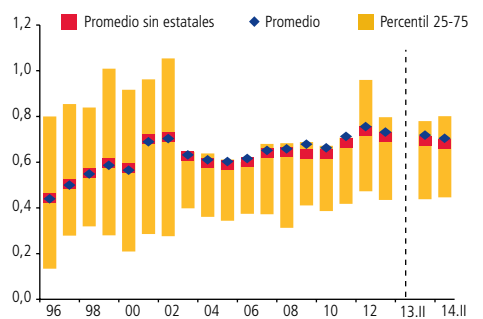
<sup>1/</sup> A partir de este IEF, el análisis del endeudamiento se realiza sobre una base más amplia de empresas y con información de micro datos. Por ello, existen algunas diferencias con las cifras de deuda reportadas anteriormente. Mayores detalles sobre este cambio en Roje y Vásquez (2014).  
<sup>2/</sup> Recuadro III.1 IEF Primer Semestre 2014.

**GRÁFICO III.1**  
 Deuda total de empresas (1) (2)  
 (porcentaje del PIB)



(1) Basado en información a nivel de empresa con la excepción de factoring y leasing.  
 (2) Mayor detalle sobre series ver anexo estadístico.  
 (3) No incluye a empresas financieras SVS ni Codelco.  
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Achef, SBIF y SVS.

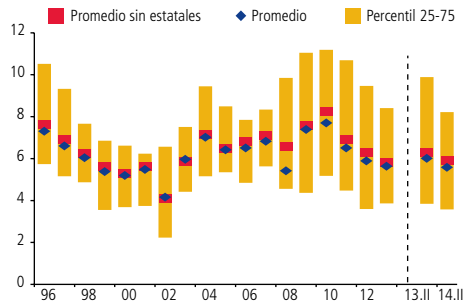
**GRÁFICO III.2**  
 Endeudamiento del sector corporativo (1) (2)  
 (veces)



(1) Razón deuda a patrimonio.  
 (2) A la izquierda de la línea punteada, datos a diciembre de cada año. A la derecha, a junio 2013 y 2014.  
 Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.



**GRÁFICO III.3**  
Rentabilidad del sector corporativo (1) (2)  
(porcentaje)

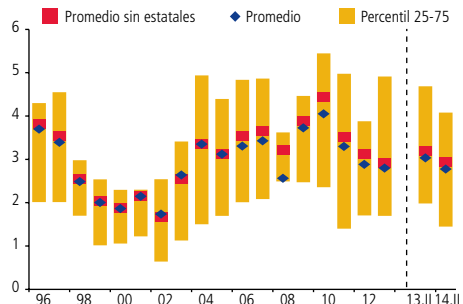


(1) Utilidad acumulada en doce meses antes de gastos financieros e impuestos sobre activos totales.

(2) A la izquierda de la línea punteada, datos a diciembre de cada año. A la derecha, a junio 2013 y 2014.

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

**GRÁFICO III.4**  
Cobertura de intereses del sector corporativo (1) (2)  
(veces)

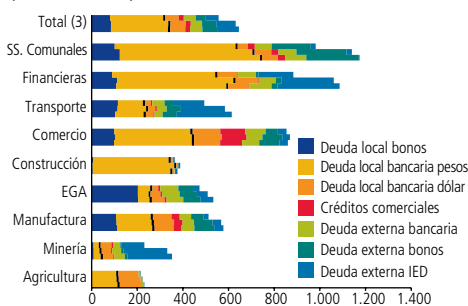


(1) Razón entre la utilidad antes de impuestos y gastos financieros sobre los gastos financieros anuales.

(2) A la izquierda de la línea punteada, datos a diciembre de cada año. A la derecha, a junio 2013 y 2014.

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

**GRÁFICO III.5**  
Endeudamiento por fuente y sector (1) (2)  
(millones de UF)



(1) Datos anuales para 2012 y 2013, última barra corresponde a junio 2014.

(2) La deuda a la derecha de la línea negra corresponde a deuda en moneda extranjera. Deuda local bancaria corresponde a información agregada por sector según clasificación de la SBIF.

(3) Promedio simple de todos los sectores.

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

**TABLA III.1**  
Rentabilidad de las empresas a nivel país (1) (2)  
(porcentaje)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (3)
<b>Micro y Pymes</b>							
Promedio	7,7	7,2	5,9	8,0	7,2	6,8	6,6
Percentil 25	-0,1	-1,0	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9
Mediana	2,6	3,1	1,9	3,4	2,8	2,8	2,7
Percentil 75	10,6	12,5	10,5	11,8	11,0	10,7	10,9
<b>Grandes</b>							
Promedio	5,3	3,5	5,1	4,9	4,0	3,5	3,3
Percentil 25	0,9	0,2	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3
Mediana	3,0	2,4	2,3	3,2	2,5	2,0	2,4
Percentil 75	7,3	6,9	7,7	8,0	8,1	5,7	5,9

(1) Utilidad del ejercicio sobre activos totales (sin considerar valores intangibles, nominales, transitorios y de orden). Valores ponderados por activos totales.

(2) No considera Servicios Financieros ni Minería.

(3) Información preliminar.

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

**Al segundo trimestre del 2014, la deuda en moneda extranjera fue cerca de 45% de la deuda total de las empresas. El descalce de las empresas SVS se mantuvo estable respecto de fines del año anterior.**

Resalta que la intensidad de uso de la deuda en moneda extranjera es heterogénea entre sectores. Por ejemplo, Construcción tiene una baja dependencia a este tipo de deuda, mientras que Minería ocupa como principal fuente de financiamiento la IED (gráfico III.5).

Al segundo trimestre del año, el descalce cambiario de las empresas SVS se mantuvo acotado, alcanzando en el agregado a -1% de los activos (anexo estadístico). Por otra parte, la fracción de empresas que presenta un descalce mayor al 10% de sus activos, y que por tanto están más expuestas a una depreciación del peso, se mantiene estable (gráfico III.6). Estimaciones internas no muestran una relación directa entre el descalce de activos y pasivos en moneda extranjera y la rentabilidad de las empresas (Recuadro III.1).

**Los indicadores de pago se han deteriorado marginalmente en los últimos trimestres, especialmente en sectores más sensibles al ciclo económico.**

El índice de cuota impaga (ICI), calculado con datos administrativos, muestra una leve alza en el 2014 (gráfico III.7). Ello, principalmente por el incremento en ciertos sectores, destacando Construcción (especialmente Obras Civiles) y Manufactura (particularmente Pesca).

Con todo, el incremento reciente del ICI corresponde a aumentos de los atrasos mayores a un año (gráfico III.8). En estos, nuevamente destacan Construcción y Manufactura, sumándose Comercio. A mediados del 2013, este último sector exhibió un deterioro del tramo 90 a 180 días por sobre lo observado históricamente. Dichos atrasos no fueron regularizados, por lo que están empezando a reflejarse en aumentos de las cuotas con atraso mayor a un año.

En resumen, el sector corporativo presenta un deterioro marginal en sus indicadores financieros, manteniendo un endeudamiento elevado y una rentabilidad baja para patrones históricos. Al mismo tiempo, no se observan

cambios relevantes en los indicadores de pago agregados, aunque por sectores hay algún deterioro, en particular en Comercio, Manufactura y Construcción.

**SECTOR INMOBILIARIO**

**Las ventas de viviendas nuevas se mantienen en niveles elevados, mientras la oferta se ha recuperado en lo más reciente.**

A pesar de una moderación durante el tercer trimestre del 2014, el volumen de ventas de viviendas nuevas en Santiago continúa por sobre el promedio del período 2002-2014 (gráfico III.9). Además, las tasas de desistimiento son algo menores que en el 2013. Como ha sido la tónica en el último tiempo, solo un bajo porcentaje de estas ventas corresponde a viviendas terminadas. No obstante, reflejando en parte la menor presión de los costos de construcción y la mayor disponibilidad de mano de obra, en lo más reciente han aumentado las ventas en estado de terminaciones y la producción de viviendas nuevas.

**Indicadores de mercado muestran un crecimiento sostenido para los precios de las viviendas en Santiago durante el 2014.**

En Santiago, los precios de las viviendas nuevas siguieron al alza, reflejando tanto la reducida oferta de viviendas como una demanda todavía robusta. De acuerdo con la Cámara Chilena de la Construcción, en el segundo trimestre del 2014 los precios de las viviendas nuevas subieron 10% real anual (gráfico III.10). Esta cifra es dos puntos porcentuales superior al crecimiento de igual período del año anterior. Esta dinámica es coherente con las menores tasas de interés y los aún elevados costos de construcción, pero pareciera todavía no estar reflejando el menor crecimiento de los ingresos laborales. También en Santiago, la rentabilidad bruta de las viviendas ha disminuido para casas y departamentos, lo que responde en parte a las menores tasas de interés hipotecarias (tabla III. 2).

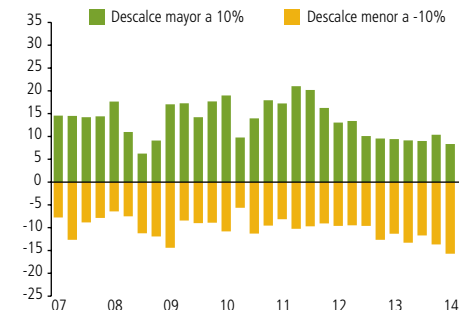
**TABLA III.2**  
Rentabilidad bruta anual de vivienda en Santiago (1)  
(porcentaje)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	I	II	III
Departamentos	7,4	7,1	7,1	7,3	7,2	7,3	6,8	6,8	6,5	6,3
Casas	6,8	6,5	6,8	7,1	7,0	7,0	6,5	6,5	6,4	6,2
Tasas hipotecarias (2)	5,1	6,1	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,4	4,2	3,8

(1) Calculado como el precio de arriendo anual dividido por el precio de venta.  
(2) Promedio de tasas de mutuos hipotecarios endosables y no endosables.  
Fuentes: Banco Central de Chile, Portalinmobiliario.com y SBIF.

Las condiciones de otorgamiento de los créditos hipotecarios se han mantenido estables durante los últimos años (2011-2013). En promedio, el porcentaje de financiamiento bancario en la compra de viviendas sigue en valores levemente sobre 80%, cifra por debajo de los niveles del período 2005-2008. En tanto, la proporción del ingreso destinada al pago de dividendos hipotecarios ha permanecido, en promedio, por debajo de 25% (Recuadro III.2).

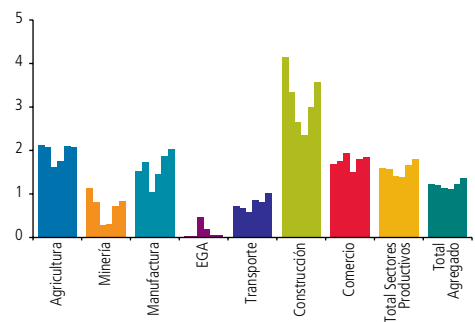
**GRÁFICO III.6**  
Descalce empresas del sector corporativo (\*)  
(porcentaje de los activos totales)



(\*) Considera una muestra de empresas que reportan sus balances en pesos. El descalce corresponde a pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, como porcentaje de los activos totales.

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

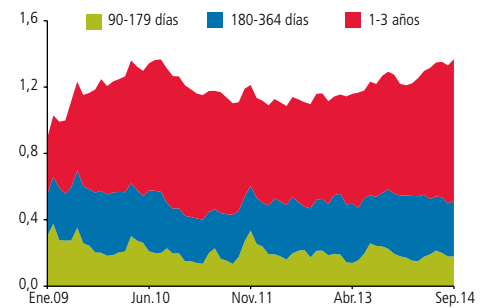
**GRÁFICO III.7**  
Índice de cuota impaga (1) (2) (3)  
(porcentaje de las colocaciones)



(1) Los sectores detallados corresponden sectores productivos. Se excluyen personas y empresas sin clasificación sectorial.  
(2) Datos a diciembre de cada año desde 2009. Barra del 2014 con datos a septiembre.  
(3) No considera colocaciones contingentes.

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

**GRÁFICO III.8**  
Índice de cuota impaga por tramos de atraso (1) (2)  
(porcentaje de las colocaciones)



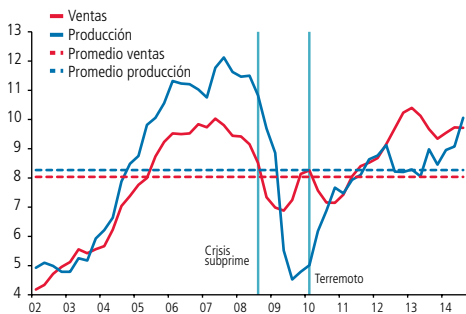
(1) Se excluyen personas y empresas sin clasificación sectorial.  
(2) No considera colocaciones contingentes.

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



**GRÁFICO III.9**

Ventas y producción de viviendas nuevas en Santiago (\*) (miles de unidades, promedio móvil anual)

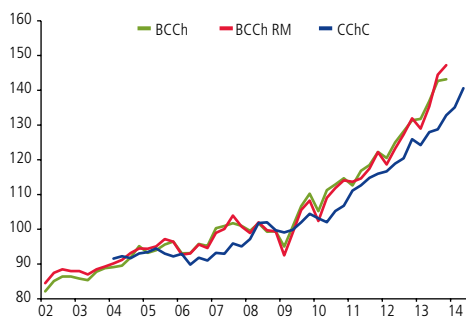


(\*) Incluye promesas brutas de ventas.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de GFK Adimark.

**GRÁFICO III.10**

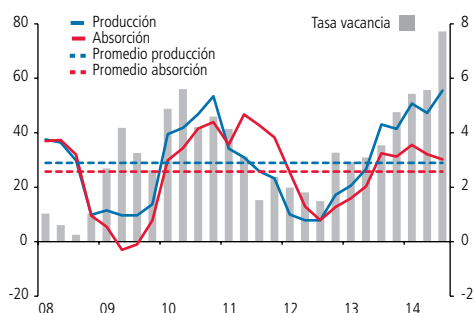
Precios de viviendas (índice base promedio 2008 = 100)



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

**GRÁFICO III.11**

Mercado oficinas clase A/A+ (veces)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Global Property Solutions.

