

Jorge Chang  
jchang@euroamerica.cl  
(56-2) 5817098

## Análisis del Sistema Bancario

### Pisando freno

1 de Abril de 2010

### Ideas Principales

- El mercado del crédito bancario estaría impulsado en el corto plazo por la demanda de empresas, mientras que la demanda de personas debería cobrar mayor impulso hacia la segunda mitad del año
- Mantenemos nuestra visión respecto del nuevo impulso que tomará la senda de crecimiento del sistema en 2010, aunque las oportunidades de corto plazo presentan algunos matices respecto del escenario previo
- Posibilidades razonables de observar un desalineamiento transitorio en la exposición al riesgo de crédito
- En términos de múltiplos, el análisis entrega pocos argumentos para suponer la prolongación de las tasas de crecimiento en precios que hemos visto en lo que va del presente año.
- Actualización de precios objetivo:

ACCIÓN	RECOMENDACION	PRECIO OBJETIVO A DICIEMBRE DE 2010 (\$/ACCIÓN)
BCI	MANTENER	22.460
CHILE	MANTENER	57,1
BSANTANDER	VENDER	35,9
CORPBANCA	MANTENER	5,0

**Cambio de escenario:** El impulso de corto plazo estaría por el lado de las empresas, la demanda de personas retomará vigor hacia finales de año. Los efectos del terrible terremoto que afectó con mayor intensidad a las regiones VII y VIII a fines de febrero de 2010, modificaron nuestras expectativas en relación con los sectores que tendrán mayor incidencia en la recuperación de la economía respecto de este año. En el escenario previo, opinábamos que el consumo tendría un lugar destacado en este esquema, pero dadas las nuevas circunstancias, son más bien los sectores ligados a la producción e infraestructura los que liderarían el proceso, dadas las necesidades de reconstruir capacidad instalada e inventarios. De esta manera, la recuperación del consumo se daría de manera más lenta, y cobraría mayor velocidad hacia fines de este año.

Desde la perspectiva de la oferta, observamos que el sistema bancario ha venido adoptando una actitud proactiva, aplicando planes de contingencia, en un claro esfuerzo por mitigar los efectos del terremoto sobre el riesgo de crédito, con una disposición explícita a establecer reprogramaciones. Debemos tener en cuenta, que según las cifras regionales más recientes de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, el 6,9% de las colocaciones totales del sistema financiero se ubican en las regiones VII y VIII,

mientras que el 3,8% de los depósitos están en las zonas mencionadas. Adicionalmente, el porcentaje de cartera hipotecaria con seguro de sismo en las regiones V, VI, VII, VIII y RM es 95,1% según las cifras más recientes al mes de marzo de 2010.

Mientras que al inicio de esta sección sugerimos algún nivel de debilidad en componentes de la demanda vinculados con el consumo, la oferta de servicios financieros no se vería afectada más allá de las interrupciones operacionales focalizadas en las zonas más afectadas. Según las cifras al 26 de marzo de 2010, el 96% de las sucursales están operando a nivel nacional, mientras que el 94% de los terminales ATMs operan también en todo Chile.

**Crecimiento: En el balance neto, las perspectivas muestran variaciones pequeñas.** En nuestros supuestos de crecimiento de la economía, hemos reducido ligeramente las proyecciones para el año 2010, con un avance de 4% para el PIB, mientras que en 2011, este se ajusta al alza hasta 5%. La idea detrás de estas modificaciones está en una pérdida de dinamismo en la economía como consecuencia del terremoto, la que se recuperaría con el efecto de las labores de reconstrucción -con el componente intensivo en mano de obra que esto implica, y que se vería reflejado con mayor intensidad durante el próximo año.

El reordenamiento de corto plazo en las oportunidades de crecimiento en créditos a empresas estaría dado por:

- Financiamiento de capital de trabajo, particularmente para cubrir el déficit de ingresos generado por el terremoto
- Reconstrucción de capacidad instalada
- Reposición de inventarios

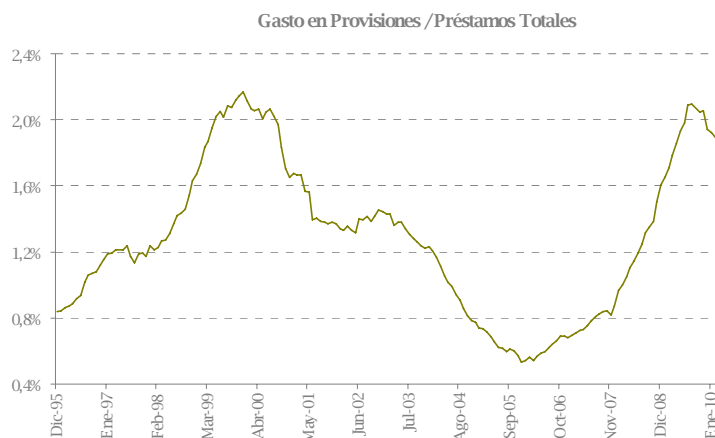
Las oportunidades de corto plazo en créditos a personas estarían más focalizadas en:

- Financiamiento para reparación de viviendas -que de acuerdo con las últimas disposiciones de la SBIF, podrían ser incorporadas a la deuda habitacional vigente.
- Financiamiento para reposición de pérdidas patrimoniales, como compras de automóviles, muebles, enseres, etc.

