



Secretaría Técnica
Consejo de Estabilidad Financiera

CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (CEF) Acta de sesión celebrada el 27 de febrero de 2014

I. Asistencia:

a) Integrantes

- 1) Felipe Larraín, Ministro de Hacienda (MdH) y Presidente del CEF
- 2) Raphael Bergoing, Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)
- 3) Fernando Coloma, Superintendente de Valores y Seguros (SVS)
- 4) Rodrigo Vergara, Presidente del Consejo del Banco Central de Chile (BCCh)
- 5) Luis Figueroa, Superintendente de Pensiones subrogante (SP)

b) Otros Asistentes

- 6) Gabriela Acharán, Secretaría Técnica CEF
- 7) Gabriel Aparici, Gerente de Infraestructura y Regulación Financiera, BCCh
- 8) Rosario Celedón, Director Ejecutivo CEF y Coordinador de Mercado de Capitales, MdH
- 9) Rodrigo Cerda, Coordinador General de Asesores y Macroeconomía, MdH
- 10) Hernán López, Intendente de Valores, SVS
- 11) Claudio Raddatz, Gerente de División de Política Financiera, BCCh
- 12) Jorge Tapia, Director Ejecutivo Alterno CEF, MdH
- 13) José Miguel Zavala, Director de Estudios y Análisis Financiero, SBIF

II. Principales Materias Tratadas:

- Aprobación del acta de la sesión anterior, celebrada con fecha 9 de enero de 2014.

Panorama Financiero

- En primer lugar, se analizó el panorama financiero reciente, nacional e internacional, en base a una exposición realizada por la Secretaría Técnica, en la cual se dio cuenta de la evolución de variables financieras claves.
- Luego de un inicio de año caracterizado por aumentos de los premios por riesgo y caídas en los índices bursátiles de magnitud leve, los mercados desarrollados volvieron a mostrar un desempeño positivo en las semanas anteriores a la sesión, alcanzando niveles cercanos a los observados a fines de 2013
- En este contexto, se han continuado observando salidas importantes de flujos de portafolio desde economías emergentes, tanto en renta variable como en renta fija (en especial, desde Asia y Latinoamérica, respectivamente).
- A pesar de lo anterior, y de que la situación general continuó siendo negativa para los mercados emergentes, en los días previos a la sesión se observó en dichos mercados un alza en las bolsas, una caída de los spreads y una apreciación de las monedas.
- En contraste, en Chile, los flujos de pasivos externos mantuvieron una tendencia positiva, observándose en las semanas recientes salidas moderadas de renta variable.
- En relación a los activos externos, destaca la importante repatriación de capitales por parte de los Fondos de Pensiones a fines de enero e inicios de



**Secretaría Técnica
Consejo de Estabilidad Financiera**

febrero, como resultado del traspaso masivos entre fondos asociados a recomendaciones privadas.