**La producción de oficinas siguió superando ampliamente los niveles de absorción, incrementando las tasas de vacancia.**

En el mercado de oficinas, los metros cuadrados disponibles siguieron aumentando significativamente y al tercer trimestre del 2014 la producción prácticamente duplicó el promedio del período 2008-2014 (gráfico III.11). Al tercer trimestre del año, la absorción permaneció relativamente estable y en niveles inferiores a la producción. Ello, elevó las tasas de vacancia a sus máximos de los últimos siete años: 7,7% para clase A y 9,1% para clase B (GPS y CBRE Chile), lo que también se observa en otras ciudades de América Latina (gráfico III.12). Estimaciones de mercado apuntan a que las tasas de vacancia de las oficinas de clase A podrían llegar a 10% a fines del 2014. En línea con este panorama, los precios de los arriendos han bajado durante los primeros nueve meses de este año, dando cuenta, en parte, de la sobreoferta del mercado y del mayor poder de negociación de los clientes.

Las proyecciones de ingreso de nuevos proyectos de oficinas para los años venideros se redujeron por primera vez desde el 2012. Así en los primeros nueve meses de este año, el ingreso proyectado para el 2014 y 2015 disminuyó en 30 y 15%, respectivamente. Ello obedece al retraso en el inicio y/o recepción final de varios proyectos y al mayor porcentaje dedicado a plantas comerciales en proyectos de oficinas.

En resumen, la actividad en el sector inmobiliario residencial sigue evidenciando una oferta más restringida que la demanda, propiciando el incremento de los precios. No así en el sector de oficinas, cuya oferta disponible ha aumentado significativamente, impactando las tasas de vacancia y los precios de arriendo. El mercado espera un aumento transitorio en las ventas de viviendas nuevas el próximo año, previo a la entrada en vigencia de la reforma tributaria. No obstante, es importante que los agentes consideren que estos efectos podrían revertirse a futuro y por tanto no sostener la reciente evolución de los precios de las viviendas.

Por otro lado, la evidencia internacional señala que la dinámica de los precios de las propiedades comerciales tiende a ser más sensible al ciclo económico que el de las viviendas (Zhu, 2003; Yourko, 2009). Bajo condiciones económicas más débiles, se podrían generar nuevos ajustes de precios, aumentando la vulnerabilidad de los agentes expuestos a este sector.

**HOGARES**

**El crecimiento de la deuda total de los hogares se redujo marginalmente en el segundo trimestre del 2014. Sin embargo, la deuda hipotecaria mantiene tasas de crecimiento similares a años precedentes.**

Durante el segundo trimestre del 2014 la deuda total de los hogares se expandió 7,3% real anual, algo inferior al crecimiento de años anteriores. Ello, se explicó por el menor aumento de la deuda de consumo bancaria. Por su parte, el crecimiento anual de las colocaciones de consumo de oferentes no bancarios (2,2%) fue similar al de fines del 2013 (tabla III.3).

El crecimiento de la deuda hipotecaria no tuvo mayores cambios respecto de períodos previos, situándose en 9,2% real anual en el segundo trimestre. Esto, en un contexto de tasas de interés históricamente bajas para este tipo de créditos. Al segundo trimestre del 2014 disminuyeron cerca de 42 puntos base (pb) respecto de fines del 2013, descenso que se amplió hasta 80pb en el tercer trimestre y las ubicó del orden de 140pb por debajo del promedio 2002-2008. Por su parte, las colocaciones de oferentes no bancarios crecieron algo menos y mantuvieron su acotada participación en este tipo de créditos.

Al tercer trimestre del 2014, la deuda de consumo bancaria exhibe un crecimiento similar al segundo trimestre (4,5% real anual); en tanto la deuda hipotecaria de estos oferentes creció 10,1% real anual.

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

Indicador	2010	2011	2012	2013				2014		Contri- bución al crecimiento (1)	Participación
	IV	IV	IV	I	II	III	IV	I	II		
<b>Hipotecaria</b>	7,2	7,0	7,6	8,3	8,4	8,6	8,9	9,2	9,2	5,3	58,4
Bancaria	9,2	8,0	8,3	8,9	9,0	9,0	9,1	9,4	9,4	4,8	52,5
No bancaria (2)	-5,8	-0,7	2,0	4,0	4,1	5,6	7,4	7,8	7,2	0,4	6,0
<b>Consumo</b>	6,9	7,0	6,8	6,9	7,7	6,8	7,3	6,8	4,8	2,0	41,6
Bancaria	8,8	13,3	8,9	9,3	9,6	7,7	8,2	7,0	4,4	1,2	25,4
No bancaria	4,7	-7,6	-2,3	-2,9	-1,1	0,0	2,0	3,2	2,2	0,2	9,9
Casas Comerciales	6,1	-15,1	-5,6	-7,3	-5,8	-3,2	3,4	6,5	7,3	0,3	4,8
CCAF (3)	3,8	5,2	3,5	3,9	7,3	8,3	4,1	3,8	0,6	0,0	3,5
Cooperativas	2,1	-5,1	-3,3	-3,6	-3,9	-6,5	-5,6	-6,5	-7,5	-0,1	1,6
Otras (4)	3,6	18,3	17,8	17,3	16,6	15,7	13,6	12,6	10,3	0,6	6,3
<b>Total</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,3</b>	<b>100,0</b>

- (1) Puntos porcentuales.
- (2) Incluye deuda hipotecaria securitizada.
- (3) Cajas de Compensación de Asignación Familiar.
- (4) Incluye financiamiento automotriz, deuda universitaria, gobierno central y compañías de seguros.

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

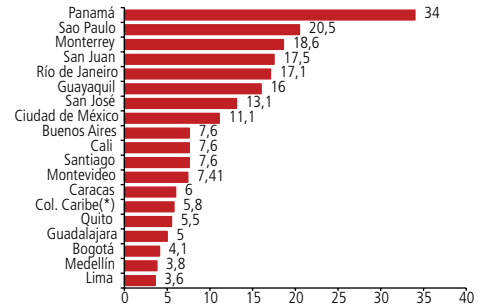
**La deuda de consumo bancaria redujo su tasa de crecimiento, explicado en parte por la contracción del número de deudores.**

Entre fines del 2013 y el tercer trimestre de este año el número de deudores de créditos de consumo pasó de exhibir un crecimiento de 2,1% a una contracción de 1% anual (tabla III.4). Por su parte, el crecimiento anual del número de deudores hipotecarios bancarios se mantiene relativamente estable en 2,8%. En tanto, la deuda promedio de este tipo de crédito subió a 6,8% real anual, en línea con la evolución de los precios de las viviendas.

**Pese a la menor expansión de la deuda, la razón entre deuda e ingreso de los hogares ha aumentado producto de la mayor deuda hipotecaria y el menor incremento del ingreso. La carga financiera por su parte se mantiene estable.**

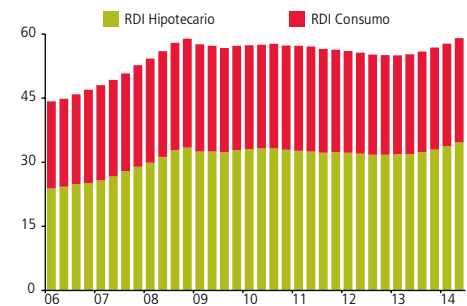
La razón entre la deuda y el ingreso —endeudamiento de los hogares— subió a 59% en el primer semestre del 2014 (gráfico III.13). Respecto de fines del

**GRÁFICO III.12**  
Tasa de vacancia en América Latina: Clase A y B  
(porcentaje a junio del 2014)



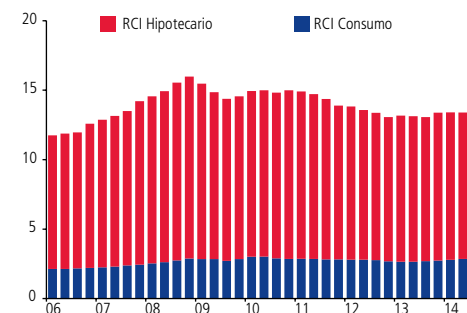
(\*) Colombia Caribe: incluye a Barranquilla, Santa Marta y Cartagena.  
nte: Jones Lang LaSalle (2014).

**GRÁFICO III.14**  
Endeudamiento de los hogares  
(porcentaje del ingreso disponible)



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

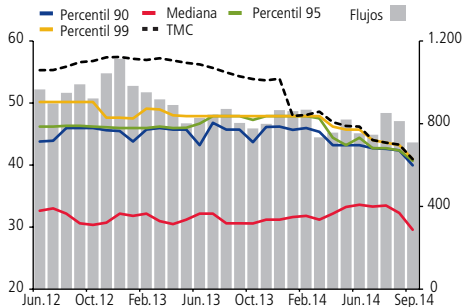
**GRÁFICO III.13**  
Carga financiera de los hogares  
(porcentaje del ingreso disponible)



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

**GRÁFICO III.15**

Tasa y flujos de créditos de consumo menor a UF50 (porcentaje, miles de UF)

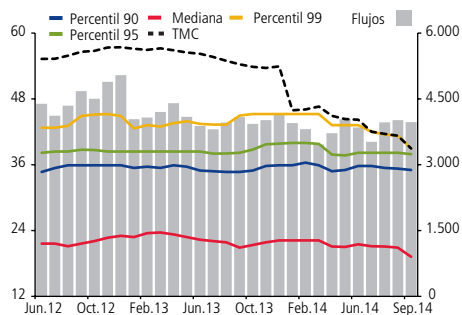


(\*) Estadísticos ponderados por monto, períodos ajustados al mes de cambio en la TMC, flujos normalizados por número de días efectivos.

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

**GRÁFICO III.16**

Tasa y flujos de créditos de consumo entre UF50 y 200 (\*) (tasa anual, miles de UF)

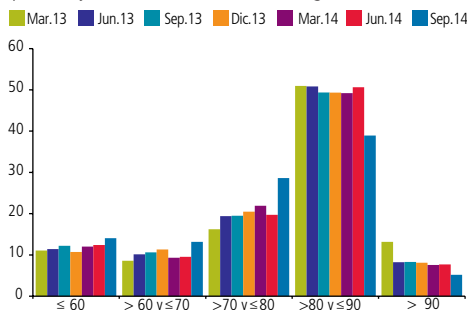


(\*) Estadísticos ponderados por monto, períodos ajustados al mes de cambio en la TMC, flujos normalizados por números de días efectivos.

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

**GRÁFICO III.17**

Razón deuda a garantía hipotecaria (porcentaje del número de créditos otorgados)



Fuente: Banco Central de Chile.

**TABLA III.4**

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

	2011				2012				2013				2014		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III(*)
Hipotecario	9,6	9,1	8,7	8,2	8,1	8,3	8,3	8,3	8,9	9,0	9,0	9,1	9,4	9,4	9,8
Deudores	4,2	4,1	3,5	2,6	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,6	2,8	3,0	2,7	2,8
Deuda promedio	5,2	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0	5,9	5,9	6,3	6,4	6,2	6,1	6,2	6,5	6,8
Consumo	12,2	13,1	13,8	13,3	11,0	10,7	10,4	8,9	9,3	9,6	7,7	8,2	7,0	4,4	4,6
Deudores	5,2	7,4	7,8	8,1	10,0	9,3	9,1	9,6	7,6	6,5	4,3	2,1	1,4	0,8	-1,0
Deuda promedio	6,6	5,3	5,5	4,8	0,9	1,3	1,2	-0,7	1,5	2,9	3,2	6,0	5,5	3,6	5,6

(\*) Datos a agosto del 2014.

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

2013, esta razón aumentó en 2 puntos porcentuales (pp). De ellos, 1,5pp se explican por el crecimiento de la deuda hipotecaria. Por su parte, la carga financiera de los hogares relativa al ingreso disponible se mantuvo en torno a 14% (gráfico III.14). La estabilidad de este último indicador está asociada al menor costo financiero de los créditos hipotecarios y de consumo.

**De acuerdo con la información hasta ahora disponible, la nueva reglamentación para la Tasa Máxima Convencional (TMC) no habría afectado los flujos de crédito de la banca.**

En diciembre del 2013 entró en vigencia la nueva Ley sobre TMC. Desde esa fecha, la TMC de las operaciones en moneda nacional no reajustable mayores a 90 días descendió 13 y 15pp para los tramos entre UF0-50 y 50-200. Así, a fines del tercer trimestre del 2014, llegó a tasas de 40,95 y 38,95%, respectivamente. Si bien estas reducciones son significativas, no se ha observado un efecto en los flujos de crédito de la banca (gráficos III.15 y III.16). Dado que esta Ley aún se encuentra en fase de implementación, se esperan nuevas reducciones en la TMC, las cuales podrían generar algún impacto, debido al importante número de operaciones que se realizan con tasas de interés entre 35 y 40%.

**La banca reporta estándares de crédito algo más restrictivos para los préstamos de consumo y sin cambios para los hipotecarios.**

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de junio y septiembre del 2014 reportaron condiciones más restrictivas para la oferta y demanda de créditos de consumo. Para la deuda hipotecaria, si bien en septiembre la mayoría de los bancos informó condiciones de oferta sin cambios con respecto a junio, sí los había señalado —más restrictivo— cuando se revisaba la situación de junio respecto de la de marzo. De acuerdo con la misma encuesta, los créditos otorgados con más de 80% de financiamiento han disminuido en favor de aquellos entre 70 y 80% de financiamiento (gráfico III.17). Considerando una muestra de transacciones de créditos hipotecarios, esta cifra está en línea con el promedio efectivo entre el 2004 y 2013, a la vez que es inferior al del 2005-2008 (Recuadro III.2).

**En su mayoría, los indicadores de no pago se mantienen estables.**

Al segundo trimestre del 2014, la razón entre la mora de los créditos y el total de las colocaciones para los oferentes no bancarios de crédito de consumo

se mantuvo estable respecto del último cuarto del 2013. Si bien para las casas comerciales esta razón aumentó en el margen, siguió siendo inferior al promedio 2010-2013. Por otra parte, se moderó el deterioro observado para este indicador en las Cajas de Compensación de Asignación Familiar durante el último año (anexo estadístico). Los indicadores de no pago para créditos hipotecarios y de consumo bancario se mantienen estables en igual período (Capítulo IV).

En síntesis, los hogares muestran un deterioro marginal en su situación financiera, debido al mayor endeudamiento. Si bien el crecimiento de la deuda total ha disminuido, principalmente por una menor expansión de la deuda de consumo, la deuda hipotecaria mantiene altas tasas de crecimiento. Esto último se ha dado en un contexto de tasas de interés en niveles históricamente bajos para este tipo de créditos y precios de las viviendas dinámicos. Así, la razón deuda a ingreso ha aumentado en tanto que la razón carga financiera a ingreso se ha mantenido estable. Por otra parte, los indicadores de pago de los hogares no presentan un deterioro hasta el momento, pese a la menor actividad económica. El bajo nivel de la tasa de desempleo y la orientación de la banca hacia hogares menos expuestos al ciclo económico son factores que podrían explicar este hecho. Con todo, se debe considerar que el mercado laboral podría deteriorarse, reduciendo la capacidad de pago de los hogares.



