

**Chile
Informe Especial****Industria Securitizadora 2008,
Perspectivas Crediticias 2009****Analistas**

Juan Pablo Gil Lira
+56 2 499-3306
juanpablo.gil@fitchratings.com

Cristián Botto González
+56 2 499-3329
cristian.botto@fitchratings.com

Resumen

Durante el año 2008 y primer trimestre del 2009, la Industria Securitizadora Chilena experimentó uno de sus periodos más lentos en términos de nuevas inscripciones de deuda, debido principalmente a la crisis que afecta a la economía global, y su origen en los créditos subprime norteamericanos. En total, durante este periodo, se inscribieron en el mercado solo cuatro nuevas emisiones por un monto aproximado de USD 244 millones, mostrando un fuerte descenso respecto al año 2007, en donde se inscribieron 11 emisiones por un monto aproximado de USD 447 millones.

Además de lo anterior, hubo diferentes activos que no mostraron movimientos, debido a que en opinión de Fitch, disminuyó fuertemente el nivel de confianza hacia productos securitizados, lo que llevó a privilegiar estructuras de activos más simples y/o conocidos. Temas tributarios, concentración de activos en algunos mercados, o la falta de carteras para securitizar, han socavado la securitización de otros tipos de activos.

Para el año 2009, Fitch prevé un escenario algo más activo respecto del periodo anterior, continuando con el dominio de activos y estructuras conocidas, como son las tarjetas de crédito y los créditos de consumo. Asimismo, se espera que el segmento de créditos hipotecarios continuará disminuyendo su participación relativa dentro del mercado de la securitización. En el mediano plazo, Fitch espera que con el MK3 se aprueben varias medidas que le podrían dar a esta industria un nuevo impulso entre las que se encuentran la securitización de créditos a pymes, cambios en la estructura impositiva de la securitización de flujos futuros, entre otros.

Con respecto a las perspectivas crediticias de los diferentes bonos securitizados, Fitch espera un aumento en las diferentes variables de riesgo para los distintos tipos de activos. En el caso de los bonos securitizados respaldados por Créditos para la Vivienda, Fitch espera aumentos en las acciones de rating, especialmente en bajas de clasificaciones por sobre las alzas, debido principalmente al aumento del riesgo crediticio de los activos de respaldo, como al tipo de estructuras con que se cuentan. Sin embargo, en el resto de los activos, Fitch estima que tanto los actuales niveles de mejoras crediticias, así como las protecciones estructurales con las que cuentan estos bonos, hacen prever un escenario más bien estable en las clasificaciones asignadas.

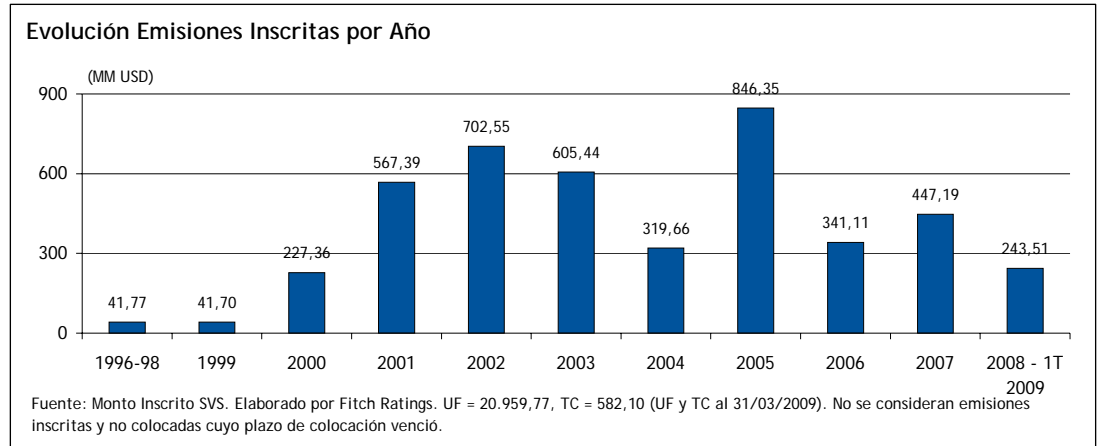
Por último, a nivel latinoamericano, si bien existen algunos sectores que permanecen resistentes a la crisis, como las emisiones internacionales securitizadas de flujos futuros y las emisiones securitizadas de créditos hipotecarios originados en México por bancos, se espera que el resto de los sectores no sean totalmente inmunes a los efectos de la crisis. Si bien el año 2008 fue relativamente balanceado en términos de cambios de clasificaciones, en donde se mantuvieron 616 clasificaciones, aumentaron 47 y disminuyeron 61, Fitch espera para el año 2009 un aumento en las bajas de clasificaciones por sobre las alzas en comparación con el año anterior.