- Los spreads tasas prime – swap continuaron disminuyendo, lo que da cuenta de condiciones normales de liquidez en el mercado monetario. En esta línea, las tasas de interés de los depósitos de los bancos de la plaza muestran una caída relativamente importante desde inicios de año.
- Las tasas de interés de los bonos bancarios en el mercado secundario, en tanto, continuaron exhibiendo una leve tendencia a la baja y en promedio se sitúan algo por sobre un 3,0% real anual.
- Posteriormente, el Banco Central de Chile expuso acerca de la posición actual de Chile en términos de liquidez y solvencia, en el contexto de un escenario financiero externo caracterizado por una alta volatilidad y fuertes salidas de capitales desde economías emergentes.
- Se destacó que si bien el costo de endeudamiento externo ha experimentado un aumento importante para algunas economías emergentes, en Chile el incremento ha sido menos significativo. Así también, se señaló que la tasa de interés doméstica, a diferencia de lo que ha ocurrido en otras economías, se ha mantenido relativamente estable.
- Lo anterior es coherente con evidencia para nuestro país que da cuenta de una posición relativamente favorable en términos de liquidez agregada en moneda extranjera cuando se consideran la totalidad de sus activos externos líquidos (reservas internacionales y fondos soberanos), la estructura de sus pasivos externos (distinguiendo la inversión extranjera directa del resto de los pasivos, dada su mayor estabilidad) y sus mecanismos de ajuste macroeconómico.
- De esta manera, en relación a países con tipo de cambio flexible, Chile presenta una razón de activos líquidos sobre compromisos financieros de corto plazo que se compara positivamente.
- A nivel de solvencia, se señaló que la posición de Chile también resulta relativamente favorable, comparándose positivamente con otros países, tanto por la baja deuda del sector público como por una sólida posición internacional neta.
- Por otro lado, se destacó también que el sector bancario muestra un nivel de endeudamiento externo acotado, estable y con predominio de plazos largos, sin que se observen descalces de moneda relevantes. Un panorama similar se observa en el sector corporativo.
- Sin embargo, se subrayó que, a pesar de esta situación relativamente favorable para el país, el impacto en ciertos precios financieros, particularmente en el tipo de cambio y los precios de acciones, ha sido significativo.
- En relación al tipo de cambio, se señaló que la volatilidad reciente del peso chileno supera de forma significativa la de gran parte de las demás monedas de países emergentes, pero que, en general, dichos países han intervenido el tipo de cambio y han aumentado sus tasas de política monetaria. Chile, en cambio, no ha realizado intervenciones y ha reducido la tasa, siendo su situación más bien comparable con las de economías pequeñas y abiertas como Corea del Sur, Dinamarca, Israel y Suecia. En relación a las monedas de estas últimas, la volatilidad del peso se ubica en niveles similares.
- Por el contrario, la volatilidad reciente del precio de las acciones en Chile no sólo es mayor al de las acciones de los demás países emergentes, sino que también al de las de economías pequeñas y abiertas.
- Por último, se recalcó que el tipo de cambio es una variable de ajuste en nuestro esquema macro y que, por lo tanto, es importante mantener una limitada exposición a sus movimientos.



**Secretaría Técnica
Consejo de Estabilidad Financiera**

- Se concluyó que Chile se diferencia de otras economías en varios aspectos, presentando una situación relativamente favorable en términos de liquidez y solvencia para hacer frente al escenario de volatilidad en los mercados financieros. El CEF acordó continuar monitoreando la evolución de las variables de liquidez y solvencia discutidas.

Seminario “*OTC Derivatives Global Reform*”

- El BCCh expuso en relación a los elementos centrales discutidos en el seminario “*OTC Derivatives Global Reform*”, organizado por esta institución y el FMI durante el mes de enero de 2014 y en el que participaron representantes de entidades de supervisión y regulación relevantes de Australia, UE, EEUU, Brasil, México, Perú, Colombia y Chile, así como las implicancias de estas nuevas exigencias regulatorias para nuestro país.
- Se señaló que nuestro país, si bien cuenta con un grado relevante en el desarrollo de su infraestructura de pagos en general y ha avanzado bastante en el establecimiento de ECCs para derivados, requiere un mayor avance en varios elementos discutidos en el seminario, lo que, en muchos casos –al igual que en otras economías emergentes-, es probable que se requieran cambios legales.

Regulación y Legislación

- La Secretaría Técnica le entregó a los miembros del CEF la actualización del mapa regulatorio, en el que se detallan las iniciativas legislativas y regulatorias en trámite por parte de cada una de las instituciones que participan en el Consejo que han sido consideradas de relevancia sistémica.
- En este marco, se destacó que el reglamento de la Ley Única de Fondos (LUF) se encuentra en trámite de toma de razón Contraloría. Asimismo, se informó que el proyecto de ley que transforma a la SVS en una Comisión de Valores y Seguros y el que otorga rango legal al Consejo de Estabilidad Financiera fueron aprobados por la Cámara de Diputados y comienzan ahora su análisis por parte de la Comisión de Hacienda del Senado.
- Por otro lado, se informó que la SBIF publicó para consulta pública, hasta el 14 de abril de 2014, una normativa que establece requisitos para que los bancos puedan utilizar sistemas internos de gestión de riesgo de crédito, bajo un enfoque de pérdida esperada.

