



Crisis financiera: orígenes y repercusiones internas

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Presentación en seminario organizado por el Instituto de Estudios Bancarios “Guillermo Subercaseaux” en la ciudad de Temuco



Agenda

- Orígenes y propagación de la crisis
- Fortalezas de la economía chilena
- Actualización del escenario macro base
- Conclusiones



Orígenes y propagación de la crisis



Antecedentes y causas de la crisis.

- Entorno macroeconómico muy favorable para la toma de riesgos:
 - Alto crecimiento de la economía mundial.
 - Abundante liquidez y bajas tasas de interés.
 - Fácil acceso al crédito.
- Agresiva demanda por rendimientos más altos que los ofrecidos por los títulos tradicionales (bonos soberanos y corporativos) con los consiguientes riesgos asociados.



Antecedentes y causas de la crisis.

- La innovación financiera (ingeniería financiera) satisfizo esa demanda mediante la creación de complejos instrumentos para el financiamiento de los créditos hipotecarios, respecto de los cuales el escrutinio del mercado falló.
- Fuerte incremento en el precio de la vivienda.
- Fallas en la regulación y la supervisión financiera en áreas claves del sistema financiero (instituciones financieras no bancarias).
- Falta de transparencia respecto de ciertas actividades en rápida expansión (productos estructurados y derivados de crédito).



Antecedentes y causas de la crisis.

- Relajamiento de la disciplina financiera durante la fase expansiva del ciclo económico:
 - Excesiva flexibilización de las prácticas comerciales.
 - Fallas en los gobiernos corporativos y en la gestión de las instituciones financieras.
 - Debilitamiento de la evaluación interna de riesgos y excesiva dependencia de clasificaciones externas.
 - Insuficiente capitalización de algunas instituciones financieras.
 - Alta dependencia de fuentes de financiamiento mayoristas (en oposición al fondeo proveniente de depósitos minoristas).



Propagación de la crisis.

- La crisis financiera se inició en el sector inmobiliario y de las hipotecas “*subprime*” en los EE.UU. cuando cambiaron las condiciones prevalecientes con anterioridad (subieron las tasas de interés, se revirtió el ciclo favorable de precios para las viviendas y subió bruscamente la morosidad).
- Pero luego se extendió a otros segmentos del mercado financiero y a otras regiones geográficas.
- La globalización había diseminado la tenencia de los títulos riesgosos, de manera que poco se sabía sobre quienes eran efectivamente sus tenedores y por tanto, los afectados.

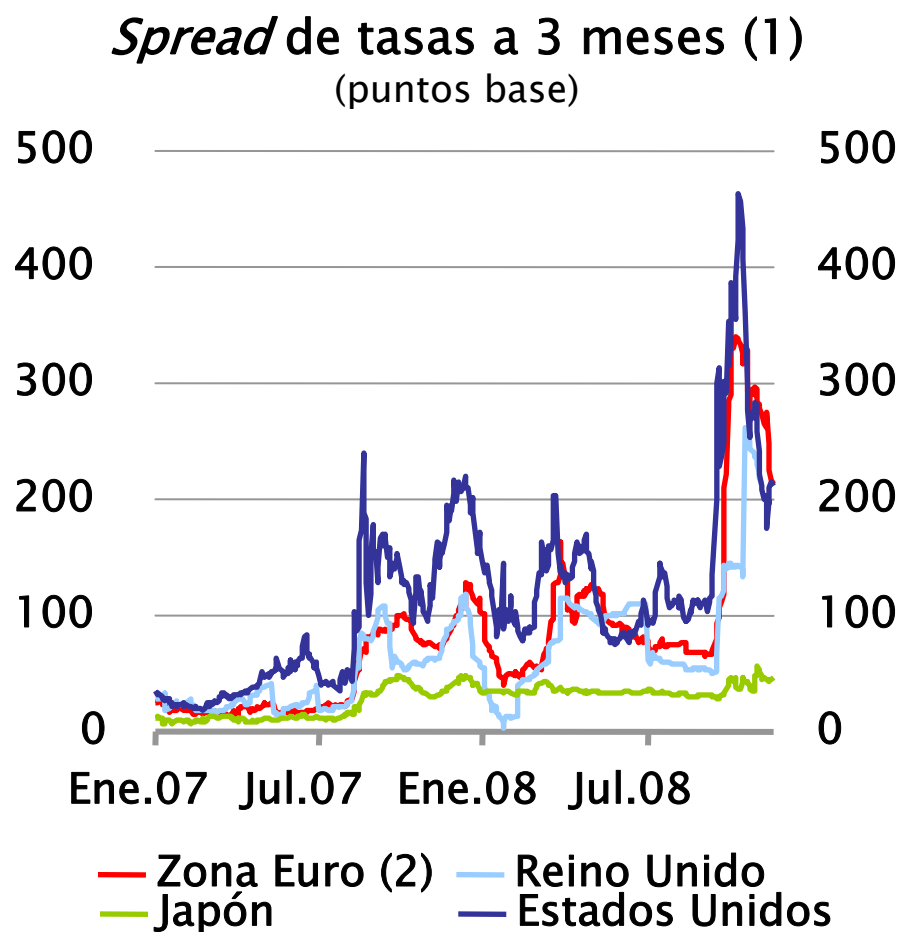
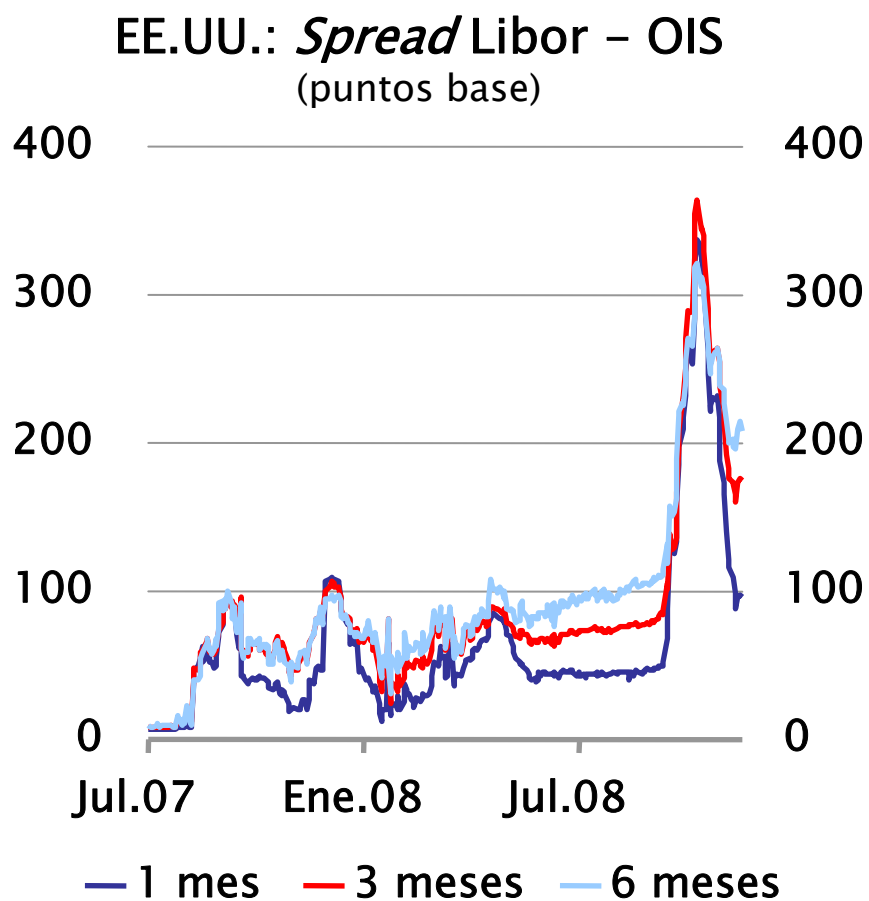