Evolución de la Industria en el 2008 y 1er trimestre del 2009

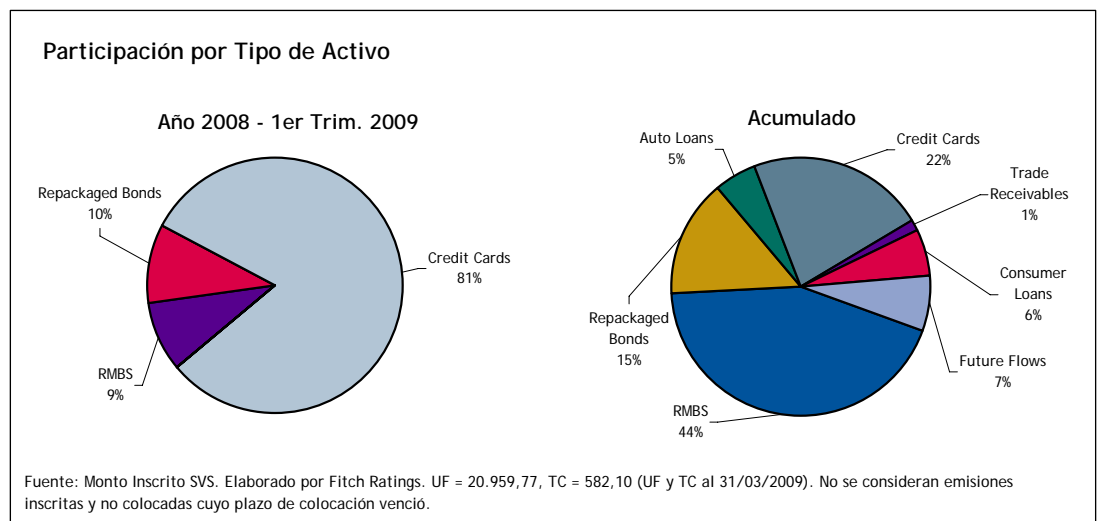
Durante el año 2008 y 1er trimestre del 2009, la industria Securitizadora local tuvo uno de los periodos con menor desarrollo dentro de su historia, mostrando una disminución de un 46% de los montos inscritos, respecto del año 2007, nivel muy inferior al esperado

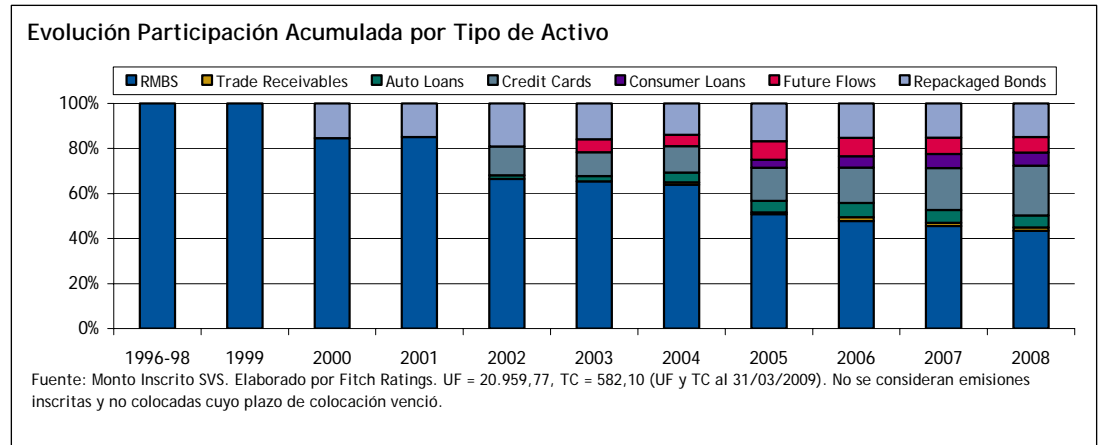
inicialmente. Cabe destacar, que dentro de las principales causas que explicarían esta baja, se encuentra por un lado el impacto provocado por la crisis que golpea a la economía global, así como el reducido tamaño del mercado local.