## RECUADRO III.1 DESCALCE CAMBIARIO DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO

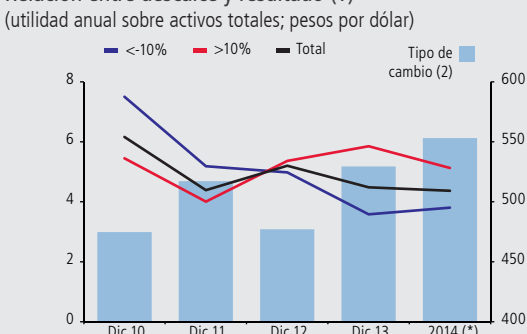
A partir del 2012 se ha visto un importante nivel de emisiones de deuda en el exterior de las firmas locales. Ello, en conjunto con las fluctuaciones del tipo de cambio, motiva a revisar con mayor detalle el descalce cambiario de las empresas que reportan a la SVS<sup>1/</sup>. Para ello se combinan múltiples fuentes de información<sup>2/</sup>.

Estimaciones internas sugieren que para este grupo de empresas la depreciación del peso no ha disminuido su rentabilidad sobre activos (ROA). Por una parte, el impacto contable del tipo de cambio en la utilidad a través de las diferencias de cambio es reducido (0,2% de los activos). Por otra, no se aprecia una relación directa entre descalce cambiario y ROA, incluso en períodos con una alta depreciación del peso.

No obstante, firmas con un elevado nivel de descalce podrían presentar un mayor impacto. En esta línea, un grupo de interés corresponde al conformado por firmas con descalce mayor a 10%, cuya fracción en los últimos años se ha mantenido constante (gráfico III.6).

La evidencia empírica sobre estas firmas no muestra una relación robusta entre alto descalce, depreciación del peso y ROA (gráfico III.18). La depreciación de 10% entre el 2010 y 2011 involucró una reducción del ROA para estas firmas, pero también se observó similar patrón para aquellas con descalce negativo. La depreciación entre el 2012 y 2013 sugiere una relación positiva entre descalce cambiario y ROA, resultado contrario

**GRÁFICO III.18**  
Relación entre descalce y resultado (1)



(1) Corresponde a las empresas con descalce extremo. Este se mide con 6 meses de rezago y se muestra la utilidad a la fecha.

(2) Corresponde al promedio del último mes de cada período.

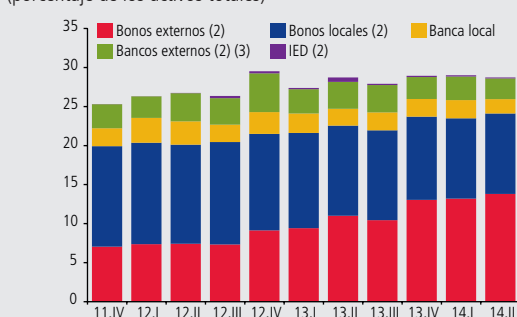
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SVS.

<sup>1/</sup> Se excluyen empresas de menor tamaño, lo cual limita el alcance de los resultados.  
<sup>2/</sup> Balances individuales de empresas que reportan a la SVS; deuda bancaria local de datos administrativos de la SBIF; derivados cambiarios y deuda externa recopilada por el Banco Central.

a lo esperado. Finalmente, en la depreciación más reciente se observa algún deterioro en rentabilidad, pero este es acotado.

Las emisiones recientes de deuda externa del sector corporativo<sup>3/</sup> podrían reflejarse en un mayor nivel de endeudamiento de los emisores, en conjunto con un mayor descalce. La información disponible indica que desde fines del 2011 el aumento del endeudamiento en estas empresas no ha sido significativo, tanto a nivel individual como consolidado (gráfico III.19). Más aún, desde mediados del 2013 los bonos externos representan una proporción cada vez mayor de los activos totales, en desmedro de los bonos locales. Esto último podría significar un aumento del descalce en caso de no cubrir apropiadamente el aumento de los pasivos en dólares<sup>4/</sup>.

**GRÁFICO III.19**  
Deuda de las empresas emisoras de bonos externos (1)



(1) No considera el sector financiero, minero ni estatal entre los emisores de bonos externos. Resultados para 14 emisores.

(2) Convertida a pesos según el tipo de cambio promedio del último mes de cada trimestre (incluye bonos locales en USD).

(3) Banca externa incluye a organismos multilaterales.

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

Dentro de estos emisores de deuda externa, el conjunto de firmas que mantienen contabilidad en pesos totalizan colocaciones por US\$4.375 millones. Para la mayoría de estas empresas, que representan en su conjunto el 80% de estas emisiones, su descalce cambiario no se incrementa después de la emisión.

En resumen, para las empresas que reportan a la SVS, no se observa un deterioro importante de la rentabilidad de las firmas que presentan descalce cambiario respecto del total. Ello es válido incluso en firmas que presentan mayores descalces. En tanto, las emisiones recientes de bonos externos han sido acompañadas, en general, de coberturas cambiarias y por ende no se ha deteriorado el descalce de estas empresas.

<sup>3/</sup> Considera emisiones entre enero del 2012 y junio del 2014, por un total de US\$ 7.182 millones.

<sup>4/</sup> No se cuenta con información de la madurez de los derivados cambiarios, lo que omite el riesgo de renovación.

## RECUADRO III.2 FINANCIAMIENTO BANCARIO DE TRANSACCIONES DE VIVIENDAS

El objetivo de este Recuadro es describir la evolución del financiamiento bancario, a través de crédito hipotecario, en la compra de viviendas durante el período 2004-2013. En particular, se analiza la razón entre crédito y valor de la vivienda —*loan to value* o LTV— al momento de la originación, utilizando una muestra de transacciones efectivas de viviendas<sup>3/</sup>.

### Distribución del LTV

La dinámica del LTV da cuenta del ciclo económico. Entre el primer trimestre del 2005 y el segundo del 2008, los bancos otorgaron en promedio financiamiento hipotecario por el 86% del valor de la vivienda. Sin embargo, en la medida que las condiciones financieras se empezaron a deteriorar a partir de septiembre del 2008, se observa una reducción del LTV, hasta llegar a valores del orden de 72% hacia finales del 2010. Posteriormente, este indicador subió, manteniéndose estable desde el 2011 y hasta el cierre del 2013 en valores promedio levemente sobre 80% (gráfico III.20).

El análisis de la distribución del LTV por trimestre permite concluir que, en lo más reciente, un cuarto de los créditos hipotecarios se otorgan con un LTV sobre 90%. En el período 2005-2008, esa misma fracción de transacciones se otorgaban con un 100% de financiamiento. Por otra parte, el valor mediano se encuentra levemente por debajo de 90%, lo que da cuenta de una alta concentración de créditos con un LTV en torno a este porcentaje. Ello es coherente con el auto reporte de los bancos en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB), la cual señala que el mayor porcentaje de créditos son otorgados en tramos de LTV superiores a 80%.

Los datos indican que también existen diferencias en el LTV para distintos valores de las viviendas compradas. En general, el LTV es inferior y más estable en viviendas de mayor valor (más de UF6.000). Esto es observable no solo en términos promedio, sino también respecto de los extremos de la distribución (tabla III.5). En particular, un cuarto de los créditos otorgados a viviendas de más de UF6.000 obtuvo un financiamiento igual o superior a 90% durante todo el período analizado. En los créditos entre UF1.000 y 2.000, este mismo porcentaje de transacciones se otorgó con un LTV de 100% en el período previo al 2009.

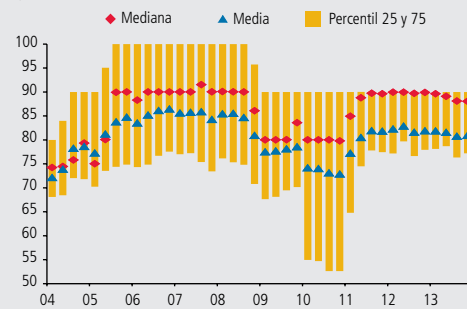
<sup>3/</sup> La muestra solo incluye operaciones con financiamiento bancario y que hayan sido realizadas por una persona natural.

Por tanto, la alta concentración de créditos con 100% de financiamiento observado a nivel agregado durante el período 2005-2008 se explica mayoritariamente por el financiamiento de viviendas entre UF1.000 y 2.000. En lo más reciente, transacciones con un LTV de 100% continúan concentrándose en este tramo de valor de viviendas, pero representan un porcentaje inferior a 3% de las transacciones totales (gráfico III.21).

GRÁFICO III.20

Razón entre crédito y valor de la vivienda

(porcentaje)



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

TABLA III.5

LTV según tramo de valor de la vivienda

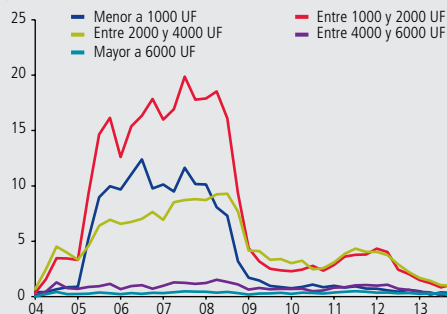
(porcentaje)

Indicador	2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		
	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	IV	
<b>Entre UF 1000 y UF 2000</b>																					
Media	84,3	90,0	90,4	91,2	86,4	82,8	84,4	85,3	84,5	83,5											
Percentil 25	76,3	84,9	86,8	88,9	80,0	78,5	80,0	80,5	80,3	80,0											
Mediana	89,4	92,8	95,6	100,0	90,0	87,4	89,5	90,0	89,6												
Percentil 75	98,9	100,0	100,0	100,0	100,0	90,0	90,0	90,0	90,0												
<b>Entre UF 2000 y UF 6000</b>																					
Promedio	81,7	84,0	85,3	85,8	84,0	81,9	83,8	84,4	84,4	82,4											
Percentil 25	75,0	75,0	79,4	80,0	77,6	76,3	80,0	80,0	80,2	80,0											
Mediana	85,2	90,0	90,0	90,0	90,0	88,4	89,7	90,0	89,2												
Percentil 75	91,1	100,0	100,0	100,0	100,0	90,0	90,0	90,0	90,0												
<b>Más de UF 6000</b>																					
Media	73,5	74,6	77,0	76,4	74,3	74,0	73,3	76,5	75,0	73,3											
Percentil 25	61,1	61,5	66,1	65,4	62,9	62,2	60,3	66,2	64,2	63,4											
Mediana	79,2	78,5	80,0	80,0	80,0	79,3	78,5	80,2	80,0	79,9											
Percentil 75	89,1	90,0	90,4	90,7	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	89,2											

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

**GRÁFICO III.21****Créditos hipotecarios otorgados con 100% de financiamiento**

(porcentaje de las transacciones totales)



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

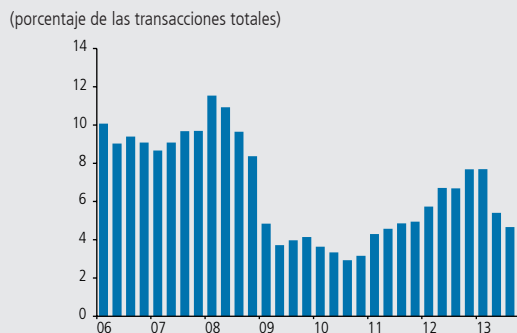
**Vínculo con otras condiciones crediticias**

Además del porcentaje de financiamiento hipotecario en las transacciones de viviendas, los bancos utilizan —entre otras variables— la fracción del ingreso que representa el dividendo (*dividend to income* o DTI) como un antecedente a evaluar al momento de otorgar un crédito hipotecario. En el caso de la muestra de transacciones analizada, se mantuvo estable por debajo de 25% entre el 2006 y el 2013.

Combinando ambos elementos (LTV y DTI), se puede estimar la proporción de transacciones efectuadas con condiciones de crédito menos restrictivas. Esto es, una carga financiera relevante (DTI sobre 30%) y un alto financiamiento bancario (LTV mayor a 90%). Esta proporción alcanzó niveles en torno al 10% durante el período 2006-2008, lo que es coherente con el alto LTV observado en ese lapso. En lo más reciente, dicha fracción se redujo, representando a finales del 2013 solo 6% de las transacciones totales (gráfico III.22).

**GRÁFICO III.22****Transacciones hipotecarias con condiciones crediticias menos restrictivas**

(porcentaje de las transacciones totales)



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

En resumen, las condiciones crediticias para préstamos hipotecarios para la vivienda, medidas a través del LTV y del DTI, permanecieron relativamente estables en los últimos años, y en niveles inferiores a los observados durante los años 2005 al 2008.

## IV. SISTEMA BANCARIO

El crecimiento anual del crédito comercial y de consumo siguió reduciéndose. Los indicadores de riesgo de crédito siguen estables, aunque algunos bancos presentan ajustados niveles de cobertura de provisiones. El resultado del escenario de estrés es similar al del IEF anterior, con alguna diferencia originada en la mayor rentabilidad inicial.

### EVOLUCIÓN

**El crecimiento de los créditos comerciales y de consumo ha descendido a cerca de 3% real anual, no así el del crédito hipotecario que ha continuado creciendo en torno a 10% real anual**

La menor expansión del crédito comercial ha coincidido con el bajo desempeño de la inversión y actividad económica (gráfico IV.1). A nivel de los demandantes, resalta la caída en Construcción y Minería, y la desaceleración en Servicios (gráfico IV.2). En el agregado destaca que los créditos evaluados individualmente —se pueden relacionar con el financiamiento a grandes empresas<sup>1/</sup>— han disminuido drásticamente a partir del segundo trimestre del 2014. Ello, a diferencia de la evaluación grupal, que se redujeron en el 2013 (gráfico IV.3).

En los créditos de consumo, el menor crecimiento es transversal entre los bancos, acentuándose en las divisiones especializadas. En particular, se han reducido los montos más altos (sobre UF3.000) (gráfico IV.4). En tanto, la deuda hipotecaria se mantiene creciendo cerca de 10% real anual, impulsada por los bancos de mayor tamaño.

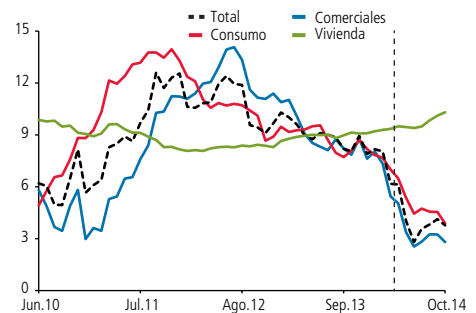
**El menor crecimiento del crédito comercial y de consumo se ha dado en un contexto de condiciones de costo más favorables, pero con requisitos de acceso que han aumentado y una demanda que se ha debilitado.**

Las tasas de interés de los créditos comerciales, de consumo e hipotecarios han tenido caídas importantes en el último año, coherentes con una política monetaria más expansiva. Pese a esto, el crecimiento del crédito comercial y de consumo ha seguido disminuyendo, respondiendo a un escenario en que las condiciones de oferta se han vuelto más restrictivas y la demanda se ha debilitado, como lo muestra la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) de septiembre del 2014.