Propagación de la crisis.

- Tampoco resultaba fácil evaluar las pérdidas porque los mercados dejaron de funcionar y era difícil asignarle un valor razonable a estos títulos.
- Todo ello hizo que la incertidumbre y la desconfianza se apoderara de los mercados financieros.
- En ese contexto, los inversionistas buscaron refugio en instrumentos relativamente más seguros (bonos de países avanzados), lo que afectó con fuerza a los valores bursátiles en general y a las monedas de las economías emergentes en particular.
- Los desarrollos adquirieron una particular intensidad en septiembre y octubre pasados, cuando la desconfianza se profundizó debido al fracaso de la política de soluciones “caso a caso”.



Tensiones de liquidez en las economías avanzadas.



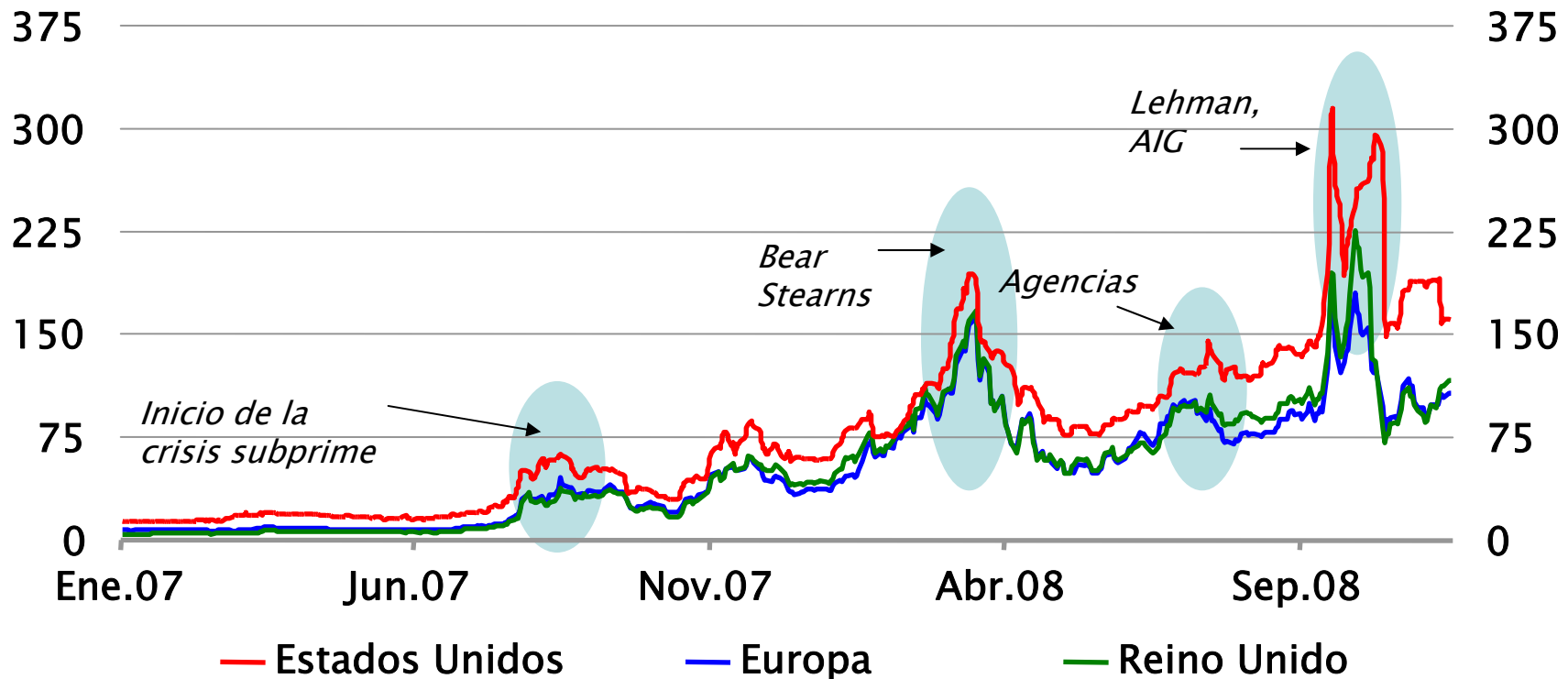
(1) Tasa LIBO a 3 meses respecto a tasa de los bonos del tesoro a 3 meses. (2) Para la Zona Euro se utiliza el bono del Tesoro a 3 meses de Alemania.