Durante el año 2008 y 1er trimestre del 2009, se inscribieron en el mercado solo cuatro nuevas emisiones por un monto aproximado de USD 244 millones, mostrando un fuerte descenso respecto al año 2007, en donde se inscribieron once emisiones por un monto aproximado de USD 447 millones.



Al igual que en los últimos años, los bonos securitizados respaldados por tarjetas de crédito (Credit Cards) del sector retail continuaron dominando las nuevas emisiones, representando durante el año 2008 y 1er trimestre del 2009 un 81,1% de los montos inscritos. El resto de las emisiones (en términos de montos inscritos), correspondieron a bonos de empresas reempaquetadas (Repackaged Bonds) y a bonos cuyos activos corresponden a créditos hipotecarios (RMBS), representando un 9,9% y un 9,0% respectivamente. Sin embargo, se debe mencionar que en términos de montos inscritos acumulados, los bonos respaldados por créditos hipotecarios continúan dominando el mercado de securitización local, con una participación de un 43,5%, aunque su participación relativa ha continuado disminuyendo a través del tiempo.





Un tema importante a destacar, es que además de la disminución en la actividad de la industria securitizada durante el año 2008 y 1er trimestre del 2009, hubo diferentes activos que no mostraron movimientos, entre los que se encuentran créditos automotrices (Auto Loans), créditos de consumo (Consumer Loans), cuentas por cobrar (Trade Receivables) y flujos futuros (Future Flows).

El número de sociedades securitizadoras inscritas en Chile llega a diez, siendo un gran porcentaje de éstas filiales de bancos locales. Cabe destacar, que dentro de éstas, las más activas han sido BCI Securitizadora, Santander Securitizadora, Securitizadora Bice y Banchile Securitizadora, las cuales en términos de montos inscritos acumulados representan el 28,0%, 19,2%, 15,1%, y 14,6%, respectivamente. Sin embargo, durante el año 2008 y 1er trimestre del 2009, sólo BCI Securitizadora, Banchile Securitizadora y Transa Securitizadora mostraron movimientos (en términos de nuevas emisiones inscritas). En la siguiente tabla se puede apreciar el monto de las emisiones inscritas por cada sociedad securitizadora durante el año 2008 y 1er trimestre del 2009, así como

Participación por Securitizadora (Monto Inscrito en MM USD)

Securitizadora	2008 - 1er Trimestre 2009	Acumulado
Banchile	13,3	639,4
BCI	221,6	1.229,5
Bice	0,0	663,4
Interamericana	0,0	149,8
Itaú	0,0	124,0
La Construcción	0,0	175,8
RBS	0,0	171,3
Santander	0,0	841,2
Security	0,0	266,3
Transa	8,6	123,4

Fuente: Monto Inscrito SVS. Elaborado por Fitch Ratings. UF = 20.959,77, TC = 582,10 (UF y TC al 31/03/2009). No se consideran emisiones inscritas y no colocadas cuyo plazo de colocación venció.

el total histórico acumulado:

Fitch prevé un escenario algo más activo para el año 2009. Además, estima que hasta que no se desarrollen otros tipos de activos en el mercado financiero, como los flujos futuros, el leasing de maquinarias, deudas empaquetadas y créditos estudiantiles, entre otros, no se observará un crecimiento sustancial en la actividad securitizada local,

continuando los actuales tipos de activos dominando la industria. Al respecto, se debe mencionar que actualmente el Gobierno de Chile está trabajando en un paquete de reformas relacionadas a la securitización (dentro del MK3) entre las que se encuentran temas relacionados a la securitización de créditos a pymes, cambios en la estructura impositiva de la securitización de flujos futuros, entre otros, los cuales en el mediano plazo podrían darle un impulso al alicaído mercado local de securitización.