En la cartera comercial, la reducción tanto de las tasas de interés como de los flujos de crédito sugieren que factores de demanda estarían predominando, debido a que las firmas han reducido sus necesidades de financiamiento bancario. La ECB de septiembre muestra que tanto factores de oferta como

<sup>1/</sup> Este tipo de evaluación representa cerca del 80% del financiamiento bancario a empresas. Según la definición de la SBIF, esta es necesaria cuando se trata de empresas que por su tamaño, complejidad o nivel de exposición con la entidad, requieren un análisis en detalle.

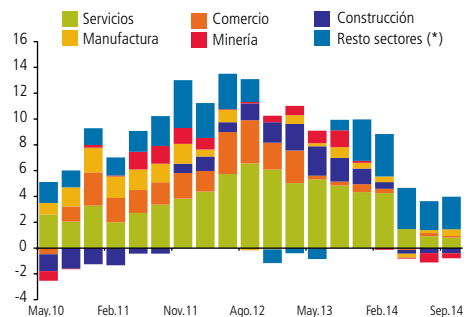
**GRÁFICO IV.1**  
Crecimiento de las colocaciones (\*)  
(porcentaje; variación real anual)



(\*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IEF anterior.

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

**GRÁFICO IV.2**  
Contribución al crecimiento de las colocaciones a empresas por sector económico  
(porcentaje, variación real anual)

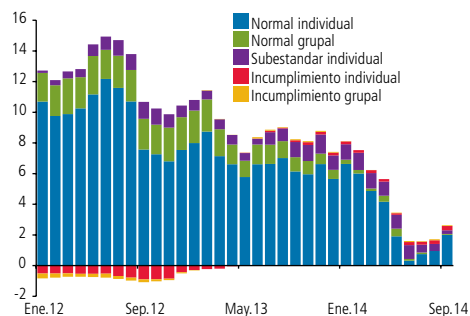


(\*) Considera EGA; Transporte, Almacenamiento y Comunicación; Silvoagropecuario, Ganadería y pesca; Inmobiliario.

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

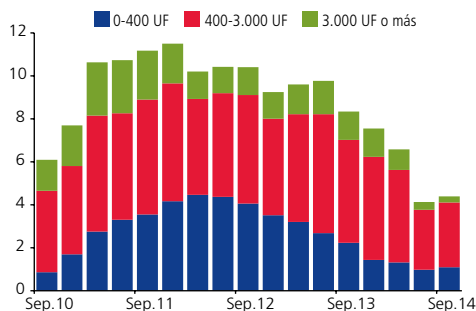


**GRÁFICO IV.3**

 Categorías de colocaciones comerciales  
 (contribución al crecimiento real anual; porcentaje)


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

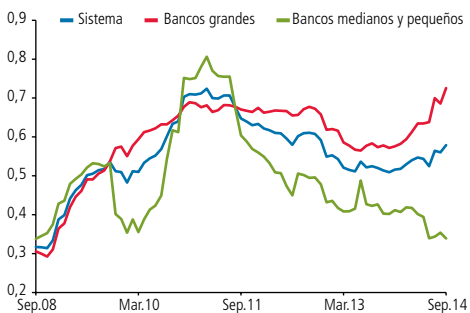
**GRÁFICO IV.4**

 Contribución al crecimiento de colocaciones de  
 consumo por tramo de deuda (\*)  
 (porcentaje, variación real anual)


(\*) Incluye deuda de consumo de las cooperativas de ahorro y crédito fiscalizadas por la SBIF. Excluye la filial de Ripley a partir de Diciembre 2013.

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

**GRÁFICO IV.5**

 Castigos de la cartera comercial por tamaño de  
 bancos  
 (porcentaje de las colocaciones, suma móvil 12 meses)


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

de demanda se han vuelto más restrictivos que en períodos previos, pero el cambio en estos últimos es más pronunciado.

**Los indicadores de riesgo de crédito no han tenido grandes cambios, aunque algunos bancos presentan ajustados niveles de cobertura de provisiones para la cartera comercial.**

En el agregado, la morosidad de la cartera comercial se mantiene estable en el 2014 (tabla IV.1). No obstante, en sectores específicos, como Construcción y Manufactura, aumenta marginalmente el índice de cuota impaga (ICI) (Capítulo III). Además, en los últimos años se ha visto una continua reclasificación hacia categorías de mayor riesgo en la evaluación individual de los créditos que realiza la banca. Así, la participación de las tres mejores categorías de riesgo (A1-A3) se redujo de 48 a 43% entre diciembre del 2012 y septiembre del 2014.

**TABLA IV.1**

 Morosidad a 90 días  
 (porcentaje de las colocaciones)

	2010.IV	2011.IV	2012.IV	2013.IV	2014.I	2014.II	2014.III
Comercial (*)	1,7	1,5	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6
Consumo	2,3	2,5	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Vivienda	5,0	4,2	3,9	3,3	3,2	3,2	3,1

(\*) Incluye colocaciones de comercio exterior y contingentes.

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

Los castigos de la cartera comercial han subido desde principios de año, explicados por el significativo aumento en la banca de mayor tamaño (gráfico IV.5). Asimismo, algunos bancos presentan un nivel de provisiones que solo cubre la morosidad (gráfico IV.6). Esto cobra relevancia en bancos con alta exposición a los principales deudores del sistema, tanto morosos como vigentes (gráfico IV.7).

En los hogares, la mora de los créditos de consumo e hipotecarios también se ha mantenido estable. Además, ha sido acompañada por menores castigos y niveles de provisiones que cubren adecuadamente la morosidad de la cartera.

**La rentabilidad de la banca ha subido en los últimos trimestres impulsada por el efecto transitorio de la inflación.**

Pese al menor crecimiento del crédito total y el leve deterioro de algunos indicadores de pago, la rentabilidad de la banca ha subido en el curso del año. Ello, a raíz del alza del margen de reajuste producto de la mayor inflación. El margen de interés —componente principal de los ingresos— se ha mantenido estable durante el 2014, al igual que el resto de los componentes de la rentabilidad.

**El financiamiento de la banca a través de la emisión de bonos en el mercado local y externo aumentó, en tanto que la dependencia del financiamiento mayorista se mantuvo.**

La participación de los bonos emitidos dentro y fuera de Chile subió hasta 23,7% de los pasivos totales de la banca (gráfico IV.8). Si bien el financiamiento a través de bonos es normalmente a plazos más largos —lo que reduce el descalce de madurez del balance de los bancos—, debido a la gestión de su colocación, la renovación de estos fondos involucra más tiempo que la de otras fuentes.

Por el lado del financiamiento mayorista, su participación en los pasivos no muestra mayores cambios, ni a nivel del sistema ni por tamaño de los bancos. Resalta la menor concentración de fondos mutuos en los últimos dos años, con un número promedio de administradoras que subió de 5,5 a 6,5 entre el 2012 y agosto del 2014.

**FACTORES DE RIESGO**

***El menor crecimiento de la economía no ha afectado de modo relevante los indicadores de pago, aunque persisten riesgos al respecto.***

Los indicadores de pago de la cartera de consumo no presentan cambios importantes. Esto podría deberse, en parte, a la baja en la exposición a hogares de menores ingresos. También porque, pese al menor crecimiento de la economía, el mercado laboral no ha mostrado un deterioro relevante y la tasa de desempleo sigue baja. No obstante, un aumento en su nivel podría tener efectos adversos.

Al tercer trimestre, los indicadores de pago de la cartera comercial, en promedio, no muestran cambios significativos, aunque se observan deterioros en sectores específicos. Si bien hasta ahora no se aprecian cambios en el nivel agregado que puedan asociarse a la menor actividad y demanda interna, persiste el riesgo de que dichos efectos se hagan más visibles en los trimestres siguientes. Ello, podría agudizarse ante una prolongación o profundización del menor crecimiento. Cabe destacar que el impacto de este riesgo es heterogéneo entre instituciones, por lo que es relevante que cada banco mantenga un nivel de provisiones adecuado a su exposición.

***Es posible que la banca enfrente períodos de volatilidad en sus fuentes de financiamiento locales y externas, debido a cambios regulatorios y a la situación financiera externa.***

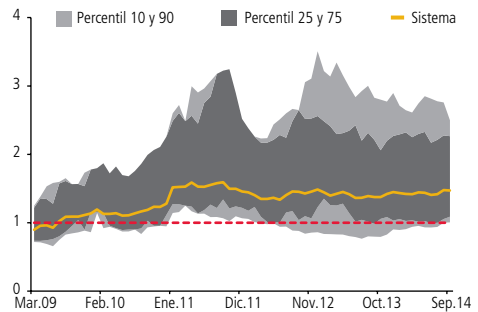
No obstante los cambios favorables en el financiamiento mayorista local, la alta dependencia de los bancos de mediano tamaño los hace vulnerables a movimientos en los portafolios de estos inversionistas. Ello podría implicar un alza de sus costos de financiamiento. En particular, los fondos mutuos podrían adecuar su portafolio de inversión, como consecuencia del mayor límite de exposición por emisor incluido en la Ley Única de Fondos (LUF).

El costo de financiamiento externo podría subir por una mayor volatilidad en los mercados financieros externos si se materializan los escenarios de riesgo (Capítulo I). Esto potenciaría el acomodo de portafolio de los agentes, incidiendo en la volatilidad del financiamiento bancario.

**EVALUACIÓN DE LOS ESCENARIO DE ESTRÉS<sup>2/</sup>**

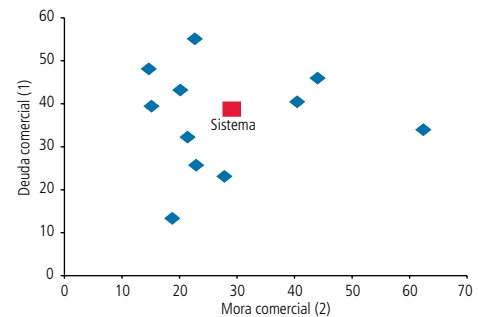
***Los ejercicios muestran que el sistema bancario mantiene una posición financiera suficiente para absorber la materialización de un escenario de tensión severo. La mayor rentabilidad inicial —asociada a factores transitorios— determina un resultado algo mejor que en el IEF anterior.***

**GRÁFICO IV.6**  
Cobertura de provisiones de la cartera comercial (\*) (veces)



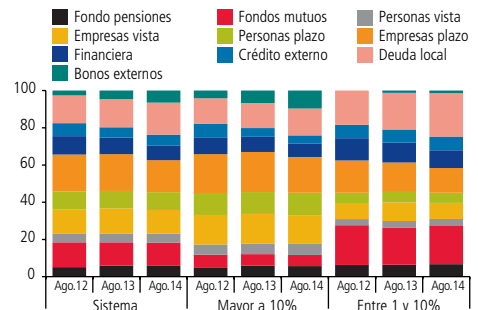
(\*) Cuociente entre provisiones específicas sobre mora de 90 días o más. Percentiles ponderados por tamaño de la cartera comercial. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO IV.7**  
Concentración de los 500 mayores deudores comerciales y morosos del sistema (porcentaje de la cartera respectiva)



(1) Exposición a los 500 mayores deudores vigentes del sistema sobre las colocaciones comerciales de cada banco.  
(2) Exposición a los 500 mayores deudores morosos del sistema sobre la mora comercial de cada banco. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF.

**GRÁFICO IV.8**  
Pasivos por tamaño de banco (\*) (porcentaje de los pasivos)



(\*) Tamaño de banco definido como la participación por activos. No incluye derivados, ni otros pasivos. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SBIF y el DCV.

**GRÁFICO IV.9**

**Crecimiento real anual del PIB**  
(porcentaje)



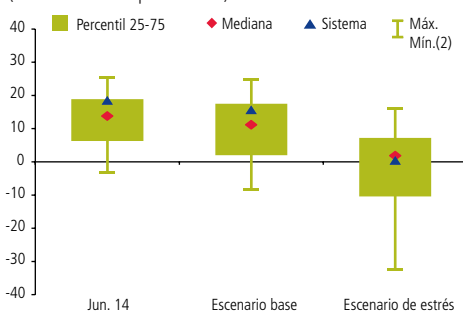
(\*) Escenario base del IPoM de septiembre de 2014 que considera un crecimiento del PIB de entre 3 y 4% para el 2015.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO IV.10**

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

(utilidad sobre capital básico)



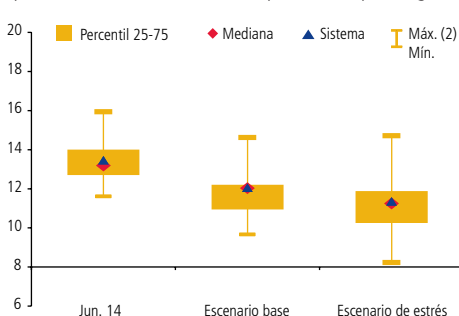
(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.  
(2) Los mínimos corresponden al percentil 1.

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

**GRÁFICO IV.11**

**Impacto de distintos escenarios sobre el índice de adecuación de capital (1)(2)**

(patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo)



(1) Las cifras están ponderadas por el capital básico de cada institución.  
(2) Los cálculos no consideran la banca de tesorería y comercio exterior.  
(3) Los máximos corresponden al percentil 90.

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

Los ejercicios de tensión emplean información macro y contable del sistema bancario a junio del 2014. Para el cálculo del riesgo de crédito se estima un modelo que relaciona provisiones —que reflejan la calidad de las carteras de crédito de los bancos— principalmente con la actividad económica. Para el cálculo del riesgo de mercado se consideran tres tipos de exposición: moneda, valoración y reprecio. Ambos riesgos se evalúan en escenarios base y de estrés, siguiendo la metodología presentada en el IEF del segundo semestre del 2013.

El escenario de estrés considera una caída del PIB de -3% anual en el 2015 y un aumento de 1,3% en el 2016. Ello intenta replicar episodios relevantes de fragilidad financiera pasados (gráfico IV.9)<sup>3/</sup>.