Fuente: Bloomberg.



Percepciones de riesgo respecto de los bancos de los países desarrollados.

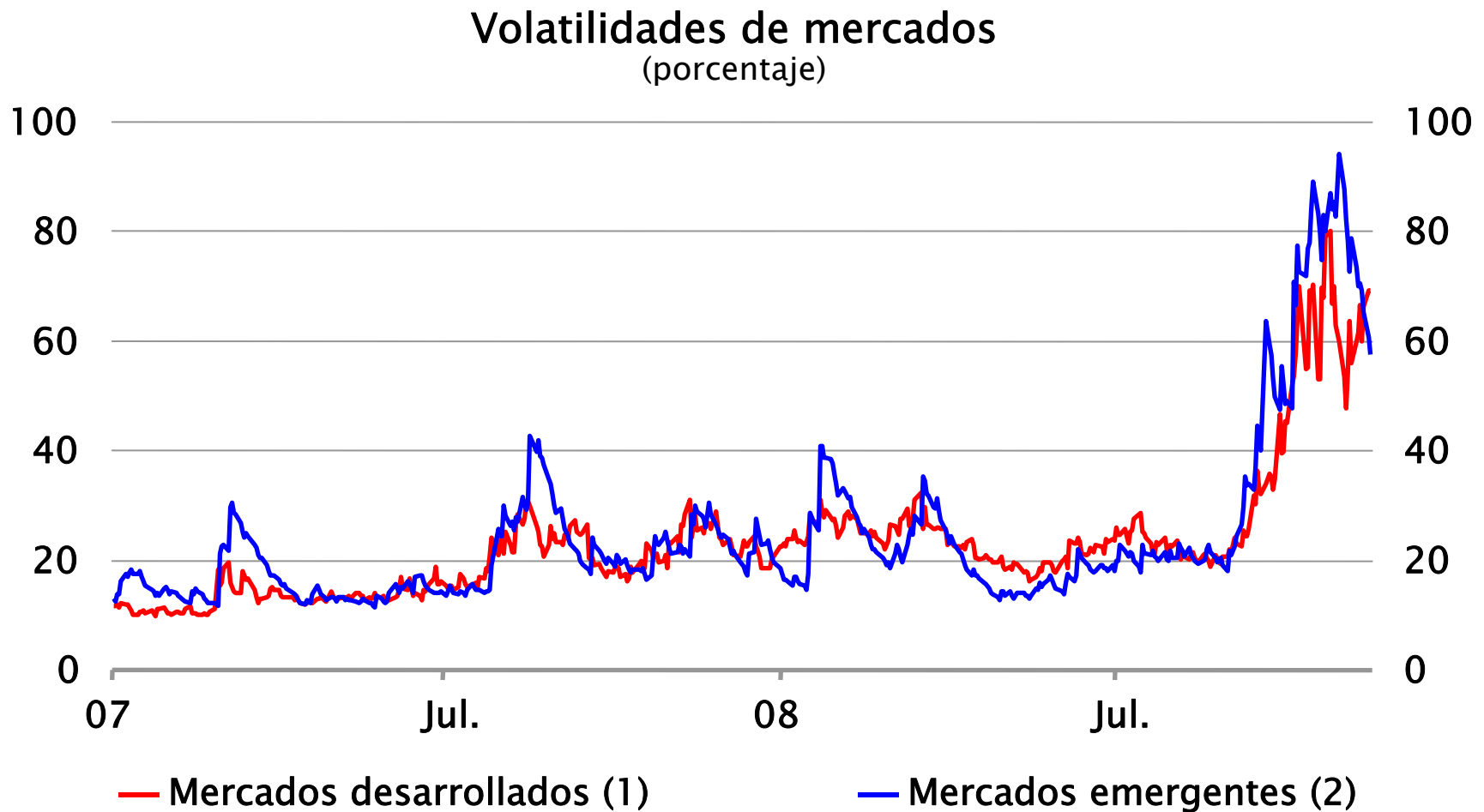
Credit default swap spread de bancos (*)
(puntos base)



(*) *Credit Default Swap*: seguro de cobertura de no pago de deuda. Considera el promedio simple de los principales bancos. Estados Unidos incluye Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan y Bank of America. Europa: BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank y UBS AG. Reino Unido: HSBC Bank, Barclays Bank, Lloyds TSB Bank y Royal Bank Scotland.



Volatilidad en los mercados financieros.