Perspectivas Crediticias Año 2009

Patrimonios Respaldados por Créditos para la Vivienda (RMBS)

Outlook: Negativo

Las actuales condiciones económicas y la tendencia al alza en la tasa de desempleo que se observa actualmente, podrían conducir a un aumento en los niveles de morosidades y defaults, así como a una disminución en las expectativas de recuperos en las liquidaciones de propiedades en este sector, siendo los activos que representan al sector de menores ingresos los que podrían sufrir un mayor estrés.

Además de lo anterior, es necesario destacar el performance que podrían tener aquellos bonos securitizados respaldados por contratos de leasing con AFV, que si bien presentan una no despreciable historia, están sujetos a las rentabilidades que generen las Administradoras de Fondos para la Vivienda, las cuales en el último tiempo han sido menores a las estimadas inicialmente, situación que de mantenerse en el tiempo podría comenzar a generar descalces en los flujos de estos bonos.

Por último, existen algunos bonos securitizados que invierten sus excedentes en mutuos hipotecarios o contratos de leasing habitacional, no contando con criterios de elegibilidad establecidos, lo cual ha llevado a observar inversiones que generan flujos descalzados respecto a los bonos securitizados y mayores riesgos respecto de las carteras securitizadas.

Todo lo anterior hace prever en opinión de Fitch, mayores aumentos en las bajas de clasificaciones por sobre las alzas, debido principalmente a las disminuciones en las mejoras crediticias provocadas por carteras más riesgosas, al descalce que se podría observar en aquellas transacciones respaldadas por contratos de leasing con AFV y a las inversiones de excedentes de algunas operaciones en activos que no cuentan con criterios de elegibilidad y que claramente podrían provocar problemas adicionales a sus bonos securitizados. Con respecto a este último punto, se debe mencionar que durante abril de 2009, Fitch bajó las clasificaciones de cinco Series de bonos de Transa Securitizadora, y que dependiendo de las acciones que tome la Securitizadora respecto a estas inversiones, las acciones de rating podrían continuar.

Patrimonios Respaldados por Tarjetas de Crédito

Outlook: Estable

A pesar de que Fitch espera una migración negativa en el desempeño de los niveles de morosidad en este tipo de activos, el impacto en las clasificaciones estará limitado debido principalmente a las protecciones estructurales con que cuentan los bonos securitizados respaldados por esta clase de activos.

A este respecto, se debe mencionar que los bonos securitizados respaldados por esta clase de activos, cuentan con criterios de elegibilidad para la selección de cartera, hecho que hace disminuir de manera considerable el riesgo de migración de moras, todo por cuanto los clientes que forman parte de estas estructuras han mostrado históricamente mejores comportamientos de pago.

Además de lo anterior, las estructuras de estos tipos de bonos, permiten un rápido

fortalecimiento en sus niveles de mejoras crediticias, situación que podría contrarrestar el deterioro que se podría producir en las expectativas de riesgo de estos activos.

Patrimonios Respaldados por Créditos de Consumo (CCAF)

Outlook: Estable

Si bien Fitch espera aumentos en los niveles de riesgo de este tipo de activos para el segmento de trabajadores, debido principalmente al aumento en los niveles de desempleo que se ha observado a la fecha y a las expectativas de que siga aumentando, también estima que éstos serán limitados respecto a otros tipos de activos, debido a la modalidad de descuentos por planilla con que cuentan.

Con respecto al segmento de pensionados, Fitch espera que los distintos niveles de riesgo se mantengan en los niveles que actualmente se observan, debido a que en la mayoría de los casos es el Estado quien paga directamente (a través de un descuento directo en las pensiones) las deudas adoptadas por estos deudores.

De esta manera, y debido a las fortalezas estructurales con las que cuentan los bonos securitizados respaldados por esta clase de activos, Fitch estima que los niveles de clasificaciones continuarán estables en el mediano plazo.

Patrimonios Respaldados por Créditos Automotrices

Outlook: Estable

Pese a los aumentos en los riesgos de las principales variables bajo análisis, los Patrimonios Separados respaldados por esta clase de activos y que actualmente clasifica Fitch están en su etapa de maduración, contando con fuertes niveles de mejoras crediticias que hacen improbable cambios negativos en las clasificaciones de riesgo asignadas.