Las condiciones iniciales del actual ejercicio (junio 2014) son más favorables que las del ejercicio previo (diciembre 2013). La rentabilidad del capital (ROE) del sistema bancario es 3,5 puntos porcentuales (pp) superior —18,5 versus 15%— y el Índice de Adecuación de Capital (IAC) sube 0,2pp: de 13,3 a 13,5%.

Los resultados del escenario de estrés muestran que el ROE disminuye a 0,4pp del capital básico (tabla IV.2), superior a los -3,6pp del ejercicio anterior. Un conjunto de bancos —42% del capital básico del sistema— tendría resultados negativos en el escenario de estrés (gráfico IV.10). A su vez, el grupo que mantiene un IAC sobre 11% representa 60% del capital básico del sistema (gráfico IV.11)<sup>4/</sup>. Estas cifras se comparan, respectivamente, con 62 y 60% del ejercicio anterior.

**TABLA IV.2**

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

	Escenario de estrés
ROE inicial	18,5
Riesgo de mercado	-1,1
Valoración	-1,0
Reprecio	-0,5
Moneda	0,3
Riesgo de crédito	-21,3
Consumo	-9,6
Comercial	-10,0
Vivienda	-1,7
Margen	4,4
ROE final	0,4

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

Las pruebas de tensión son herramientas de análisis que contribuyen a identificar debilidades y fortalezas financieras del sistema en un momento del tiempo. Por su naturaleza parcial, no entregan necesariamente la totalidad de los efectos determinados en los escenarios de tensión. Por lo tanto, no deben considerarse como ejercicios de proyección. Sin perjuicio de esto, en un contexto de menor crecimiento y mayores riesgos externos, es importante que los bancos velen por mantener un nivel adecuado de cobertura de provisiones y de capital.

<sup>2/</sup> El análisis se basa en la metodología descrita en el IEF del segundo semestre del 2013 y los resultados son comunicados de manera habitual a la SBIF.

<sup>3/</sup> El escenario base es coherente con el IPoM de septiembre 2014: crecimiento del PIB entre 1,75 y 2,25% para el 2014 y entre 3 y 4% para el 2015. Las tasas de interés en UF proyectadas a diciembre del 2014 para las colocaciones entre 1 y 3 años y para los créditos hipotecarios a más de 20 años, son 3,6 y 4,2%, respectivamente.

<sup>4/</sup> Los resultados consideran reinversión de utilidades y capitalizaciones.

## V. REGULACIÓN FINANCIERA

*Este capítulo revisa los desarrollos regulatorios más importantes a nivel local durante el semestre, así como los más relevantes de la discusión sobre regulación financiera a nivel internacional.*

---

### REGULACIÓN NACIONAL

#### Ley del Consejo de Estabilidad Financiera

El Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) inició su funcionamiento en octubre del 2011, a través de un Decreto del Ministerio de Hacienda. Sus principales funciones, señaladas en el IEF del segundo semestre del 2011, son coordinar y proponer medidas que permitan velar por la integridad y solidez del sistema financiero, proveyendo mecanismos de coordinación e intercambio de información necesarios para efectuar un manejo preventivo del riesgo sistémico y para la resolución de situaciones críticas que involucren el ejercicio de las funciones y atribuciones de las Superintendencias.

Manteniendo su estructura y objetivos centrales, en noviembre de este año fue promulgada la Ley N°20.789 que crea el CEF. Este nuevo marco jurídico proporciona una institucionalidad más robusta, por ejemplo, permitiendo a sus integrantes intercambiar información que estaba sujeta a restricciones propias de sus legislaciones de constitución respectivas.

El CEF contará con atribuciones relevantes, entre las que se cuentan solicitar a las autoridades de supervisión participantes información específica o estudios que permitan monitorear la estabilidad del sistema financiero, y efectuar recomendaciones que contribuyan a la estabilidad financiera.

La nueva legislación contiene también elementos que deberían contribuir a perfeccionar los procesos de monitoreo y supervisión de conglomerados financieros en Chile, principalmente en las dimensiones descritas a continuación.

Por un lado, se extienden las facultades de las Superintendencias financieras para solicitar información sobre todo el grupo empresarial asociado a las entidades financieras supervisadas. Por otro, la nueva Ley establece requisitos de solvencia para los accionistas controladores de bancos y compañías de seguros, los que hasta ahora solo eran exigibles al momento de la fundación o toma de control de la entidad respectiva. En caso de incumplimiento, y de no subsanarse en los plazos establecidos por las respectivas superintendencias, estas podrán tomar diversas medidas, como por ejemplo, para el caso de los bancos, la designación de un inspector delegado o administrador provisional.

#### Ley Única de Fondos (LUF)

En mayo entró en vigor la ley que regula la administración de fondos de terceros y carteras individuales, Ley 20.712, usualmente denominada Ley Única



de Fondos (LUF), la que busca unificar y uniformar las normas que regían para los diferentes tipos de fondos: mutuos, de inversión, de capital extranjero, de capital extranjero de riesgo y para la vivienda.

Para los fondos mutuos (FM) y las inversiones que pueden realizar, destaca la mayor holgura a su cartera, tanto para tipos de instrumentos en que pueden invertir, como a la exposición de las firmas. Los cambios más relevantes son:

(i) La nueva ley estipula en qué instrumentos no se puede invertir. Ello amplía el abanico de instrumentos de inversión a los que pueden acceder dado que con anterioridad, se enumeraban específicamente los instrumentos elegibles.

(ii) Modifica la base para calcular el porcentaje límite (25%) que el fondo puede conservar en instrumentos emitidos o garantizados por una entidad respecto del capital suscrito y pagado de la empresa en la cual se está invirtiendo. Este pasa a medirse desde el número de acciones emitidas a las efectivamente suscritas y pagadas, poniendo el foco en el ingreso real del capital a la compañía.

(iii) Amplía el límite de inversión para instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad desde 10 a 20% del activo del fondo. Respecto de la excepción que rige para la inversión en cuotas de fondos nacionales o extranjeros —no administrados por su administradora o grupo empresarial— pasa de 25% a un rango entre 25 y 100% de sus activos, dentro del cual la SVS fijará el límite mediante una Norma de Carácter General en base a la diversificación de las carteras del fondo y los patrimonios separados.

(iv) Extiende el límite de exposición a instrumentos emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo económico, desde 25 a 30% de los activos del fondo.

Estos cambios probablemente incidirán en una redistribución de la cartera de inversiones, lo que toma relevancia en instrumentos en los que los FM son actores importantes, en particular los depósitos bancarios a plazo fijo, donde toman cerca del 40%. Esto se relaciona con la estructura de financiamiento de la banca, en la cual tiende a persistir una mayor dependencia de este tipo de inversionistas institucionales en bancos medianos y pequeños (Capítulo IV).

### **Entidades de créditos fiscalizadas por la Ley 18.010**

La modificación hecha el 2013 a la Ley N°18.010 estableció que las entidades que realicen operaciones sujetas a un interés máximo convencional y cumplan con condiciones para ser clasificadas como instituciones que colocan fondos por medio de operaciones de crédito de dinero de manera masiva, serán sometidas a la fiscalización de la SBIF para el cumplimiento de la normativa en cuestión. Así, la SBIF publicó en noviembre una Circular para Instituciones Colocadoras de Crédito Masivos (ICCM) que establece que información deberán proporcionar a la Superintendencia de forma periódica a contar del 2015.

El número exacto de entidades fiscalizadas dependerá de cuántas cumplan con las condiciones y requisitos que se establecerán en un Decreto del Ministerio de Hacienda. En el intertanto, corresponderán a las que hayan realizado más de mil operaciones de crédito de dinero sujetas a un interés máximo convencional y por un monto global anual igual o superior a UF100.000. El primer listado de incluyó 877 entidades, aumentando significativamente el número de entidades

fiscalizadas por la SBIF, aunque estas pueden solicitar su exclusión presentando un recurso de reposición, por lo cual es posible que este número disminuya.

### **Ley de reorganización y liquidación de activos de empresas y personas**

El 10 de octubre de 2014 entró en vigencia la Ley N° 20.270, que sustituye a la antigua Ley de Quiebras. Su objetivo es establecer un marco legal para reorganizar empresas viables y liquidar en forma eficiente a aquellas que no lo son. Asimismo, se contempla un procedimiento concursal especial para las personas naturales, las que tendrán la posibilidad de celebrar un acuerdo de repactación bilateral de sus obligaciones con sus acreedores.

Para personas jurídicas, la ley mejora el procedimiento, enfocado principalmente en la liquidación de activos, permitiendo reorganizar empresas viables y definiendo plazos máximos de reorganización y liquidación. Adicionalmente, se crea un periodo de "Protección Financiera Concursal" durante el cual el deudor contará con ciertos beneficios, entre los que destaca que no podrán iniciarse procesos judiciales en su contra. Estos privilegios buscan promover la propuesta de reorganización y la continuidad de las operaciones de la empresa.

En el caso de personas naturales, se crean procedimientos de reorganización y liquidación, los que deben cumplir con ciertos requisitos para poder ser activados<sup>1/</sup>. Lo que se busca es reunir en un solo acuerdo a todos los acreedores, o que en caso de liquidación, esta sea solo una. De cualquier manera, como resultado de este proceso, los créditos se entenderán extinguidos, novados o repactados, según corresponda, pudiendo así la persona deudora entenderse como rehabilitada para todos los efectos legales.

La nueva ley también modifica el nombre de la antigua Superintendencia de Quiebras a Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento (SIR), establece que los procedimientos de insolvencia serán resueltos por tribunales especializados y no distribuidas aleatoriamente entre los tribunales civiles; y contempla la creación de un Boletín Concursal en el que se publicarán las resoluciones y actuaciones que se dicten en los procedimientos, reduciendo los gastos en que se incurría al tener que publicar en el Diario Oficial.

En Chile se registran, en promedio, cerca de 140 quiebras anuales<sup>2/</sup>, cuyos procedimientos asociados tienen plazos mayores y porcentajes de recuperación inferiores que en los países OCDE<sup>3/</sup>. El nuevo marco legal busca disminuir los plazos de los procedimientos, promover juzgados especializados, crear procedimientos efectivos de reorganización y reducir los costos de tramitación.

En la implementación de la ley es importante que el procedimiento de remisión de deuda no genere incentivos al incumplimiento por parte de los deudores, y afectar la recuperación del acreedor. Por ello, las entidades financieras deben considerar estos elementos en sus procesos de gestión de riesgo de crédito.

<sup>1/</sup> El deudor podrá solicitar la reorganización a la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento en caso de tener dos o más deudas vencidas por más de 90 días corridos, y cuyo monto total supere UF80. Si no hay acuerdo, se pasa a la audiencia de ejecución, donde se presenta una propuesta de ejecución del activo del deudor. Si aún no hay acuerdo, se pasa al nuevo procedimiento de liquidación del deudor.

<sup>2/</sup> Promedio anual de quiebras publicadas en el Diario Oficial para el periodo 2005-2013.

<sup>3/</sup> En Chile, la tasa de recuperación de los créditos y la duración de los procedimientos de quiebra es 25,5% y 4,5 años respectivamente, lo que se compara con 68,2% y 1,7 años, en promedio, de los países OCDE.



## Otros documentos relevantes

En las tablas V.1 y V.2 se presentan las principales normas publicadas y puestas en consulta, respectivamente.

## REGULACIÓN INTERNACIONAL

### Atributos centrales de los regímenes efectivos de resolución para instituciones financieras

Parte importante de la agenda regulatoria internacional tras la crisis financiera del 2008 ha sido impulsada por diversos compromisos adoptados por los países del G20 en el marco del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por su sigla en inglés), lo que busca robustecer los mercados financieros.

**TABLA V.1**  
Principales normas promulgadas durante el segundo semestre de 2014

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
29-05-2014	SBIF	CIRCULAR N°3.569 BANCOS MODIFICA CAPÍTULO 1-14 DE LA RAN	Complementa las normas del Capítulo con instrucciones relativas a ley FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) El cumplimiento de la ley FATCA involucra que los bancos deben registrarse ante el U.S. Internal Revenue Service (IRS) y reportarle anualmente la información relativa a las "US Accounts" requerida para fines de tributación en Norteamérica.
10-06-2014	SBIF	CIRCULAR N°156 COOPERATIVAS COMPLEMENTA CIRCULAR N° 123	Complementa instrucciones relativas a ley FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act). El cumplimiento de la ley FATCA involucra que los bancos deben registrarse ante el U.S. Internal Revenue Service (IRS) y reportarle anualmente la información relativa a las "US Accounts" requerida para fines de tributación en Norteamérica.
07-10-2014	SBIF	CIRCULAR N°3.570 MODIFICA CAPÍTULOS 20-7, 11-6 y 11-7 DE LA RAN	Avanzar hacia un modelo donde los propios bancos adoptarán la decisión de externalizar determinados servicios sin requerir autorización previa de la SBIF, cumpliendo diversos requisitos contemplados en la normativa relacionados con la gestión del riesgo operacional.
13-11-2014	SBIF	CIRCULAR N°1 ICCM NORMAS PARA ENTIDADES DE CRÉDITOS FISCALIZADOS POR LA LEY N° 18.010	Imparte normas a las entidades que realicen operaciones sujetas a un interés máximo convencional y cumplan con las condiciones para ser clasificadas como instituciones que colocan fondos por medio de operaciones de crédito de dinero de manera masiva. Particularmente solicita la entrega de información detallada de las operaciones periódicamente, excluyendo datos que identifiquen a los deudores.
09-12-2014	Banco Central	NUEVO CAPÍTULO III.J.3 DEL COMPENDIO DE NORMAS FINANCIERAS DEL BCCH	Ajustar o actualizar requerimientos normativos que pudieran estar inhibiendo el desarrollo de este medio de pago. Se busca además aumentar la consistencia entre algunas de las definiciones y requisitos de este Capítulo con aquellos contemplados en el Capítulo III.J.1.