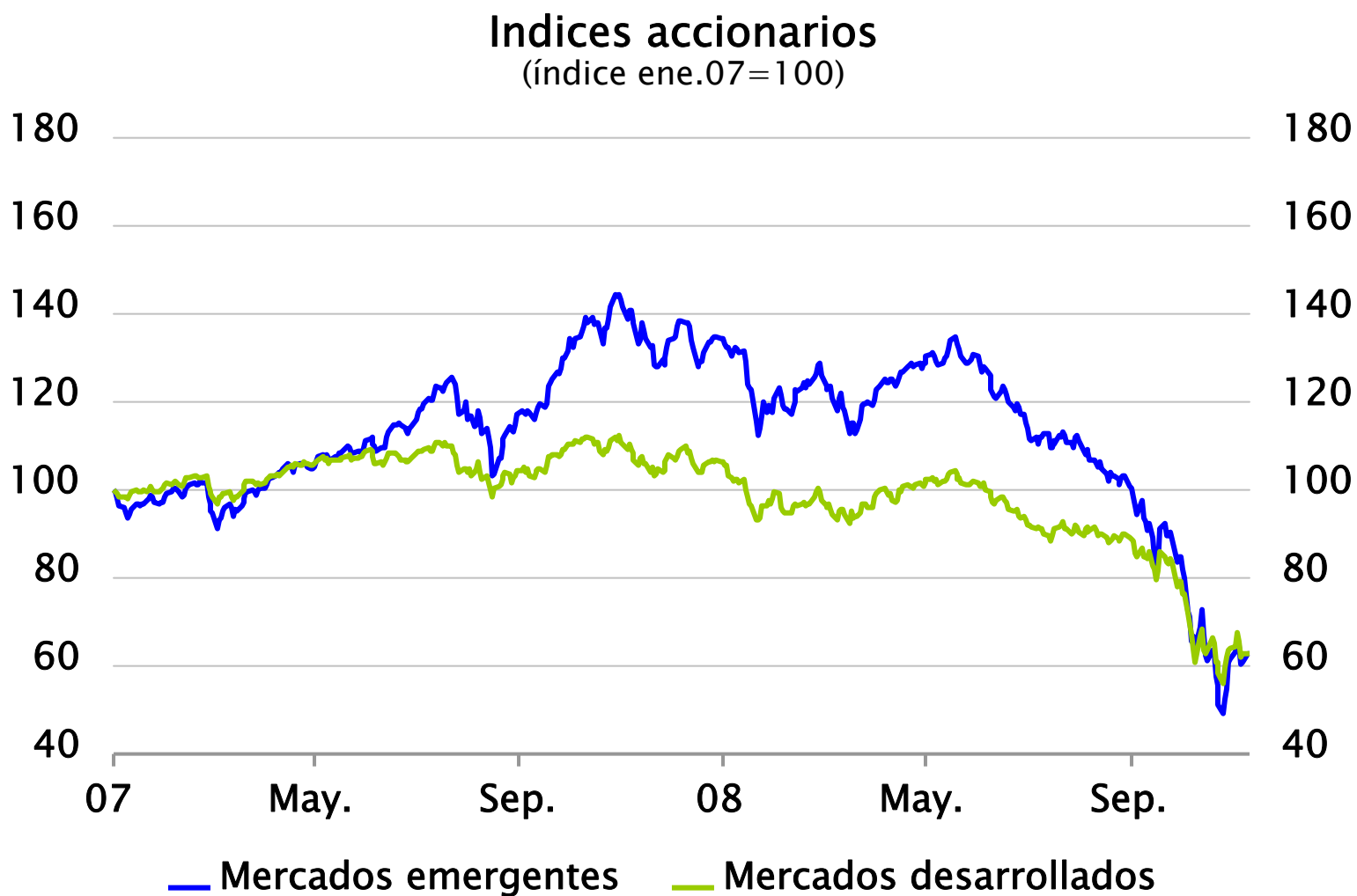


(1) Corresponde al índice de volatilidad del S&P 500 de EE.UU (VIX). (2) Corresponde a estimaciones de las volatilidades históricas de su índice MSCI, denominados en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



Evolución de los precios de activos financieros.