Balance del trabajo del CEF durante el año 2013

- La Secretaría Técnica realizó una exposición que resumió las principales actividades del CEF a lo largo del año 2013, organizando lo discutido y acordado en cada sesión de acuerdo a los distintos temas de interés. Asimismo, en relación a cada uno de dichos temas, y cuando correspondió, detalló la labor de los grupos de trabajo del CEF.

➤ Análisis de Riesgos

- Motivación:
 - En la actualidad, las interrelaciones en los mercados financieros son cada vez mayores y están asociadas a productos financieros cada vez más sofisticados, lo que plantea la necesidad de contar con un modelo de regulación y supervisión que incorpore una mirada integrada y no sólo sectorial. Este enfoque requiere monitorear y actuar sobre fuentes de riesgo sistémico de forma coordinada entre los distintos reguladores. Una mirada integrada de tales riesgos, es clave.
- Trabajo realizado:



**Secretaría Técnica
Consejo de Estabilidad Financiera**

- En consideración de lo anterior, en cada sesión, el CEF revisó el panorama financiero reciente, nacional e internacional, y discutió los eventuales riesgos a la estabilidad del sistema financiero local. En este marco, el análisis desarrollado durante el año por el CEF puso especial énfasis en la política monetaria y fiscal en Estados Unidos y en los desarrollos en política fiscal y financiera en Europa y sus implicancias para las economías emergentes, en general, y para Chile, en particular.
- En esta línea, los anuncios del retiro gradual de los estímulos monetarios en Estados Unidos tuvieron un fuerte impacto sobre los mercados financieros globales, impulsando una importante salida de capitales desde los mercados emergentes. Estos eventos motivaron un monitoreo permanente por parte del CEF de la evolución de los flujos de portafolio a economías emergentes, así como de sus índices accionarios, primas por riesgo de no pago, paridades y otras variables financieras claves.
- En contraste con la salida de capitales bastante generalizada de otras economías emergentes, en Chile, la entrada bruta de capitales se mantuvo en niveles relativamente elevados, siendo ello es especialmente notorio en los flujos de portafolio. De esta manera, si bien el costo de endeudamiento externo tuvo un aumento importante para algunas economías emergentes, en Chile el incremento fue menos significativo.
- Lo anterior resulta coherente con evidencia para nuestro país analizada por el CEF que da cuenta de una posición relativamente favorable en términos de liquidez agregada en moneda extranjera cuando se considera la totalidad de sus activos externos líquidos, la estructura de sus pasivos externos y sus mecanismos de ajuste macroeconómico; y que en términos de solvencia, se compara positivamente con otros países, tanto por la baja deuda del sector público como por una sólida posición internacional neta.
- En el plano local, el CEF monitoreó los efectos sobre el sistema financiero de los masivos traspasos en el sistemas de AFPs de afiliados entre fondos de pensiones observados durante el año. Ello debido a que movimientos de gran magnitud en plazos acotados pueden afectar de forma relevante los precios de algunos activos financieros claves, provocar stress sobre algunas infraestructuras de mercado y terminar afectando negativamente también a los propios afiliados. Por otra parte, también se realizó un seguimiento permanente de las condiciones en el mercado monetario, las que a lo largo del año se mantuvieron normales.
- No obstante lo anterior, durante el año, un banco en particular, Corpbanca, enfrentó en el mercado mayorista tasas de interés desalineadas respecto de sus patrones históricos. Esto, producto de efectos de contagio desde su controlador, gatillados por la situación financiera de una de las empresas pertenecientes a dicho grupo, SMU.
- Esta situación motivó un monitoreo detallado por parte del CEF, que incluyó la discusión de los eventos de público conocimiento en relación a SMU y otras compañías del grupo, el análisis de los efectos de dichos eventos sobre los precios en el mercado financiero de los activos emitidos por las empresas pertenecientes a dicho grupo, la revisión del grado de cumplimiento de los límites normativos y los niveles de liquidez y solvencia de las empresas financieras del grupo, y la exposición del resto del sistema financiero a SMU y CorpGroup, entre otros.
- De forma paralela, entre otras materias, el CEF analizó los principales aspectos de la Encuesta Financiera de Hogares de 2012, la situación de las Cooperativas de Ahorro y Crédito y su regulación, y los resultados del ejercicio sobre intermediación financiera no bancaria realizado por el Financial Stability Board



**Secretaría Técnica
Consejo de Estabilidad Financiera**

en 2013, el cual midió el tamaño del sector e identificó los riesgos específicos asociados a esta actividad en Chile.