**TABLA V.2**  
Principales normas puestas en consulta pública durante el segundo semestre de 2014

Fecha	Organismo	Norma	Materia y Objetivos
15-07-2014	MINECON	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA MODIFICA REGLAMENTO SOBRE INFORMACIÓN AL CONSUMIDOR DE TARJETAS DE CRÉDITO BANCARIAS Y NO BANCARIAS	Perfeccionamiento al Reglamento existente, con el fin de atender la protección de los derechos de los consumidores, particularmente derogando lo relativo a la posibilidad de inclusión de nuevas cláusulas de renovación automática y el requerimiento de información en caso que el Consumidor no acepte esta renovación.
15-07-2014	MINECON	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA REGLAMENTO SOBRE LOS MEDIOS Y CONDICIONES A TRAVÉS DE LOS CUALES SE MANIFIESTA LA ACEPTACIÓN DEL CONSUMIDOR PARA LA CELEBRACIÓN, MODIFICACIÓN O TÉRMINO DE CONTRATOS DE ADHESIÓN DE PRODUCTOS Y SERVICIOS FINANCIEROS	Complementa la regulación legal existente estableciendo medios electrónicos o de comunicación a distancia que resultarán idóneos para que el consumidor manifieste su aceptación a la propuesta que el proveedor le dirija para la celebración, modificación o término de dichos contratos.
25-07-2014	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA DOCUMENTO SUPERVISIÓN DE CONDUCTA DE MERCADO	Documento que presenta nuevo modelo de supervisión de Conducta de Mercado para la industria aseguradora. Al actual enfoque basado en riesgos para fiscalizar la solvencia del sistema, se sumará un esquema de la misma naturaleza que promueva el trato justo entre las compañías de seguros, intermediarios de seguros, liquidadores de siniestros y sus clientes
22-08-2014	SVS	CONSULTA PÚBLICA FINALIZADA DEROGA CIRCULAR N°1441 DE 1999	Propuesta normativa que actualiza las instrucciones mínimas que rigen la auditoría externa y el informe del sistema de control interno de las compañías de seguros y reaseguros, de acuerdo al modelo de supervisión basada en riesgos que se aplica en la industria aseguradora.

Una de las lecciones de la crisis fue que los marcos de resolución de distintas jurisdicciones podían no resultar adecuados para resolver una institución o conglomerado financiero sin desestabilizar el sistema y sin comprometer fondos públicos en el proceso de resolución<sup>4/</sup>. Además, estos marcos regulatorios no eran apropiados para resolver instituciones con operaciones en varias jurisdicciones ni para coordinar a las autoridades correspondientes de diferentes países en este proceso (FMI, 2014b).

En el 2011, el FSB publicó un documento con los atributos centrales (“Key Attributes” (KA)) que deben tener los regímenes de resolución efectivos de instituciones financieras, los que tendrían que implementarse en los países del G20 (FSB, 2011). El objetivo es prevenir el problema que suponen las entidades consideradas “too big to fail”, cuya insolvencia puede afectar la estabilidad del sistema financiero, y forzar a las autoridades a usar fondos públicos para su rescate. Si bien los atributos esenciales apuntan a resolución de instituciones financieras en general, el documento inicial otorgaba lineamientos principalmente a bancos. Por esta razón, en octubre pasado, se agregaron lineamientos para aseguradoras e infraestructuras de mercado financiero consideradas sistémicamente importantes (FSB, 2014a).

En noviembre de este año, el FSB dio a conocer en su documento “FSB reports to G20 on Progress in Reforming Resolution Regimes and Resolution Planning” (FSB, 2014b) el estado de avance en la implementación de los KA en las distintas jurisdicciones del G20 respecto de resolución de bancos, notando que, pese a que se ha progresado, queda bastante por hacer en materia operacional, financiera y principalmente legal, todo lo cual refleja la complejidad inherente a la resolución de instituciones financieras.

Cabe destacar que los KA están diseñados principalmente para economías desarrolladas y contienen varios elementos dirigidos únicamente a la resolución de instituciones financieras globalmente sistémicas (G-SIFI). Pese a ello, existe cierto consenso que estos atributos de los regímenes de resolución pueden no ser suficientes para que un banco globalmente sistémico (G-SIB) sea resuelto sin causar interrupciones en el sistema financiero. Por esto, entre los países que lo integran, el FSB puso en consulta un documento que agrega requerimientos para los G-SIB. La principal medida consistiría en aumentar la proporción de instrumentos que sean capaces de absorber pérdidas en resolución, además de aumentar el requerimiento sobre la razón de endeudamiento (tabla V.3).

Con todo, los KA contienen elementos considerados como “mejores prácticas” en resolución y pueden ser aplicables a cualquier jurisdicción, en especial respecto de instituciones sistémicas localmente (no globales), independiente de si se trata de una economía pequeña y sin presencia de G-SIFI. En ese caso, cabría adecuar los KA a la realidad de cada sistema financiero.

Dados los recientes anuncios sobre una próxima modificación de la Ley General de Bancos, que incluiría aspectos relacionados con resolución, es importante que dicha discusión tome en cuenta los KA, así como las complejidades que han enfrentado otras jurisdicciones en su implementación.

**TABLA V.3**  
Requerimientos de para bancos globalmente sistémicos

Documento	Requerimiento G-SIB	Mínimo	Máximo	
TLAC	Capital regulatorio	CET1	4,5%	4,5%
		AT1	1,5%	1,5%
		T2	2%	2%
Total TLAC	Otros instrumentos TLAC	8%	12%	
		16%	20%	
Total buffers y cargo sistémico	Buffer de conservación	2,5%	2,5%	
	Buffer contracíclico	0%	2,5%	
	Cargo por G-SIB	1%	3,5%	
TOTAL		4%	9%	
de lo cual CET1		19,5%	28,5%	
		8%	13%	

Fuente: Financial Stability Board

<sup>4/</sup> Resolución: acción de las autoridades (con o sin participación privada) dirigida a mantener la estabilidad financiera o solucionar problemas serios en instituciones financieras que hagan peligrar su viabilidad.





## Implementación de los estándares del Comité de Basilea

Con miras a la Cumbre de los líderes del G20 sostenida el 15 y 16 de noviembre pasado en Brisbane, Australia, el BCBS publicó el 12 de noviembre un reporte sobre el estado de avance de la implementación de sus estándares de solvencia y liquidez bancarias, que forma parte del monitoreo habitual que realiza el BCBS respecto a la implementación de sus recomendaciones a nivel internacional. En el Recuadro V.1 se expone un análisis del estado de implementación de los estándares del BCBS y su significancia para la industria local.

## Otros documentos relevantes

La tabla V.4 muestra los principales documentos publicados sobre temas regulatorios a nivel internacional, los que tienen un énfasis en temas de resolución e infraestructuras/transparencia.

**TABLA V.4**  
Listado de documentos revisados

Documento	Título	Organismo	Solvencia / Liquidez	Infraestructura / Transparencia	SIFIs	Resolución	Adm. Riesgo / Governance	Supervisión
1/	Report on supervisory colleges for financial conglomerates	BIS						*
2/	Principles for effective supervisory colleges	BIS						*
3/	Review of the Principles for the Sound Management of Operational Risk	BIS					*	
4/	The G-SIB assessment methodology - score calculation	BIS			*			*
5/	Basel capital framework national discretions	BIS	*					
6/	Reducing excessive variability in banks' regulatory capital ratios	BIS	*					
7/	Recovery of financial market infrastructures - final report	BIS		*		*		
8/	Cyber resilience in financial market infrastructures	BIS		*			*	
9/	Developments in collateral management services	BIS					*	
10/	Non-banks in retail payments	BIS						*
11/	Basel III: the net stable funding ratio	BIS	*				*	
12/	Regulatory Framework for Haircuts on Non-centrally Cleared Securities Financing Transactions	FSB	*	*				*
13/	Guidance on resolution of non-bank financial institutions	FSB				*		
14/	Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data	FSB		*				
15/	Jurisdictions' ability to defer to each other's OTC derivatives market regulatory regimes	FSB		*				
16/	Structural banking reforms: Cross-border consistencies and global financial stability implications	FSB			*	*		
17/	Monitoring the effects of agreed regulatory reforms on EMDEs	FSB	*		*	*		
18/	Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions	FSB				*		
19/	Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Insurers – Guidance on Identification of Critical Functions and Critical Shared Services	FSB			*	*		
20/	Adequacy of Loss-Absorbing Capacity of Global Systemically Important Banks in resolution	FSB			*	*		
21/	Report to the G20 on Progress in Reform of Resolution Regimes and Resolution Planning for Global Systemically Important Financial Institutions (G-SIFIs)	FSB			*	*		
22/	The Bank of England's approach to resolution	BoE				*		
23/	Supervising international banks: the Prudential Regulation Authority's approach to branch supervision	PRA						*
24/	Subordinated guarantees and the quality of capital	PRA	*	*				
25/	Depositor Protection - Consultation Paper	PRA		*				
26/	Guidelines on the remuneration benchmarking exercise	EBA		*			*	
27/	Technical standards on supervisory reporting for institutions	EBA	*					*

Fuente: sitios web de cada institución

## RECUADRO V.I AVANCE EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS ESTÁNDARES DE BASILEA III

En respuesta a la crisis financiera internacional del 2008, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por su sigla en inglés) revisó sus estándares de solvencia. Ello en el marco de las reformas impulsadas por los líderes de la comunidad de naciones agrupadas en el G20. Como resultado, en junio del 2011 el BCBS publicó el documento final que define estos estándares —BCBS (2010 y 2011)—.

Además, el BCBS fortaleció sus “Principios para la Sana Supervisión y Administración del Riesgo de Liquidez” —BCBS (2000 y 2008)— desarrollando por primera vez estándares cuantitativos en este ámbito: la razón de cobertura de liquidez (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*) BCBS (2013) y la razón de financiamiento estable neto (*Net Stable Funding Ratio, NSFR*) BCBS (2014a).

La implementación de estos estándares por parte de los 27 países miembros del BCBS es monitoreada regularmente por el Comité<sup>1/</sup>. Según estos ejercicios, se observa un avance importante en la incorporación de los estándares en los esquemas regulatorios de estos países, tanto respecto de la solvencia como de la liquidez.

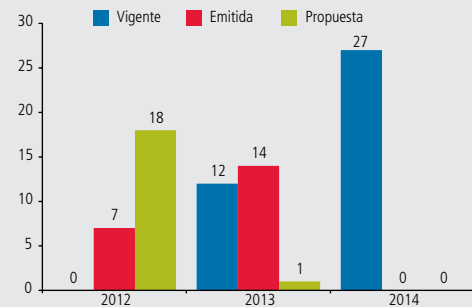
A octubre del 2014, todos los países miembros del BCBS han implementado la regulación de solvencia de Basilea III. Hace un año, solo 12 lo habían hecho —BCBS (2014b)— (gráfico V.1).

Simultáneamente, en relación con la adopción de los estándares de liquidez, en particular respecto del LCR, se han producido nuevos avances en relación con los reportados en el último IEF. En octubre del 2014, un total de 26 jurisdicciones han avanzado en la incorporación del LCR —BCBS (2014b)— (gráfico V.2).

**GRÁFICO V.1**

Avance en la implementación de estándares de solvencia de Basilea III

(Número de jurisdicciones miembro del BCBS a octubre de cada año)

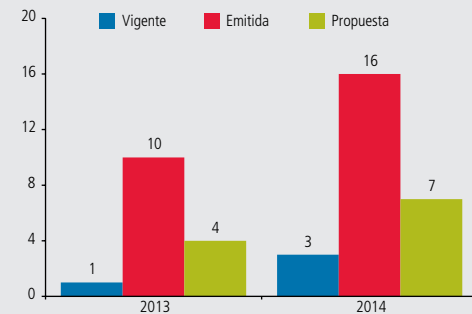


Fuente: BCBS (2014b).

**GRÁFICO V.2**

Avance en la implementación del LCR

(Número de jurisdicciones miembro del BCBS a octubre de cada año)



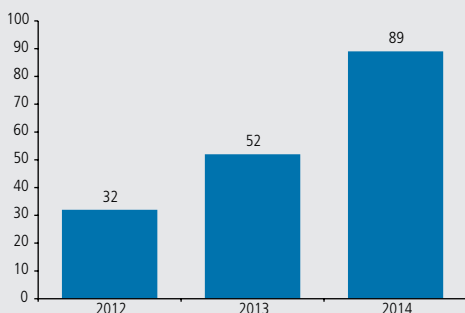
Fuente: BCBS (2014b).

<sup>1/</sup> Actualmente 27 jurisdicciones forman parte del BCBS: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, EE.UU., España, Francia, Holanda, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Italia, Japón, Luxemburgo, México, Reino Unido, Rep. Corea, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza y Turquía.



Por su parte, el *Financial Stability Institute (FSI)* del BIS realiza una encuesta de alcance global para evaluar el grado de avance de la implementación de sus estándares prudenciales en los países que no forman parte del BCBS. En base a la encuesta del 2014 —BCBS (2014b)—, 89 países no miembros del BCBS están en alguna etapa del proceso de implementación de Basilea III (gráfico V.3).

**GRÁFICO V.3**  
Avance en la implementación de Basilea III (\*)  
(Número de jurisdicciones no BCBS a junio de cada año)

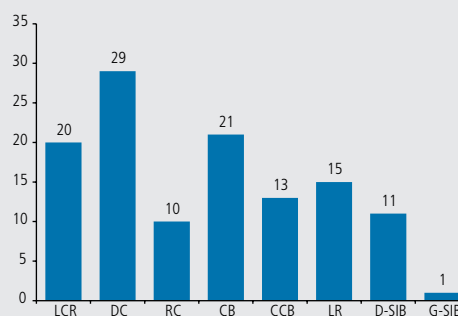


Fuente: BCBS (2014b).

(\*) Una jurisdicción que haya implemetado alguna sección de Basilea III es considerada en proceso de adopción.

Dentro de este grupo, 17 países han propuesto o implementado la mayor parte de las innovaciones de Basilea III en cuanto a los estándares de solvencia<sup>2/</sup>. Si se considera el número de países no miembros del BCBS que han publicado una normativa propuesta para 8 secciones de Basilea III, entonces en 20 de ellos ha habido avances en el LCR —FSI (2014)— (gráfico V.4).

**GRÁFICO V.4**  
Avance en la implementación de Basilea III por sección (\*)  
(Número de jurisdicciones no BCBS con, al menos, normativa propuesta a marzo 2014)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de FSI (2014).

(\*) LCR, Liquidity Coverage Ratio. DC, Definition of Capital. RC, Risk Coverage - riesgos de contraparte y dependencia de rating externos. CB, Conservation Buffer. CCB, Countercyclical Buffer. LR, Leverage Ratio. D-SIB, Domestic Sismic Bank. G-SIB, Global Sismic Bank.

En el caso de Chile, el reciente proceso de consulta pública para la modificación de la regulación del Banco Central de Chile sobre gestión bancaria de riesgos de liquidez constituye un avance significativo en cuanto a conseguir una mayor convergencia con los estándares internacionales en este ámbito.

Esta regulación fue preparada en directa coordinación con la SBIF, que, a su vez, emitirá una regulación específica para su implementación.

Sin embargo, avanzar en la misma dirección respecto del marco de solvencia es más complejo por cuanto la Ley General de Bancos (LGB) contiene un esquema prescriptivo explícito asociado cercanamente a las recomendaciones del primer Acuerdo de Basilea (Basilea I).