**Riesgo de crédito: Desalineamiento transitorio.** Nuevos factores relacionados con el riesgo crediticio, y que también se concentran en el corto plazo, surgen de manera paralela y tienen el potencial de incrementar el costo para los usuarios, entre los cuales tenemos:

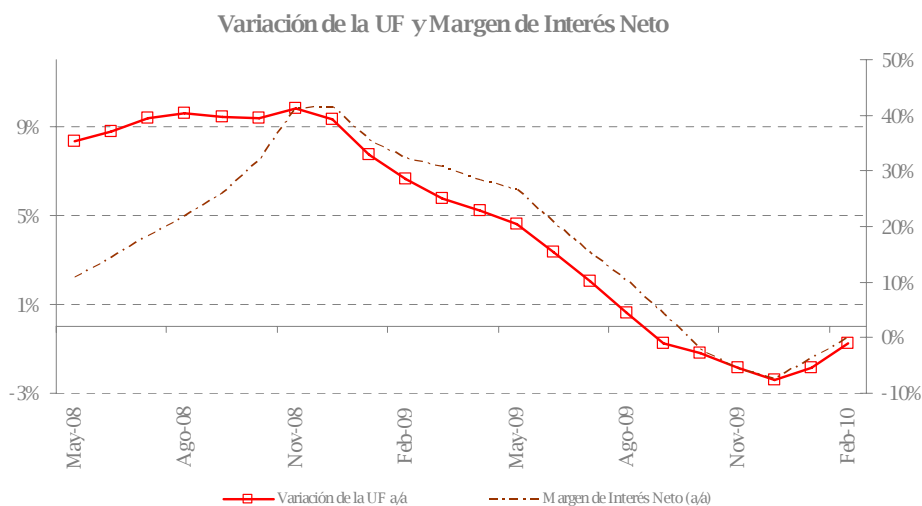
- Probable incremento en el volumen de créditos repactados, en atención a las dificultades para generar nuevos ingresos
- Deterioro en el patrimonio de las personas
- Pérdida de eficiencia productiva derivada del deterioro de la infraestructura vial y portuaria, con el consecuente incremento en costos operacionales
- Aumento en el costo de las primas de seguros para financiar propiedades

Estas circunstancias se matizan con el desempeño del gasto en provisiones, que en términos acumulados viene mostrando moderación en su ritmo de crecimiento.



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Estudios EuroAmerica

**Rentabilidad: Mejores perspectivas de inflación para 2010.** Considerando sólo el efecto de la inflación, las perspectivas de 2010 son positivas, y deberían revertir la debilidad en el desempeño observado durante 2009. El descalce estructural que el sistema mantiene en UF afectó negativamente el margen de intereses durante 2009, y que ya observamos que se empieza a revertir durante 2010, donde nuestras proyecciones de inflación suponen un incremento de 3,5% para este año, lo que debería impulsar a los indicadores de rentabilidad.

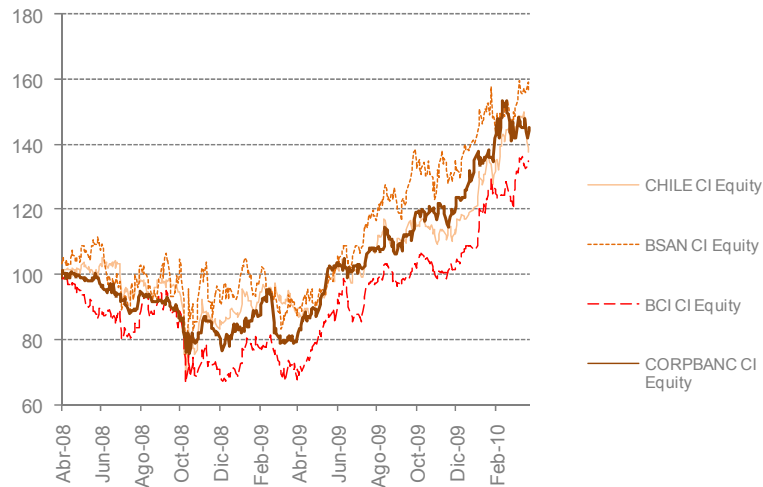


Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Estudios EuroAmerica

Otros aspectos que proyectamos que estarán impulsando la rentabilidad en 2010 son la normalización en el mercado del crédito, cuyo dinamismo viene en clara tendencia ascendente y la disminución en el ritmo de provisiones, dada la reversión de los indicadores de riesgo de crédito. El matiz de corto plazo está en la intensidad con que las consecuencias del terremoto puedan afectar la demanda de créditos y la exposición de la cartera al riesgo.