➤ Regulación y Legislación

• Motivación:

- La regulación de un sector del sistema financiero puede generar efectos no previstos sobre el resto del sistema, en especial si se considera las interconexiones que en éste existen y la posibilidad de que dicha regulación pueda generar arbitraje regulatorio. Es por ello que resulta fundamental evaluar de forma coordinada y con una mirada integrada los cambios regulatorios en trámite, anticipando así los efectos sistémicos que puedan tener.

• Trabajo realizado:

- De esta manera, de forma permanente, el CEF fue informado de las principales iniciativas legislativas y regulatorias en trámite por parte de cada una de las instituciones participantes, a fin de que sus integrantes pudieran tener una visión global de las modificaciones regulatorias en curso, analizándose en más detalle algunas de ellas, tales como la nueva regulación para tarjetas de crédito no bancarias, aquellas asociada a las elecciones de fondos de pensiones por parte de los afiliados de las AFPs, la nueva normativa de liquidez bancaria y el proyecto de ley de Comisión de Valores y Seguros, entre otros.
- Por otro lado, el CEF elaboró notas técnicas en relación a la importancia desde el punto de vista de la estabilidad del sistema financiero de ciertas iniciativas regulatorias en análisis en el Congreso Nacional: los proyectos de ley sobre información comercial y supervisión basada en riesgos para compañías de seguro. Los miembros del CEF quisiéramos aprovechar la ocasión para volver a manifestar la necesidad de avanzar en la tramitación de ambos proyectos.

➤ Conglomerados Financieros

• Motivación:

- La presencia de conglomerados puede dar lugar a riesgos para la estabilidad del sistema financiero, por cuanto implica la existencia de instituciones de gran tamaño, así como la interconexión entre los vehículos que las componen, a través de las operaciones e inversiones entre partes relacionadas.

• Trabajo realizado:

- El trabajo del CEF en la materia es complementario a aquel que realiza el Comité de Superintendentes del Sector Financiero. Durante el 2013 el análisis se focalizó en posibles perfeccionamientos regulatorios para cubrir necesidades de información respecto de conglomerados. Dadas las limitaciones que al respecto existen en la legislación actual, se acordó incorporar en el proyecto de ley que crea el CEF facultades explícitas para las Superintendencias para solicitar mayor información respecto de conglomerados.
- Al mismo tiempo, se analizaron las modificaciones a la normativa sobre deudores relacionados a entidades bancarias, las que incorporan nuevas presunciones de relación, permitiendo así incorporar dentro de los límites de créditos otorgados a relacionados, diversas modalidades de financiamiento a través de vehículos de inversión relacionados al banco.

➤ Pactos / Repos

• Motivación:

- Un mejor entendimiento del mercado de pactos resulta relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera por cuanto este tipo de operaciones puede constituir una importante fuente de liquidez en momentos de stress financiero. Sin embargo, una regulación deficitaria, que no reconozca



**Secretaría Técnica
Consejo de Estabilidad Financiera**

adecuadamente el riesgo asociado a este tipo de operaciones, podría aumentar significativamente el riesgo sistémico.