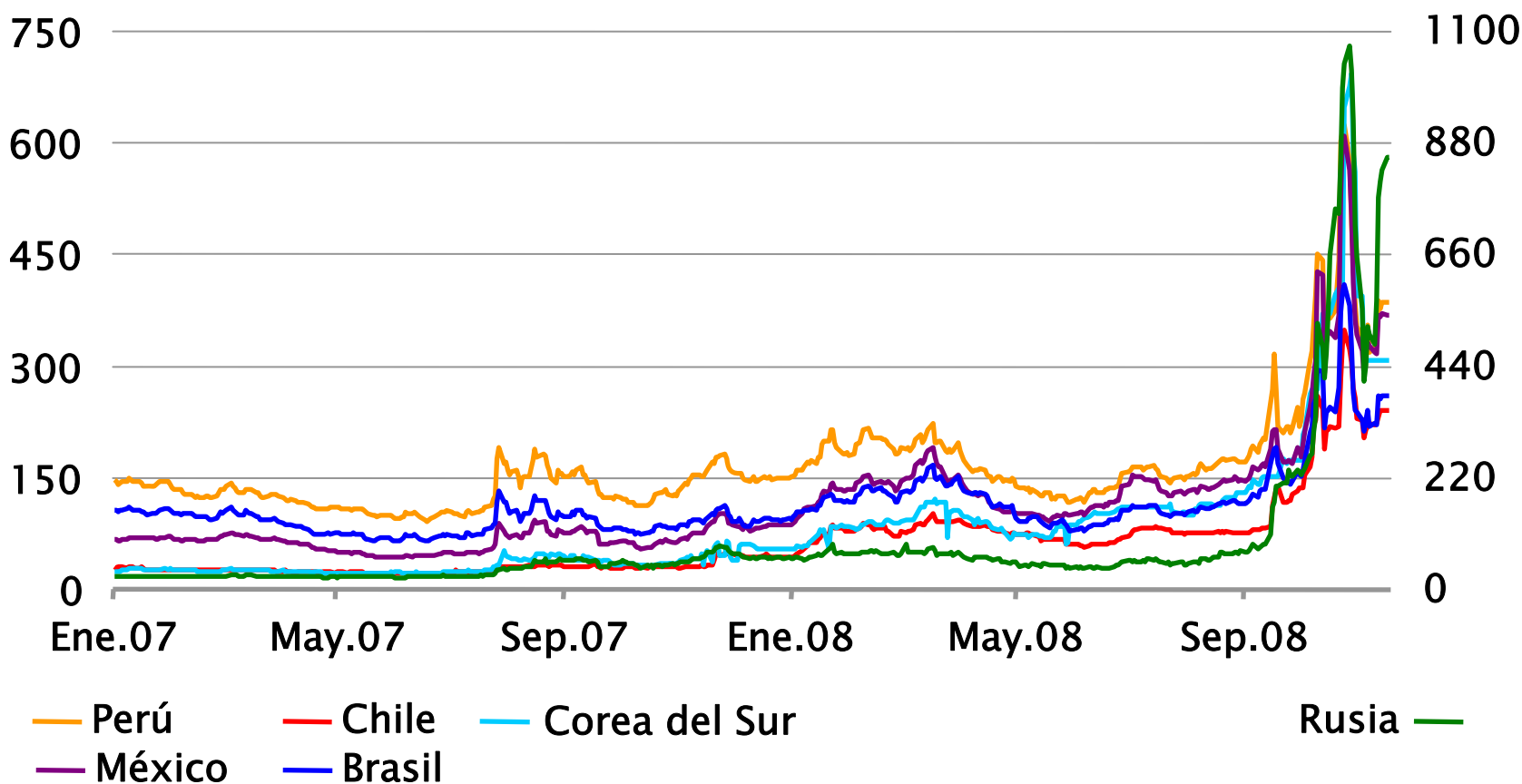


(*) Corresponde a sus respectivos índices MSCI, denominados en dólares.
Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



Primas de riesgo para las economías emergentes.

Credit Default Swap Spread economías emergentes (*)
(puntos base)



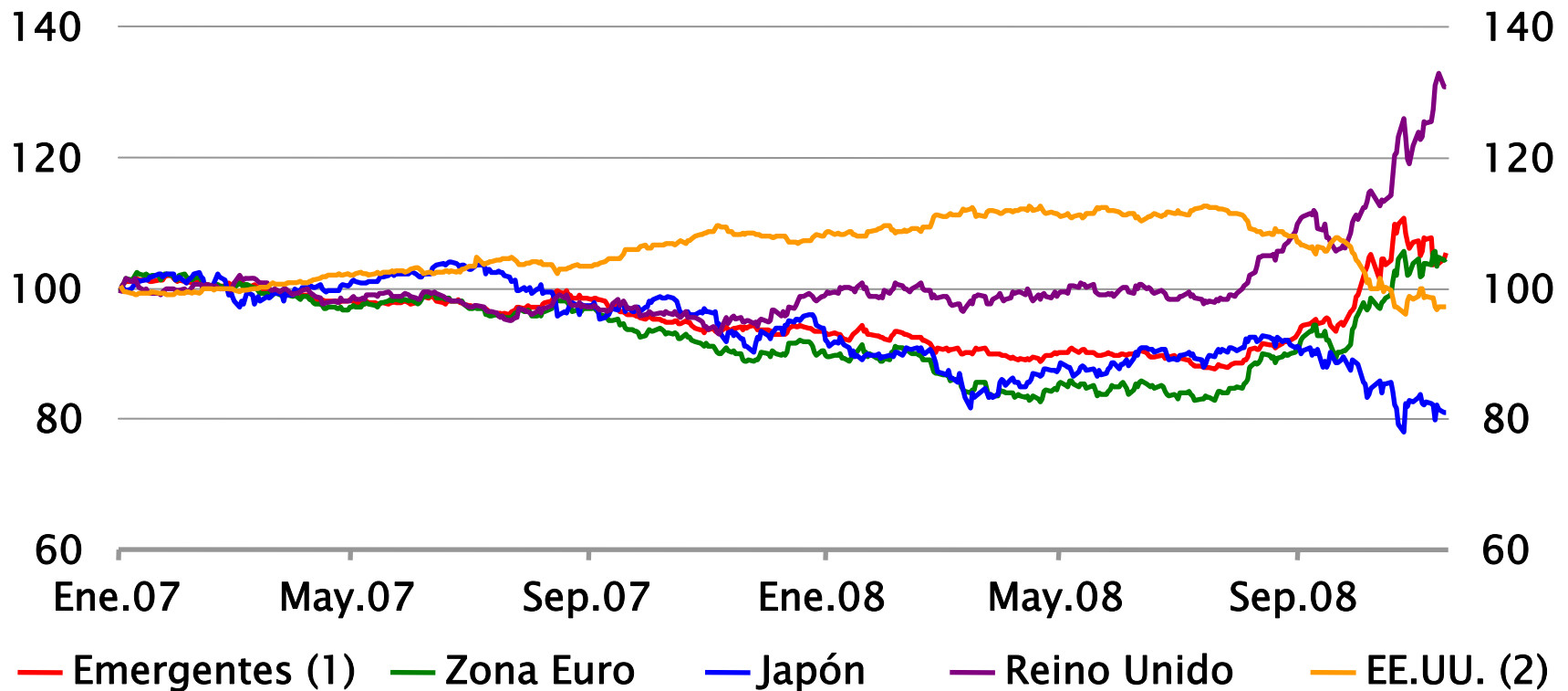
(*) *Credit Default Swap*: Seguro de cobertura de no pago de deuda. Corresponde de credit default swap spread de países.
Fuente: Bloomberg.



Desarrollos en mercados cambiarios.

Paridades cambiarias: variación acumulada

(índice ene.07=100, moneda local por dólar)



(1) Constituye promedio de las monedas de las siguientes economías: Argentina, Brasil, México, Chile, Corea, Hong Kong, Malasia, China, Indonesia, Tailandia, República Checa, Polonia, Hungría y Rusia.

(2) Considera dólar respecto de una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Un aumento indica depreciación del dólar.

Fuente: Bloomberg.



Reacción de las autoridades (gobiernos y bancos centrales)

- Medidas previas al agravamiento de la crisis en septiembre:
 - Importante inyección de liquidez por parte de los bancos centrales.
 - Rescate selectivo de instituciones.
- Medidas posteriores:
 - Extensión de garantía para los depositantes y las operaciones interbancarias.
 - Programas tendientes a recapitalizar los bancos.
 - Recorte coordinado de tasas oficiales por parte de bancos centrales de economías desarrolladas.



