

Recuadro III.1: Determinantes del *spread prime-swap*

El *spread prime-swap*, y sus equivalentes en otros mercados —tales como el *spread Libor-OIS*—, ha sido en los últimos años un referente para el análisis de las condiciones de liquidez de financiamiento de la banca^{4/}. En el caso de Chile, tal como se menciona en el capítulo III, este *spread* ha aumentado de manera significativa y, además, ha exhibido una alta volatilidad durante el presente año. Por ejemplo, el promedio del *spread* a 90 días aumentó aproximadamente 40 puntos base entre julio y octubre con respecto al valor promedio del primer semestre.

El objetivo de este recuadro es evaluar los determinantes del *spread prime-swap* en los últimos años. Para tales efectos, se emplea un enfoque metodológico similar a los de Michaud y Upper (2008), y Taylor y Williams (2008). En particular, las estimaciones consideran que la evolución del *spread* se asocia con las siguientes variables:

$$s = f(rc, rf, pm), \quad (1)$$

donde rc corresponde al premio por riesgo de crédito, rf al premio por riesgo de liquidez de financiamiento y pm al premio por riesgo de liquidez de mercado.

El riesgo de crédito se mide a través del diferencial entre la TIR del índice LVA para el sector bancario respecto de la TIR de bonos soberanos de similares características^{5/}. Parte del premio por liquidez de fondeo se aproximó con el *spread Libor-OIS*, lo cual se vincularía a la incertidumbre de las fuentes de financiamiento bancario externo, principalmente durante la crisis *subprime*. El premio por liquidez de mercado

se aproximó a través de la rotación de los depósitos a plazo (DPF) en el mercado secundario. Además, se consideraron factores de demanda y oferta asociados al manejo de portafolio de los fondos de pensiones y fondos mutuos. En particular, dada la relevancia de estos inversionistas institucionales en el mercado de renta fija, su tenencia de depósitos se asocia con una variable de demanda por estos instrumentos, en tanto que se incluye el *stock* de los PDDB como un posible activo sustituto de los DPF. Adicionalmente, el modelo considera variables *dummy* para el período en que se implementó la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP)^{6/}.

La ecuación (1) se estimó empleando datos de frecuencia semanal para el período comprendido entre enero del 2007 y septiembre del 2010. Los resultados indican que al menos tres variables son estadísticamente significativas: i) premio por riesgo de crédito, ii) liquidez de financiamiento externo, aproximada por el *spread Libor-OIS*, y iii) variables relacionadas con la demanda relativa por DPF^{7/}.

Para evaluar la relevancia económica de estas variables, se simuló su contribución a la evolución del *spread prime-swap* a 90 días desde el 2007 a la fecha (gráfico III.8). Durante el período de mayor tensión de la crisis *subprime*, el premio asociado con el riesgo de crédito, así como el acceso a la liquidez externa, tuvieron un importante rol a la hora de explicar su evolución. Por su parte, la incorporación de la FLAP redujo significativamente el *spread* durante su vigencia^{8/}. Por último, recientemente, destaca la incidencia de los inversionistas institucionales, la cual explica la mayor parte del incremento del *spread* en el tercer trimestre del 2010.

^{4/} Este *spread* corresponde a la diferencia entre la tasa de interés de un depósito ofrecido por los bancos locales a sus clientes *prime* (inversionistas institucionales y grandes empresas), y la tasa *Swap* Promedio Cámara (SPC). Para una discusión más detallada de este tipo de *spread*, ver recuadro I.2, Informe del segundo semestre del 2008.

^{5/} El índice LVA para el sector bancario agrupa todos los bonos emitidos por entidades bancarias locales y su TIR corresponde a un promedio ponderado de los bonos considerados en este índice.

^{6/} El modelo también controla por el aumento observado del *spread* durante el cuarto trimestre del 2008, atribuible a las presiones asociadas con la crisis *subprime*.

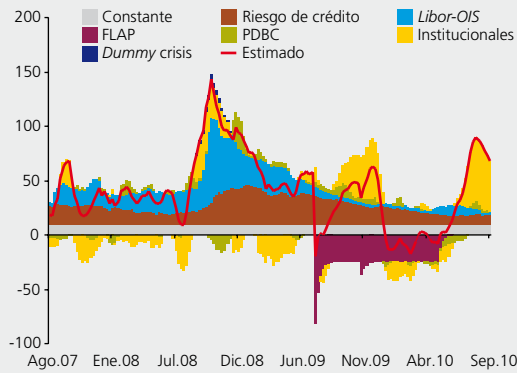
^{7/} En diversas especificaciones del modelo, la variable asociada con el premio por riesgo de liquidez de mercado no resultó estadísticamente significativa.

^{8/} Estos resultados son coherentes con los reportados en el Informe del primer semestre del 2009 (recuadro III.1).

Tal situación es congruente con la fuerte disminución en la tenencia de DPF por parte de estos agentes durante el tercer trimestre —aproximadamente \$3.200 mil millones (gráfico III.3). En este sentido, en la medida en que la tenencia de DPF por parte de los fondos de pensiones y fondos mutuos se estabilice y, en línea con lo observado recientemente, el *spread* debiera converger a niveles menores.

Gráfico III.8

Descomposición del *spread prime-swap* a 90 días (puntos base)

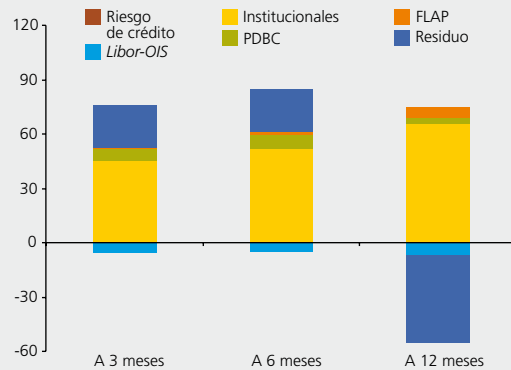


Fuente: Banco Central de Chile.

Finalmente, en el análisis de las incidencias en los *spreads prime-swap* a plazos de seis y doce meses, las conclusiones anteriores se mantienen (gráfico III.9). En particular, durante el tercer trimestre del 2010, la incidencia de los inversionistas institucionales en la variación del *spread* es un factor común a los distintos plazos, explicando aproximadamente 45, 50 y 65 puntos base del cambio del *spread*, a 90, 180 y 360 días, respectivamente.

Gráfico III.9

Descomposición del *spread prime-swap* por plazo (*) (puntos base)



(*) Tercer trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.