- Trabajo realizado:
 - Dada la relevancia de este mercado, y el menor tamaño de éste en Chile en relación a lo que se observa en mercados desarrollados, el grupo de trabajo sobre pactos presentó al CEF el análisis y la revisión de la normativa local respecto de pactos y la caracterización de dicho mercado, llevada a cabo en base a un cuestionario enviado a los distintos actores del sector.
- Sector Inmobiliario
- Motivación:
 - La evolución del sector inmobiliario resulta sumamente relevante para la estabilidad financiera. En particular, considerando que el sector financiero puede verse expuesto a este sector a través de los créditos respaldados por propiedades residenciales (a hogares) y comerciales (a empresas e inversionistas), así como a través de créditos comerciales otorgados a empresas desarrolladoras de proyectos inmobiliarios y constructoras.
- Trabajo realizado:
 - En consideración de lo anterior, el CEF analizó los antecedentes relativos al sector inmobiliario relacionados con los niveles de ventas y precios, los estándares crediticios y la situación de las empresas constructoras e inmobiliarias, contenidos en los Informes de Estabilidad Financiera del año 2013, así como estadísticas presentadas por la SBIF asociadas a la cartera hipotecaria y de créditos comerciales a empresas del sector por parte de los bancos.
 - Por otro lado, se analizó en el CEF la circular puesta en consulta por la SBIF para un nuevo modelo estándar de provisiones para créditos hipotecarios para la vivienda por pérdida esperada, que incorpora la razón loan-to-value y el estado de mora.
- Infraestructura de Derivados
- Motivación:
 - Los mercados de derivados representan oportunidades, pero también riesgos para la estabilidad del sistema financiero, particularmente cuando se trata de instrumentos que se transan fuera de bolsa, comúnmente conocidos como OTC, por su sigla en inglés. Esta realidad hace necesario poner énfasis en contar con una infraestructura que permita que estos mercados se desarrollen plenamente, pero que, al mismo tiempo, mitigue sus riesgos.
- Trabajo realizado:
 - Los graves problemas en este mercado durante la crisis financiera hicieron considerar la necesidad de fortalecer la industria de derivados a nivel internacional. Este proceso ha sido liderado por el G20, que el año 2009 acordó el mandato de transar en bolsa todos los contratos de derivados OTC suficientemente estandarizados, o procesarlos a través de una cámara de compensación y liquidación hacia fines de 2012. Este mandato se mantiene en vías de implementación en diferentes jurisdicciones a través de modificaciones legales, tales como las leyes Dodd-Frank (Estados Unidos) y EMIR (Europa).
 - Actualmente, en Chile existen iniciativas privadas en etapa de gestación e implementación que se enmarcan en la figura de sociedad administradora constituida como Entidad de Contraparte Central.
 - El trabajo del CEF en la materia durante el año ha consistido en proveer los mecanismos de análisis y coordinación para las definiciones de política tendientes a abordar los desafíos que para los reguladores supone la puesta en



**Secretaría Técnica
Consejo de Estabilidad Financiera**

marcha de las iniciativas locales y las exigencias asociadas a la entrada en vigencia de la regulación internacional.

➤ Proyecto de Ley del CEF

- El CEF discutió y acordó los lineamientos generales del proyecto de ley que otorga rango legal al CEF y fue permanentemente informado de los avances en su elaboración, liderada por el MdH en conjunto con los representantes de cada una de las instituciones involucradas, y posterior tramitación legislativa.
- Los principales lineamientos de la iniciativa legal son los siguientes:
 - Fortalece y facilita la coordinación entre los integrantes del CEF.
 - Resguarda la autonomía legal de las instituciones técnicas.
 - Amplía las posibilidades de compartir información, incluso aquella sujeta a reserva, tanto a nivel del CEF como de sus grupos de trabajo.
 - Permite acceder a mayor información respecto de conglomerados.
 - Establece un resguardo para el CEF frente a solicitudes de información pública para sus estudios y recomendaciones.
- En diversas ocasiones, los integrantes del CEF manifestaron la gran relevancia de la iniciativa de para fortalecer los mecanismos de coordinación e intercambio de información necesarios para preservar la integridad y solidez de nuestro sistema financiero, evaluar y administrar los riesgos sistémicos y facilitar la prevención y resolución de situaciones críticas que involucren el ejercicio de las funciones y atribuciones de los órganos competentes.

III. Acuerdos Adoptados:

- Aprobar el acta de la sesión de enero de 2014.
- Continuar monitoreando la situación respecto de la reducción del programa de estímulo en Estados Unidos y su impacto sobre los mercados financieros.
- Monitorear la evolución de las tasas de interés locales de largo plazo.
- Continuar monitoreando la posición de Chile en términos de liquidez y solvencia para Chile.
- Generar un comunicado de prensa y una presentación acerca del balance del trabajo del CEF durante el año 2013 y los principales aspecto del proyecto de ley que le otorga carácter legal.