Lecciones de la crisis.

- La crisis deja lecciones para todos los actores: autoridades fiscales, bancos centrales, supervisores, bancos, instituciones financieras no bancarias, clasificadoras de riesgo, e inversionistas.
- Será necesario revisar y perfeccionar todos los pilares que contribuyen a la estabilidad financiera: políticas macro-prudenciales, regulación, supervisión, gestión y disciplina de mercado.
- La crisis muestra la presencia de factores recurrentes en estos episodios: fuerte expansión del crédito, excesivo endeudamiento de algunos sectores, descalces entre operaciones activas y pasivas y, en general, relajamiento de la disciplina financiera.



Lecciones de la crisis

- Pero plantea también desafíos específicos:
 - Se requiere de una reflexión profunda en materia de estabilidad financiera.
 - La regulación y supervisión del sistema financiero debe ser perfeccionada.
 - La titularización, en la forma cómo se aplicó en las economías avanzadas, debe ser revisada para prevenir los problemas que se originaron.
 - Las agencias clasificadoras deben fortalecer sus gobiernos corporativos y prestar debida atención a los posibles conflictos de interés en sus actividades.
 - Los incentivos para los ejecutivos deben alinearse con la estabilidad de sus instituciones en el mediano y largo plazo.



Fortalezas de la economía chilena



La economía chilena está preparada pero no es inmune a esta crisis (1).

- El país fue prudente en la fase expansiva del ciclo económico y por tanto puede exhibir hoy:
 - Sólida posición fiscal (cuentas con superávit y un bajo endeudamiento)
 - Activos internacionales del BC y el Fisco en un nivel récord.

- El marco de políticas (fiscal, monetaria y cambiaria) permite absorber los cambios en el frente externo con mayor flexibilidad.

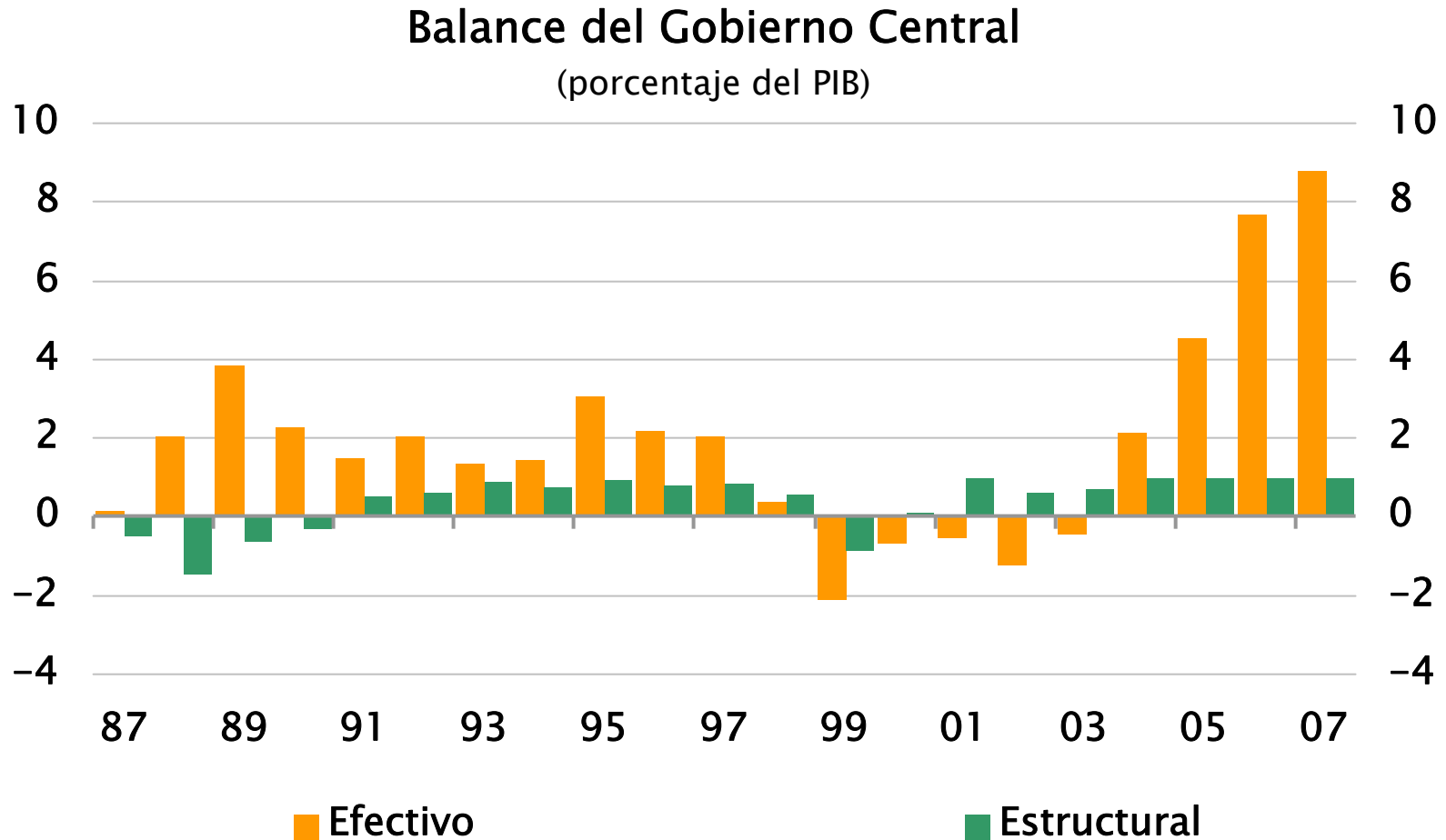


La economía chilena está preparada pero no es inmune a esta crisis (2).