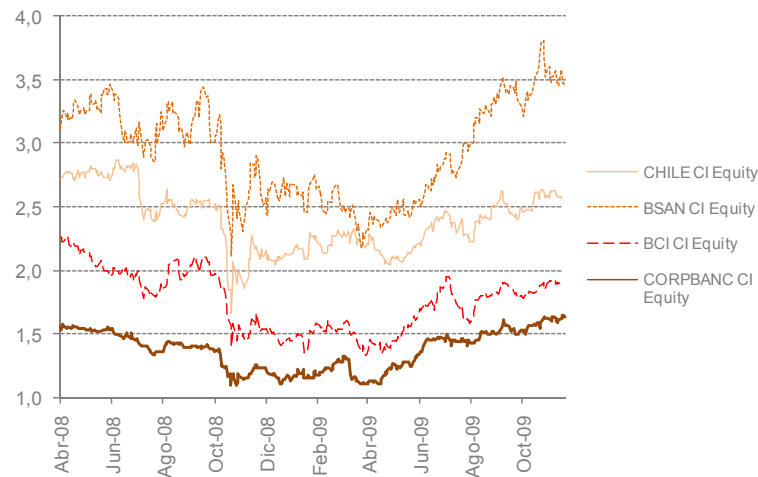
**Desempeño bursátil.** El avance de las acciones del sector bancario en la bolsa local, se explica en parte por las expectativas de normalización de la inflación y el repunte de la economía. El efecto del terremoto habría agregado un impulso adicional desde la perspectiva del financiamiento necesario para financiar la reconstrucción, oportunidad que los bancos podrían aprovechar rentablemente. Los resultados de nuestros modelos de valorización sugieren que el desempeño bursátil habría anticipado de manera veloz estos factores, reflejándose en los fuertes avances que hemos visto hasta hace pocas semanas.

### Desempeño relativo - 24 meses móviles



Fuente: Bloomberg, Estudios EuroAmerica

### Relación Precio/Valor Libro



Fuente: Bloomberg, Estudios EuroAmerica

En el análisis de múltiplos, las acciones del sector se encuentran alineadas con la relación promedio Precio/Utilidad para la región, o en el caso de la relación Precio/Valor Libro, por sobre el promedio. Estos indicadores refuerzan la visión que describimos respecto del avance veloz que hemos venido observando en las acciones del sector, y por ende hacen difícil suponer la posibilidad de seguir observando incrementos vigorosos en los precios de las acciones del sector, de la manera en que los hemos visto durante los primeros meses de este año.