Considerar esta experiencia es relevante en el desarrollo de las propuestas que se emprendan para modificar y perfeccionar la LGB. Específicamente es importante desarrollar un marco legal suficientemente flexible para incorporar por vía regulatoria los aprendizajes y desarrollos internacionales sobre política financiera que se van produciendo a través del tiempo.

<sup>2/</sup> En este grupo de 17 países, al menos se ha publicado normativa propuesta para tres de los siguientes cinco aspectos de Basilea III relativos a solvencia: (a) Definición de Capital, (b) Cobertura de Riesgos, (c) *Buffer* de Conservación, (d) *Buffer* Contracíclico, y (e) Razón de Apalancamiento.

## VI. SISTEMA DE PAGOS

En este capítulo se presentan las principales estadísticas relacionadas con los sistemas de pagos, y los desarrollos relacionados con las infraestructuras financieras a nivel local e internacional<sup>1/</sup>.

### SISTEMAS DE PAGOS DE ALTO VALOR

En Chile, los sistemas de pago de alto valor (SPAV) están conformados por el sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) y el sistema de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (Combanc). El primero es en la práctica un estándar internacional y es administrado por el Banco Central. En él, la liquidación de las transacciones se realiza inmediatamente y en base bruta en las cuentas de cada banco, mientras que en Combanc se realiza una única compensación diaria de los saldos netos de cada banco al cierre de su ciclo de negocios, los que después se liquidan a través del sistema LBTR.

#### La liquidación de transacciones provenientes del mercado de valores OTC en el LBTR continúa aumentando

Desde el 2010, se observa un alza sostenida en el monto de las transacciones del mercado de valores OTC liquidadas a través de LBTR (gráfico VI.1). A partir del primer trimestre del 2013, superó a las procesadas por Combanc, con diferencias que se acentuaron en lo más reciente. Esta tendencia se puede relacionar con un escenario de menores tasas de interés, en el cual el costo alternativo de la liquidez disminuye y, con ello, el costo de enviar los pagos directamente a través del sistema LBTR<sup>2/</sup>. Asimismo, continúan subiendo las transacciones provenientes de CCLV (gráfico VI.2), las que por ley deben ser liquidadas en el sistema LBTR en base neta a partir del 2010.

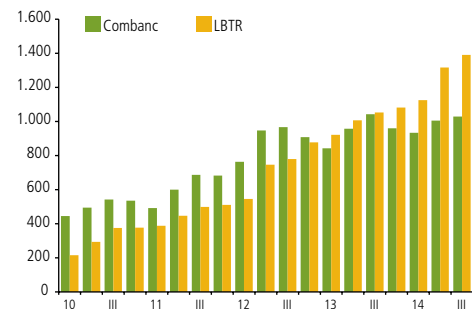
Durante el tercer trimestre del 2014, el promedio de pagos liquidados en SPAV alcanzó \$14,7 billones y creció 9% anual (tabla VI.1). La participación del LBTR en los SPAV llegó a 74%, mayor al 70% del tercer trimestre del 2013, lo que se vincula principalmente al alza de operaciones interbancarias, las que incluyen los pagos provenientes del mercado OTC ya indicados (gráfico VI.3).

Por último, la utilización de las facilidades de liquidez otorgadas por el Banco Central, Facilidad de Liquidez Intradía (FLI) y Facilidad Permanente de Liquidez

<sup>1/</sup> Más estadísticas en el anexo estadístico y en la página web del Banco Central, sección Sistemas de Pagos.

<sup>2/</sup> El sistema LBTR, al operar sobre liquidaciones brutas, requiere más liquidez que Combanc, que opera sobre liquidaciones netas.

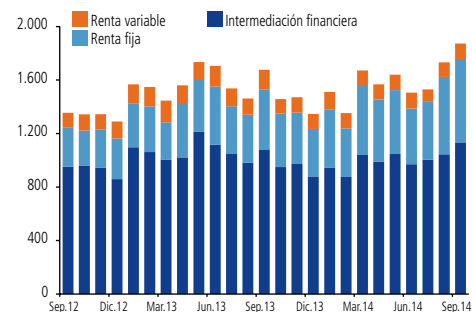
**GRÁFICO VI.1**  
Sistemas de liquidación de las transacciones provenientes del mercado de valores OTC (\*)  
(miles de millones de pesos)



(\*) Promedios trimestrales.

Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO VI.2**  
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.



TABLA VI.1

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

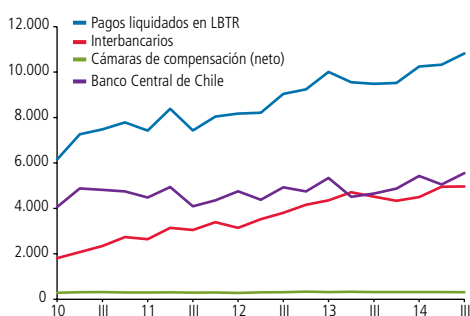
	Tercer Trimestre	
	2013	2014
<b>Pagos liquidados en LBTR</b>	<b>9.485</b>	<b>10.821</b>
Interbancarios	4.515	4.963
Propio	1.623	1.687
Por cuenta de clientes	1.418	1.428
Mercado de valores CCLV	428	462
Mercado de valores no CCLV	1.046	1.386
Cámaras de compensación (neto)	317	309
Cheques	59	59
Cajeros automáticos	16	17
Combank	241	233
Banco Central de Chile	4.653	5.549
<b>Pagos procesados en Combank</b>	<b>4.012</b>	<b>3.895</b>
Propio	915	961
Por cuenta de clientes	2.056	1.909
Mercado de valores no CCLV	1.040	1.025

(\*) Promedios diarios para cada trimestre.

Fuentes: Banco Central de Chile, Combank y SVS.

GRÁFICO VI.3

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



(\*) Promedios diarios para cada trimestre. Hasta agosto del 2010 se consideran los datos de CCL, antigua cámara de compensación y liquidación de valores.

Fuentes: Banco Central de Chile, Combank y SVS.

(FPL), ha disminuido a pesar del mayor uso del sistema LBTR en términos absolutos y relativos, ello probablemente por la mayor disponibilidad de liquidez en el sistema (gráfico VI.4).

## INFRAESTRUCTURA FINANCIERA<sup>3/</sup>

### Principios aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero (IMF) y su implementación a nivel internacional y local

La crisis financiera del 2008-2009 fue una oportunidad de probar el real aporte de las IMF en condiciones de estrés<sup>4/</sup>. En la mayoría de los casos, las IMF, contribuyeron significativamente, entre otras cosas, a administrar, de forma más eficiente y segura, crecientes volúmenes de transacciones, cierre de posiciones, garantías y asignación de pérdidas<sup>5/</sup>.

Este relativo éxito de las IMF motivó a las 20 principales economías del mundo (G20) a comprometer una extensión de su uso, de acuerdo con estándares exigentes y de consenso internacional.

La convergencia y definición específica de estándares sobre IMF fue desarrollada por CPMI-IOSCO (2012)<sup>6/</sup>. Estas entidades publicaron en abril del 2012 la versión final de los nuevos Principios aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMI por su sigla en inglés). Estos nuevos estándares internacionales incorporan, entre una gran diversidad de materias, mayores exigencias de capital, sistemas de resolución, criterios de administración de riesgo de crédito y liquidez, portabilidad de las posiciones y segregación de sus garantías. También incentivan la participación en distintos niveles (participantes indirectos), para evitar la concentración de mercado en unos pocos participantes que adquieran importancia sistémica (*too big to fail*). Por último, se propicia la transparencia del mercado mediante la obligación de reportar las transacciones a entidades llamadas repositorios de transacciones.

El proceso de implementación de los principios está siendo llevado a cabo en varios países del mundo y está siendo monitoreado por CPMI-IOSCO en 28 jurisdicciones<sup>7/</sup>, en la cual está Chile por pertenecer a IOSCO.

Dos ejemplos que han recogido los mandatos del G20 y los nuevos principios para infraestructuras de mercado, así como otros estándares internacionales, son la Ley Dodd-Frank en EE.UU. y EMIR en Europa (Recuadro VI.1).

<sup>3/</sup> Las Infraestructuras del Mercado Financiero se encuentran conformadas por los sistemas de pago, contrapartes centrales, sistemas de compensación de valores, centrales depositarias de valores y repositorios de transacciones.

<sup>4/</sup> CPSS (2001), CPSS-IOSCO (2001), CPSS-IOSCO (2004).

<sup>5/</sup> Un ejemplo interesante es el proceso de resolución de Lehman Brothers, que se desarrolló de manera relativamente ordenada, en contraste con las transacciones OTC que mantenía esta entidad.

<sup>6/</sup> CPMI (ex CPSS), Committee on Payment and Market Infrastructures del Bank of International Settlements (BIS).

<sup>7/</sup> Alemania, Argentina, Arabia Saudita, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, España, EE.UU., Francia, Hong Kong SAR, Indonesia, India, Italia, Japón, México, Países Bajos, Reino Unido, Rep. Corea, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía y Unión Europea.

### Implementación de los PFMI en Chile

La implementación de los PFMI en Chile es relevante. Si bien los sistemas de pago y la infraestructura financiera se han modernizado significativamente en los últimos 20 años<sup>8/</sup>, con el desarrollo de los mercados financieros, aún quedan desafíos pendientes.

El Ministerio de Hacienda y el Banco Central están evaluando mecanismos de cooperación y evaluación internacional, principalmente a través del Banco Mundial, con vistas a una adopción amplia de los PFMI en el mediano plazo.

### SISTEMAS DE PAGO DE BAJO VALOR

Durante el 2014 se está produciendo un reordenamiento importante en el mercado de emisores tarjetas de crédito.

Como se informó en el IEF del segundo semestre del 2013, la propiedad de las sociedades emisoras de tarjetas de crédito de dos entidades no bancarias, que en conjunto representaban el 33% del total, está pasando a ser controlada por bancos. En un caso este traspaso ya se concretó, mientras que en el otro, si bien está acordado, aún debe materializarse.

Como resultado, se está produciendo un reordenamiento en las participaciones de mercado de los emisores de tarjetas de crédito. Así, la participación de las tarjetas bancarias, en monto, aumentaría desde 55 a 67%, mientras en número de tarjetas pasaría de 30 a 55%. Asimismo, al pasar a controlar a una de estas sociedades no bancarias, uno de los bancos involucrados aumentaría su participación en el mercado desde 2,2 a 12,7%, convirtiéndose de esta manera en el tercer emisor bancario más relevante. Por último, en el mercado de tarjetas de crédito no bancarias, una vez que los traspasos se concreten, existirá un emisor que concentrará el 62% del mercado.

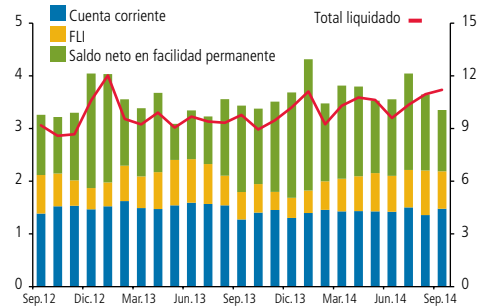
### Nuevas normas para la emisión y operación de tarjetas bancarias de prepago

Luego del análisis de los comentarios recibidos durante el período en que estuvo en consulta pública, la nueva norma para emisores y operadores de tarjetas con provisión de fondo (prepago) bancarias, el Banco Central publicó la versión definitiva.

Como se señaló en el IEF anterior, el objetivo de los cambios propuestos era remover requerimientos normativos que pudieran estar inhibiendo el desarrollo de este medio de pago, sin que ello se traduzca en la introducción de riesgos adicionales para el sistema de pago minorista. En esa línea, se eliminó el

<sup>8/</sup> El 2004 se creó el sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) para los pagos de alto valor. La Ley de Custodia de Valores se modernizó en los años 1999, 2002 y 2002. La Cámara de Compensación de Pagos Interbancarios (Combanc) entró en operación en el 2005, la Ley de Compensación y Liquidación de Valores se publicó el 2009, mientras que en el 2010 se creó la primera contraparte central en el país para el mercado accionario (CCLV Acciones). En el 2012 se aprobó el reglamento para una contraparte central para derivados bursátiles (CCLV Derivados).

**GRÁFICO VI.4**  
Liquidez en el sistema LBTR (\*)  
(billones de pesos)



(\*) Promedio diario mensual.  
Fuente: Banco Central de Chile.



requisito de autorización previa por parte del Banco Central para que entidades bancarias puedan emitir este tipo de tarjetas, se amplió el monto máximo para la emisión de tarjetas innominadas y desechables, y se autorizó el uso en el extranjero de tarjetas nominadas.

En la versión definitiva de la norma se incorporan nuevas modificaciones y precisiones, en línea con algunos de los comentarios recibidos durante la consulta pública. Entre ellas destacan, permitir la adquisición de tarjetas de prepago por medios remotos, permitir la adquisición de tarjetas para personas naturales por parte de personas jurídicas, lo que debiera permitir a las empresas o al Estado la distribución de pagos o beneficios a través de este tipo de tarjetas, y autorizar que la responsabilidad de pago sea asumida por los operadores.

En relación con esta iniciativa, es importante recordar que el Banco Central no puede aplicar sus atribuciones para regular los medios de pago a las tarjetas de prepago emitidas por entidades no bancarias. Ello, en tanto su funcionamiento permanezca restringido exclusivamente a bancos, de acuerdo con las disposiciones contenidas en la LGB y la interpretación de la misma efectuada por la SBIF.

Si se materializa alguna de las propuestas legislativas en discusión en el Congreso para permitir la emisión de medios de prepago a entidades no bancarias, el Banco Central se encontrará en condiciones de definir la regulación aplicable.

## RECUADRO VI.I CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS PARA LAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO Y TRANSACCIONES TRANSFRONTERIZAS DE DERIVADOS

En el último tiempo, los países del G20 se han comprometido a fortalecer el mercado de derivados con una serie de medidas: migrar los derivados OTC suficientemente estandarizados a bolsa; realizar la compensación a través de Entidades de Contraparte Central (CCP); almacenar la información de dichas transacciones en repositorios (TR); y exigir mayores requisitos de capital a los contratos que no se compensen y liquiden a través de CCP.

Una parte importante de estos compromisos se ha ido incorporando como recomendaciones específicas y detalladas en los Principios para las Infraestructuras de Mercado (PFMI, por sus siglas en inglés) definidos por el Comité sobre pagos e infraestructuras de mercado (CPMI, por sus siglas en inglés) del BIS.