- Sistema financiero se mantiene sólido:
 - Muestra buenos índices de capitalización y gestión.
 - Adecuadamente regulado y supervisado.
 - Por lo demás, no tiene activos tóxicos en sus libros ni tampoco incurrió en los excesos observados en los países avanzados



El Gobierno registra un superávit como resultado de la aplicación de la regla fiscal.

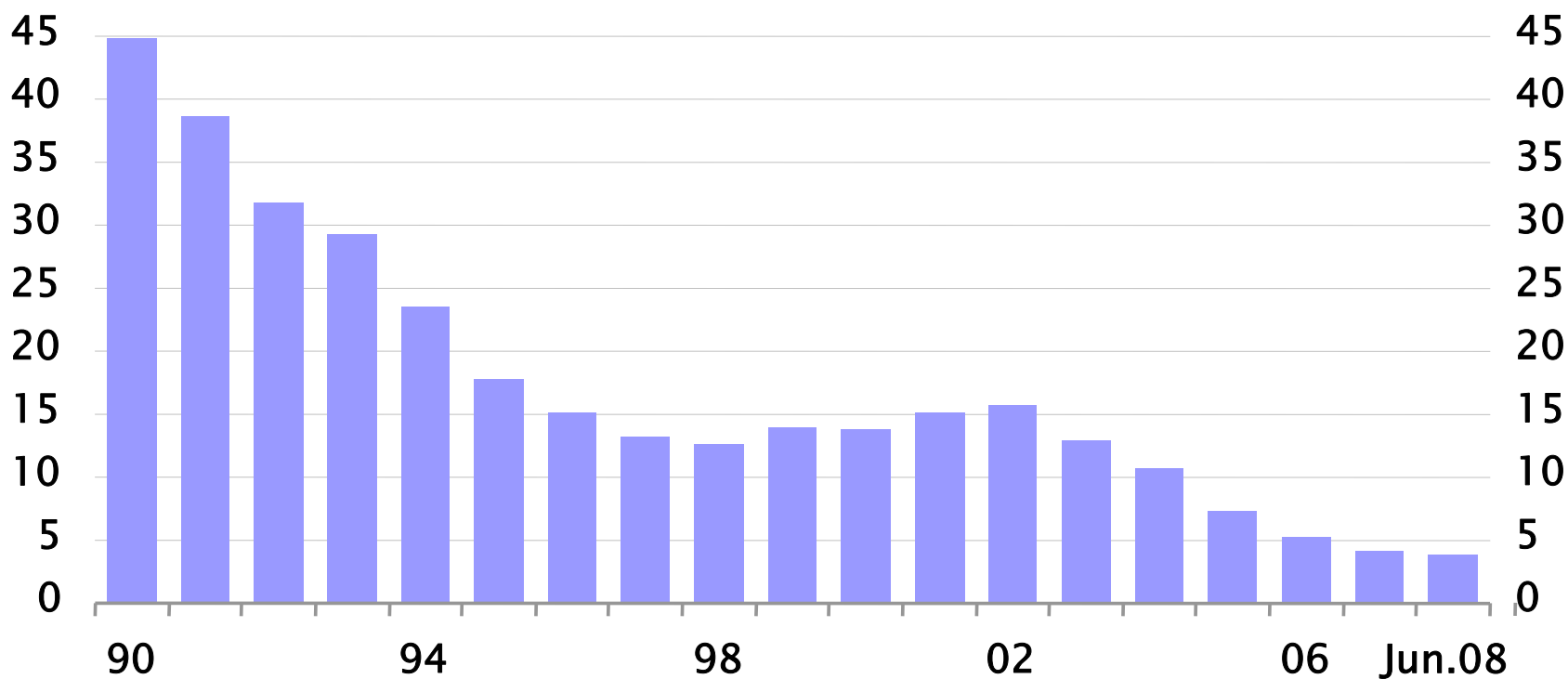


Fuente: Ministerio de Hacienda.



La deuda del Gobierno se ha reducido y es actualmente bastante baja.

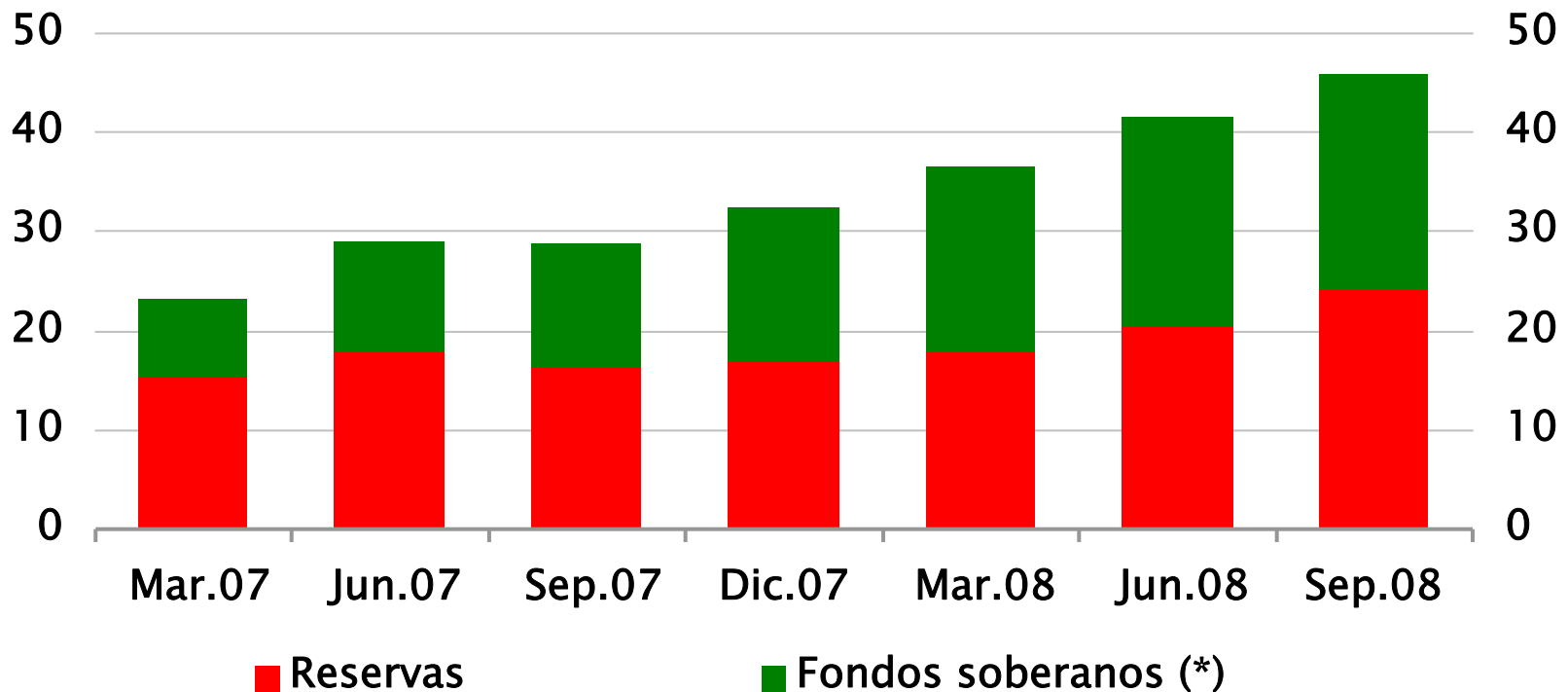
Deuda del Gobierno Central
(porcentaje del PIB)