Seguimientos de Patrimonios Separados

Durante el año 2008 y primeros meses del 2009, las revisiones de bonos securitizados llevadas a cabo por Fitch, llevaron a aumentos en las clasificaciones de 18 Series de bonos y a disminuciones en las clasificaciones de otras 14 Series. Como se puede apreciar, los movimientos en las clasificaciones fueron significativamente mayores a los observados en los años anteriores, tal como se muestra en la siguiente tabla (para un mayor detalle de las decisiones adoptadas por Fitch respecto a los distintos bonos

Resumen Seguimiento Patrimonios Separados

	2006		2007		2008 y 4 meses 2009	
	Downgrade	Upgrade	Downgrade	Upgrade	Downgrade	Upgrade
RMBS	2	2	2	1	14	2
Trade Receivables	0	0	0	0	0	0
Auto Loans	0	5	0	3	0	11
Credit Cards	0	1	0	0	0	1
Consumer Loans	0	0	0	0	0	1
Future Flows	1	0	0	0	0	0
Repackaged Bonds	0	0	0	3	0	3

Los cambios que se muestran corresponden a aumentos o disminuciones de clasificación por Series de bonos y no por Patrimonios Separados. De esta manera, si dos Series de un mismo Patrimonio Separado sufrieron cambios en sus niveles de clasificación, se muestra en la tabla como dos cambios.

securitizados, ver Anexo 1):

Los aumentos de clasificaciones durante el año 2008 y primeros cuatro meses del 2009, se debieron a los incrementos en los niveles de mejoras crediticias observados en

dichas transacciones, debido principalmente a la madurez que muestran dichas carteras, las cuales mostraron niveles de desempeño en línea con lo estimado por Fitch para cada uno de sus casos bases, fortaleciendo de esta manera dichas estructuras.

Con respecto a las disminuciones en las clasificaciones observadas, se debe mencionar que éstas solo se produjeron en el sector de créditos para la vivienda, debido por una parte al deterioro producido en el desempeño de algunas carteras hipotecarias las que mostraron aumentos sustantivos en sus niveles de morosidades, los cuales fueron superiores a los estimados en un inicio por Fitch. A su vez, en algunos casos, se debe a las menores rentabilidades observadas en las Cuentas de AFV, las cuales son fundamentales para asegurar el calce en los flujos de dichas transacciones, tal como se comentó anteriormente en el presente informe. Por último, también se deben a las inversiones de excedentes de algunas operaciones en activos que no cuentan con criterios de elegibilidad y que claramente podrían provocar problemas adicionales a sus bonos securitizados.

Asignación de Rating Outlooks

Con el fin de entregar información en forma anticipada al mercado, el grupo de Finanzas Estructuradas de Latinoamérica de Fitch (LATAM SF) comenzó a incorporar Rating Outlooks en las emisiones de deuda de Finanzas Estructuradas a partir de enero de 2009. De esta manera, LATAM SF se unió a los grupos de Corporates, Instituciones Financieras, Soberanos, Finanzas Públicas y otros grupos globales de Finanzas Estructuradas (SF) para proveer estos Rating Outlooks. Un Rating Outlook indica la probable dirección de un cambio en las clasificaciones en un periodo de uno o dos años. Los Rating Outlooks pueden ser Positivos, Negativos, Estables y, ocasionalmente en Evolución. Los Rating Outlooks serán revisados de manera paralela con los monitoreos de clasificación de las transacciones, y publicadas en conjunto con la clasificación de largo plazo. Las notas de prensa publicadas por Fitch incluirán el razonamiento utilizado para el Rating Outlook, así como el fundamento para las clasificaciones de largo plazo.

¿Qué reflejan los Rating Outlooks?

- Los Rating Outlooks otorgados por Fitch entregan una indicación temprana de la posible dirección futura de las clasificaciones. Éstos se asignarán a cada serie de bono clasificada.
- Los Rating Outlooks se derivan de los indicadores de desempeño del colateral y sus tendencias en relación con las expectativas originales de Fitch sobre tales factores.
- El Rating Outlook refleja cualquier cambio en los soportes crediticios a lo largo del tiempo, como resultado del desempeño y la amortización.
- Los Rating Outlooks pueden ser influenciados por factores que son de naturaleza más cualitativa, incluyendo las expectativas económicas y desempeños del sector que afectan el colateral.