Además, los estándares de solvencia para la industria bancaria de Basilea III —desarrollados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) también perteneciente al BIS— establecen requerimientos de capital inferiores para las exposiciones en derivados de bancos a CCP calificadas o “*Qualifying CCP*” (QCCP) respecto de las exposiciones a CCP no calificadas. Uno de los tres requisitos para ser QCCP es cumplir con los PFMI correspondientes<sup>1/2/</sup>. Esto es relevante si se considera que las principales jurisdicciones se han comprometido a seguir las recomendaciones de Basilea de modo cada vez más exhaustivo en sus esquemas legislativos, regulatorios y de supervisión.

En el caso de los mercados de derivados, este nuevo entorno regulatorio tiene un alcance extraterritorial, considerando requerimientos sobre entidades situadas en jurisdicciones que no tienen necesariamente marcos regulatorios equivalentes.

A continuación se explica la manera en que las CCP ubicadas en jurisdicciones diferentes de EE.UU. y la Unión Europea (UE) pueden compensar y liquidar contratos con contrapartes de EE.UU. y la UE.

### Estados Unidos

Según lo establecido en la Ley Dodd-Frank, las CCP extranjeras pueden realizar servicios de compensación y liquidación a entidades estadounidenses de dos maneras. La primera es registrándose como CCP en EE.UU. y sometiéndose a su supervisión y regulación como *Derivatives Clearing Organization* (DCO)<sup>3/</sup>. La segunda es que la entidad reguladora en EE.UU., la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) o la SEC, dependiendo del tipo de derivados, otorgue una “excepción” que permita reconocer que la CCP cumple con requerimientos equivalentes a los estadounidenses en su jurisdicción de origen<sup>4/</sup>.

Cabe destacar que parte de los PFMI están contenidos en la regulación estadounidense, y que a las CCP de importancia sistémica (o SIDCO por su abreviatura en inglés) le son aplicables la totalidad de los PFMI. Es esperable que los requerimientos para hacer excepciones consideren a los PFMI como marco base para la autorización.

### Unión Europea

La UE considera un procedimiento para reconocer como equivalente el marco jurídico y de supervisión de países no comunitarios. De esta forma, cuando la transacción se realiza en un país no comunitario donde una de las contrapartes es de la UE, se considera que las contrapartes han cumplido los requisitos —excepto los de información— de EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) aplicando las disposiciones del país no comunitario, con el fin de evitar la duplicación de normas o políticas con requerimientos conflictivos.

<sup>1/</sup> Las condiciones para calificar son que la CCP tenga licencia para operar como tal respecto de los productos ofrecidos; debe estar supervisada y regulada en una jurisdicción donde el regulador/supervisor ha establecido públicamente que la CCP cumple con reglas locales y regulaciones que son coherentes con los PFMI; por último, la CCP debe poner a disposición los datos que se requieran con el propósito de calcular requerimientos de capital para la exposición al fondo de *default*.

<sup>2/</sup> Basilea III.

<sup>3/</sup> Nomenclatura de CCP de derivados en EE.UU.

<sup>4/</sup> Pocas CCP no estadounidenses se han registrado como DCO a la fecha, y a ninguna CCP se le ha otorgado la excepción. Considerando estos antecedentes, persiste un grado de incertidumbre respecto de la aplicación de estas regulaciones.





Es importante señalar que, dentro de la evaluación de equivalencia, uno de los parámetros a ser considerado es el cumplimiento de los PFMI. Esto es particularmente relevante para los principios relacionados con las CCP, dado que, como se mencionó, solo aquellas que cumplan con los PFMI podrán ser consideradas QCCP, lo que implica menores requerimientos de capital para bancos que compensen y liquiden sus derivados a través de estas infraestructuras.

También se debe destacar que el reconocimiento de CCP y TR extranjeras por parte de la Comisión Europea requerirá acuerdos de cooperación e intercambio de información con las autoridades de países no comunitarios.

### **Impacto en Chile**

Las regulaciones descritas tienen un impacto extraterritorial que alcanza a Chile de manera relevante. EE.UU. y Europa son los principales mercados con los cuales entidades chilenas hacen transacciones de derivados. En el escenario descrito, las alternativas que caben en el caso de hacer transacciones con entidades en EE.UU. o Europa son las siguientes:

(1) Reconocer CCP extranjeras en Chile a través de un esquema legal apropiado, permitiendo que las contrapartes locales puedan participar de infraestructuras extranjeras.

(2) Lograr reconocimiento de las CCP locales en el exterior, aplicando a los requisitos que para tales efectos se contemplan en cada jurisdicción, considerando especialmente las regulaciones aplicables en EE.UU. y la UE ya mencionadas. Para el caso europeo, solicitar el reconocimiento de la jurisdicción como equivalente por parte de la UE<sup>5/</sup>.

Con todo, el cumplimiento de los PFMI por parte de Chile, y por extensión de las CCP autorizadas a operar en el país, acercaría al país tanto a los estándares estadounidenses como a los europeos.

En este contexto, es necesario identificar las brechas que existen en Chile para converger hacia los PFMI, lo cual podría implicar cambios legislativos y regulatorios. Así, es fundamental un compromiso de amplio alcance que incorpore tanto a las autoridades relevantes en este ámbito como al sector privado.

---

<sup>5/</sup> Teóricamente cabría la posibilidad de canalizar las transacciones a través de otra jurisdicción, sin embargo, la tendencia en el mundo es hacia una convergencia con los requerimientos mencionados. Pero esto no representa beneficios respecto de la alternativa uno.

# REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adrian, T., R. K. Crump y E. Moench. 2013. Pricing the Term Structure with Linear Regressions. *Journal of Financial Economics* 110(1), pp.110-138.
- Baek I., A. Bandopadhyaya y C. Du. 2005. Determinants of Market-Assessed Sovereign Risk: Economic Fundamental or Market Risk Appetite?. *Journal of International Money and Finance* 24, pp.533-548.
- Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera. Varios números.
- BCBS. 2000. Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations. Febrero.
- BCBS. 2008. Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision. Septiembre.
- BCBS. 2010. Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems. Diciembre.
- BCBS. 2011. Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems - revised version June 2011. Junio.
- BCBS. 2013. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools. Enero.
- BCBS. 2014a. Basel III: The Net Stable Funding Ratio. Octubre.
- BCBS. 2014b. Implementation of Basel Standards: A Report to G20 Leaders on Implementation of the Basel III Regulatory Reforms". Noviembre.
- Bellas D., M.G. Papaioannou e I. Petrova. 2010. Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs Financial Stress. Fondo Monetario Internacional, Documento de Trabajo 281.
- CBRE Chile. 2014. Market View Oficinas Santiago. Segundo trimestre 2014.
- CPSS. 2001. Core Principles for Systemically Important Payment Systems. Enero.
- CPSS-IOSCO. 2001. Recommendations for Securities Settlement Systems. Noviembre.
- CPSS-IOSCO. 2004. Recommendations for Central Counterparties. Noviembre.
- CPMI-IOSCO. 2012. Principles for Financial Market Infrastructures. Abril.
- Doshi, H., K. Jacobs y C. Zurita. 2014. Economic and Financial Determinants of Credit Risk Premiums in the Sovereign CDS Market. Mimeo.
- FMI. 2011. Global Financial Stability Report. Abril.
- FMI. 2014a. Chile: 2014 Article IV Consultation.
- FMI. 2014b. Cross-Border Bank Resolution: Recent Developments. Junio
- FSB. 2011. Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions. Octubre
- FSB. 2014a. Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions. Octubre
- FSB. 2014b. Report to the G20 on Progress in Reform of Resolution Regimes and Resolution Planning for G-SIFIs. Noviembre.
- FSI. 2014. FSI Survey: Basel II, 2.5 and III Implementation. Julio.
- García-Herrero A., A. Ortiz y K. Cowan. 2006. The Role of Risk Aversion in Explaining Sovereign Spreads [with comments]. *Brookings Institution Press, Economía* 7, pp.125-155.

González Rozada, M. y E. Levy Yeyati. 2008. Global Factors and Emerging Market Spreads. *The Economic Journal* 118, pp. 1971-1936.

Global Property Solutions. 2014. Informe del Mercado de Oficinas. Tercer trimestre 2014.

Gyourko, J. 2009. Understanding Commercial Real Estate: Just How Different from Housing is it?. National Bureau of Economic Research Working paper 14708.

Hartelius H., K. Kashiwase y L. E. Kodres. 2008. Emerging Market Spread Compression: Is it Real or is it Liquidity?. Fondo Monetario Internacional, documento de trabajo 10.

Jones Lang LaSalle. 2014. Office Market Overview Latin America. Mid-year 2014.

Longstaff F., J. Pan, L. H. Pedersen y K. J. Singleton. 2011. How Sovereign is Sovereign Credit Risk? *American Economic Journal: Macroeconomics* 3, pp.75-103.

Obsfeldt, M. 2014. Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization. University of California, Berkeley, mimeo, mayo.

Zhu, H. 2003. The Importance of Property Markets for Monetary Policy and Financial Stability. BIS papers No 21.

# GLOSARIO

---

**Absorción de oficinas:** Cambio en los metros cuadrados ocupados entre un período y el siguiente.

**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, es un índice de suficiencia de capital (conocido como índice de Basilea), internacionalmente aceptado como medida de solvencia de las empresas bancarias.

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

**Bancos grandes:** representan más del 10% de los activos del sistema.

**Bancos medianos y pequeños:** representan hasta 10% de los activos del sistema.

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

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

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

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

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



**Certificados de Depósito:** Es un certificado emitido por un banco en que reconoce haber recibido un depósito por determinado plazo a determinada tasa de interés. En esencia es un tipo de depósito a plazo fijo negociable (documentado por el certificado).

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

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

**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.

**Cross Currency Swap:** es un contrato derivado en que dos partes acuerdan intercambiar periódicamente, pagos de intereses y principal entre dos monedas distintas, sobre un monto referencial y por un período de tiempo determinado.

**Cuenta Única de Inversiones:** Cuenta que registra productos ofrecido por las Compañías de Seguros de Vida que corresponde a planes de seguro que combinan protección y ahorro. Pertenece al segmento de ahorro privado, distinto al ahorro de jubilación.

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

**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).

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

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

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

**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.

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

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

**Ingresos operacionales:** Corresponde a los resultados de la banca que incluye: margen de intereses y reajustes, comisiones, operaciones de cambios, operaciones financieras, recuperación de colocaciones castigadas y otros ingresos operacionales.

**Jurisdicción:** Territorio sobre el que se ejercer el poder o la autoridad para gobernar y poner leyes en ejecución o aplicarlas en juicio.

**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.

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

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

**Producción de oficinas:** Superficie útil de oficinas correspondiente a nuevos edificios que obtuvieron recepción municipal definitiva durante el período.

**Provisiones contracíclicas:** Provisiones que se constituyen si el escenario macroeconómico es favorable y se liberan cuando se deteriora, favoreciendo una evolución más estable de las provisiones a lo largo de un ciclo.

**Ratio de cobertura de liquidez (Liquidity Coverage Ratio, LCR):** Ratio cuyo objetivo es que la entidad cuente con activos líquidos de alta calidad suficientes para asegurar su sobrevivencia en un escenario de estrés de 30 días corridos. Se define como el cociente entre los activos líquidos de alta calidad y los egresos estresados netos en 30 días.

**Ratio de financiamiento estable neto (Net Stable Funding Ratio, NSFR):** Su objetivo es complementar al LCR, asegurando un perfil de vencimientos sustentable para activos y pasivos en el largo plazo (1 año). Se define como el cociente entre las fuentes de financiamiento estables disponibles y las fuentes de financiamiento estables requeridas, iguales a una suma ponderada de pasivos y activos, respectivamente.

**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 de los hogares con distintas entidades financieras y no financieras como porcentaje de su ingreso disponible.

**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, 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 de una entidad financiera, por los movimientos adversos en los precios de mercado.

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

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

**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.

**Seguro de Depósitos:** Fondos bancarios –comunes a un sistema financiero particular – que sirven de respaldo a los depósitos de los agentes minoristas.

**Spread prime-swap:** Diferencia entre la tasa prime y la tasa swap promedio cámara, y se utiliza como referente en el análisis de las condiciones de liquidez de la banca.

**Spread soberanos:** Diferencial entre la tasa de interés de un bono del tesoro estadounidense y la tasa de interés instrumentos de deuda emitidos por el gobierno de un país en moneda local o extranjera.

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

**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.

**Tier 1:** Corresponde al capital básico más reservas declaradas o utilidades retenidas. Puede incluir acciones preferenciales no-acumulativas y no-redimibles.

## ABREVIACIONES

Achef: Asociación Chilena de Empresas de Factoring.  
 AFP: Administradoras de Fondos de Pensiones.  
 BCE: Banco Central Europeo.  
 BCS: Bolsa de Comercio de Santiago.  
 BCU: Bonos del Banco Central expresados en unidades de fomento.  
 BIS: Bank for International Settlements.  
 CDS: Credit Default Swap.  
 DCV: Depósito Central de Valores.  
 DPF: Depósito a plazo fijo.  
 DECPR: Deuda Externa de Corto Plazo Residual.  
 ECB: Encuesta de Crédito Bancario.  
 EE.UU.: Estados Unidos de Norteamérica.  
 EMBI: Emerging Market Bond Index.  
 FFR: Federal Fund Rate (Tasa de política de la Reserva Federal de Estados Unidos).  
 FMI: Fondo Monetario Internacional.  
 FSI: Financial Soundness Indicators.  
 FP: Fondos de Pensiones.  
 FRP: Fondo de Reserva de Pensiones.  
 ICI: Índice de Cuota Impaga.  
 IED: Inversión Extranjera Directa.  
 IEF: Informe de Estabilidad Financiera.  
 Imacec: Indicador Mensual de Actividad Económica.  
 IPoM: Informe de Política Monetaria.  
 IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones.  
 LGB: Ley General de Bancos.  
 MSCI: Morgan Stanley Capital International.  
 PIB: Producto Interno Bruto.  
 PIIN: Posición de Inversión Internacional Neta.  
 SBIF: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
 SII: Servicio de Impuestos Internos.  
 SP: Superintendencia de Pensiones.  
 SuSeSo: Superintendencia de Seguridad Social.  
 SVS: Superintendencia de Valores y Seguros.  
 TMC: Tasa Máxima Convencional.  
 VIX: Volatility Index.



Alejandro Zurbuchen S.

---

**REPRESENTANTE LEGAL**

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Gerencia de Asuntos Institucionales  
Departamento de Publicaciones

DICIEMBRE 2014

ISSN: 0716-2219

Santiago, Chile

Agustinas 1180, Santiago, Chile

Casilla Postal 967, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000

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

[bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl)

---

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



BANCO CENTRAL  
DE CHILE

**INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA** Segundo Semestre 2014