	Price	52 Week Low	High	Market Cap	PE Ratio	Price to Book	Return on Assets	Return on Equity	Return on Capital	Dividend Yield
<b>CHILE</b>										
BANCO DE CREDITO E INVERSIÓN	20,211	10,336	21,490	2.048.257	12,6	2,3	1,2	19,1	3,9	2,5
BANCO SANTANDER CHILE	33,37	19,00	35,10	6.288.446	14,6	3,8	2,1	27,1	6,0	3,4
CORPBANCA SA	4,35	2,40	4,80	962.379	11,3	1,9	1,4	17,1	3,8	8,6
BANCO DE CHILE	50,82	31,97	56,48	4.195.278	16,2	3,0	1,4	19,2	5,1	6,9
					13,7	2,8	1,5	20,6	4,7	5,3
<b>PERU</b>										
CREDICORP LTD	86,64	43,90	88,20	6.910	14,5	3,0	2,2	23,5	9,2	2,0
INTERGROUP FINANCIAL -CMN	22,20	8,75	23,25	2.078	11,5	3,3	2,9	31,5	10,5	1,9
BANCO CONTINENTAL -COMUN	8,29	4,52	10,18	12.197	12,8	4,2	2,9	39,4	9,6	3,0
					13,0	3,5	2,7	31,5	9,8	2,3
<b>COLOMBIA</b>										
BANCOLOMBIA SA	22,020	11,980	23,780	17.392.450	17,3	1,6	1,9	15,5	7,6	2,9
BANCO DE BOGOTÁ	36.060,00	22.100,00	39.980,00	8.590.565	12,1	2,2	2,5	19,2	8,4	4,3
GRUPO AVAL ACCIONES Y VAL	885,00	456,00	930,00	12.340.420	16,0	3,4	1,1	9,6	4,2	3,9
GRUPO DE INV SURAMERICANA	27.800,00	15.500,00	27.980,00	13.039.240	29,2	1,0	1,8	2,4	2,4	1,0
BBVA COLOMBIA SA	190,00	136,00	198,00	2.701.517	7,5	1,3	1,9	19,3	11,6	6,7
BANCO DE OCCIDENTE S.A.	30.000,00	15.660,00	30.000,00	4.110.829	11,3	2,2	1,2	11,4	6,4	3,9
					15,6	2,0	1,7	12,9	6,8	3,8
<b>ARGENTINA</b>										
BANCO GALICIA Y BUENOS AIR	4,13	1,98	4,15	2.322	13,5	1,1	0,7	8,4	3,5	0,0
BANCO MACRO SA-B	12,40	3,74	12,65	7.246	10,1	2,2	3,1	24,4	15,8	2,0
BBVA BANCO FRANCES SA	9,93	2,65	10,25	5.326	6,8	1,8	2,8	28,7	24,6	0,7
BANCO SANTANDER RIO-B	6,75	2,12	6,75	2.971	2,5	1,2	4,4	61,8	38,5	1,2
GRUPO FINANCIERO GALICIA-B	2,37	0,64	2,47	2.942	12,8	1,4	0,9	11,8	3,2	0,0
					9,2	1,6	2,3	27,0	17,1	0,8
<b>BRASIL</b>										
ITAU UNIBANCO HOLDING SA	38,16	22,93	40,63	155.495	17,5	3,4	1,6	21,3	4,6	0,4
BANCO BRADESCO SA-PREF	32,00	20,58	35,16	98.628	13,9	2,9	1,7	21,1	4,6	0,5
BANCO DO BRASIL SA	29,75	16,40	32,40	76.404	7,5	2,1	1,7	30,7	4,8	6,3
BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	0,21	0,11	0,25	81.937	29,4	1,3	0,5	3,2	1,5	0,4
					17,1	2,4	1,4	19,1	3,9	1,9
Promedio General					13,7	2,3	1,9	21,2	8,6	2,8

Fuente: Bloomberg, Estudios EuroAmerica

**Valorizaciones.** Hemos valorizado todas las acciones bajo cobertura ocupando una tasa de costo patrimonial de 11,76%, obtenida con la tasa libre de riesgo correspondiente a los bonos BCP10 (6,53%), un premio por riesgo de 5,5%, un coeficiente beta de 0,95 y una tasa de crecimiento perpetuo de 3%.

Los resultados son consistentes con la visión previa en términos de múltiplos, así como también respecto de la visión adelantada que habría reflejado el mercado respecto de los niveles en que las acciones del sector se vienen transando en bolsa. En nuestra opinión, los factores que impulsarían el crecimiento de las acciones del sector, se encuentran internalizados en los precios que estamos viendo en bolsa.

ACCIÓN	RECOMENDACION	PRECIO OBJETIVO A DICIEMBRE DE 2010 (\$/ACCIÓN)	
BCI	MANTENER	22.460	Valorizaciones implícitas en múltiplos sugieren que la acción se está transando a valor justo.
CHILE	MANTENER	57,1	Después del reciente pago de dividendos, los factores de crecimiento no son diferentes respecto del resto del sistema
BSANTANDER	VENDER	35,9	Mayor porcentaje en cartera de préstamos a personas expone al banco a riesgos de corto plazo. El banco debería seguir reflejando el buen desempeño en los indicadores de rentabilidad que suele mostrar.
CORPBANCA	MANTENER	5,0	Después del reciente pago de dividendos, los factores de crecimiento no son diferentes respecto del resto del sistema. El crecimiento orgánico del banco, junto con el cross selling a nivel de las inversiones del grupo Saieh, es relevante para beneficiarse con mayor intensidad de esta etapa en la economía.

Fuente: Estudios EuroAmerica

**Luis Óscar Herrera B.**  
Director de Estudios  
[lherrera@euroamerica.cl](mailto:lherrera@euroamerica.cl)

**William Baeza**  
Analista Financiero  
[wbaeza@euroamerica.cl](mailto:wbaeza@euroamerica.cl)

**Jorge Chang R.**  
Gerente de Estudios de Renta Variable  
[jchang@euroamerica.cl](mailto:jchang@euroamerica.cl)

**Francisco Marcet O.**  
Analista Financiero  
[fmarcet@euroamerica.cl](mailto:fmarcet@euroamerica.cl)

Las opiniones vertidas son solamente indicativas, utilizando información pública y las mejores herramientas financieras disponibles. EuroAmerica no se compromete a que la información vertida sea exacta ni completa. La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Prohibida su reproducción