¿Qué no reflejan los Rating Outlooks?

- Los Rating Outlooks, al igual que las clasificaciones de largo plazo, no consideran la potencial determinación de precios a lo largo del tiempo.
- Los Rating Outlooks otorgados por Fitch no consideran la conveniencia de los bonos para ningún tipo de inversionistas.

Cambios en Clasificaciones Adoptadas por Fitch Ratings, Año 2008 y Primeros 4 Meses 2009

Patrimonio Separado	Decisión
PS-10 Banchile Securitizadora	En septiembre de 2008, Fitch subió la clasificación de la Serie Subordinada.
PS-5 BCI Securitizadora	En agosto de 2008, Fitch subió la clasificación de la Serie Preferente. Posteriormente, en noviembre de 2008, ante el pago total de los bonos securitizados, Fitch las clasificaciones asignadas.
PS-3 Securitizadora Bice	En febrero de 2008, Fitch subió la clasificación de la Serie Subordinada. Posteriormente, en noviembre de 2008, ante el pago total de los bonos securitizados, Fitch las clasificaciones asignadas.
PS-5 Securitizadora Bice	En febrero de 2008, Fitch subió la clasificación de la Serie Subordinada. Posteriormente, en noviembre de 2008, ante el pago total de los bonos securitizados, Fitch las clasificaciones asignadas.
PS-7 Securitizadora Bice	En noviembre de 2008, Fitch subió la clasificación de la Serie Subordinada.
PS-11 Securitizadora Bice	En julio de 2008, Fitch subió las clasificaciones de las Series Subordinadas.
PS-23 Securitizadora Bice	En marzo de 2008, Fitch subió las clasificaciones de las Series Preferentes y Subordinadas.
PS-1 Securitizadora Security	En febrero de 2008, Fitch bajó la clasificación de la Serie Preferente. Posteriormente en marzo de 2008, retiró las clasificaciones a petición del emisor.
PS-5 Securitizadora Security	En febrero de 2008, Fitch bajó la clasificación de las Series A1 y B1. Posteriormente en noviembre de 2008 Fitch retiró las clasificaciones a petición del emisor.
PS-7 Transa Securitizadora	En diciembre de 2008, Fitch bajó las clasificaciones de las Series Preferentes y les asignó Rating Watch Negativo.
PS-8 Transa Securitizadora	En junio de 2008, Fitch asignó Rating Watch Negativo a las Series A, B y C. Posteriormente, en agosto de 2008, Fitch bajó la clasificación de estas Series y les mantuvo el Rating Watch Negativo.
PS-6 Securitizadora Security	En enero de 2009, Fitch bajó la clasificación de la Serie B1. Adicionalmente, le asignó Outlook Negativo a las clasificaciones de las Series A1, AA1 y B1.
PS-23 Securitizadora Bice	En febrero de 2009, Fitch subió la clasificación de las Series Subordinadas y les asignó Rating Watch Positivo.
PS-10 Banchile Securitizadora	En febrero de 2009, Fitch subió la clasificación de la Serie Subordinada.
PS-4 Itaú Securitizadora	En febrero de 2009, Fitch subió la clasificación de la Serie Preferente.
PS-8 BCI Securitizadora	En marzo de 2009, Fitch subió la clasificación de la Serie Preferente.
PS-1 Transa Securitizadora	En abril de 2009, Fitch bajó la clasificación de la Serie B y le asignó Rating Watch Negativo.
PS-2 Transa Securitizadora	En abril de 2009, Fitch bajó la clasificación de la Serie B y le asignó Rating Watch Negativo.
PS-3 Transa Securitizadora	En abril de 2009, Fitch bajó la clasificación de la Serie B y le asignó Rating Watch Negativo.
PS-4 Transa Securitizadora	En abril de 2009, Fitch bajó la clasificación de la Serie Preferente y le asignó Rating Watch Negativo.
PS-5 Transa Securitizadora	En abril de 2009, Fitch bajó la clasificación de la Serie Preferente y le asignó Rating Watch Negativo.

Anexo 1

Copyright © 2009 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004.

Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.