Los activos en moneda extranjera del Banco Central y del Gobierno Central han aumentado en forma considerable en el curso del último año.

Reservas internacionales netas y fondos soberanos (miles de millones de dólares)

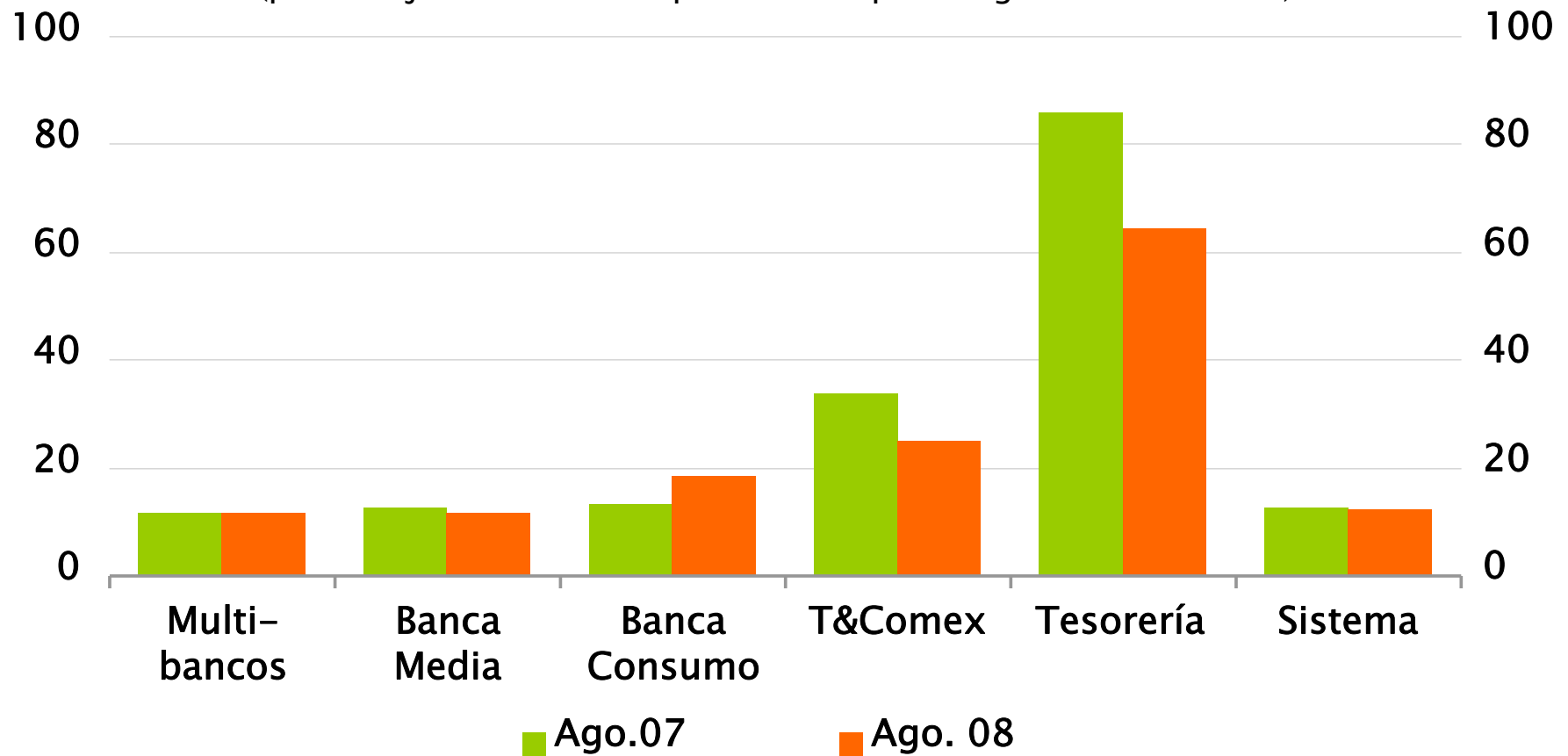


(*) Considera el Fondo de Reserva de Pensiones y el Fondo de Estabilización Económica y Social.
Fuente: Banco Central de Chile y Ministerio de Hacienda.



La banca chilena presenta adecuados niveles de capitalización.

Distribución del índice de adecuación de capital
(porcentaje de los activos ponderados por riesgo en cada cluster)

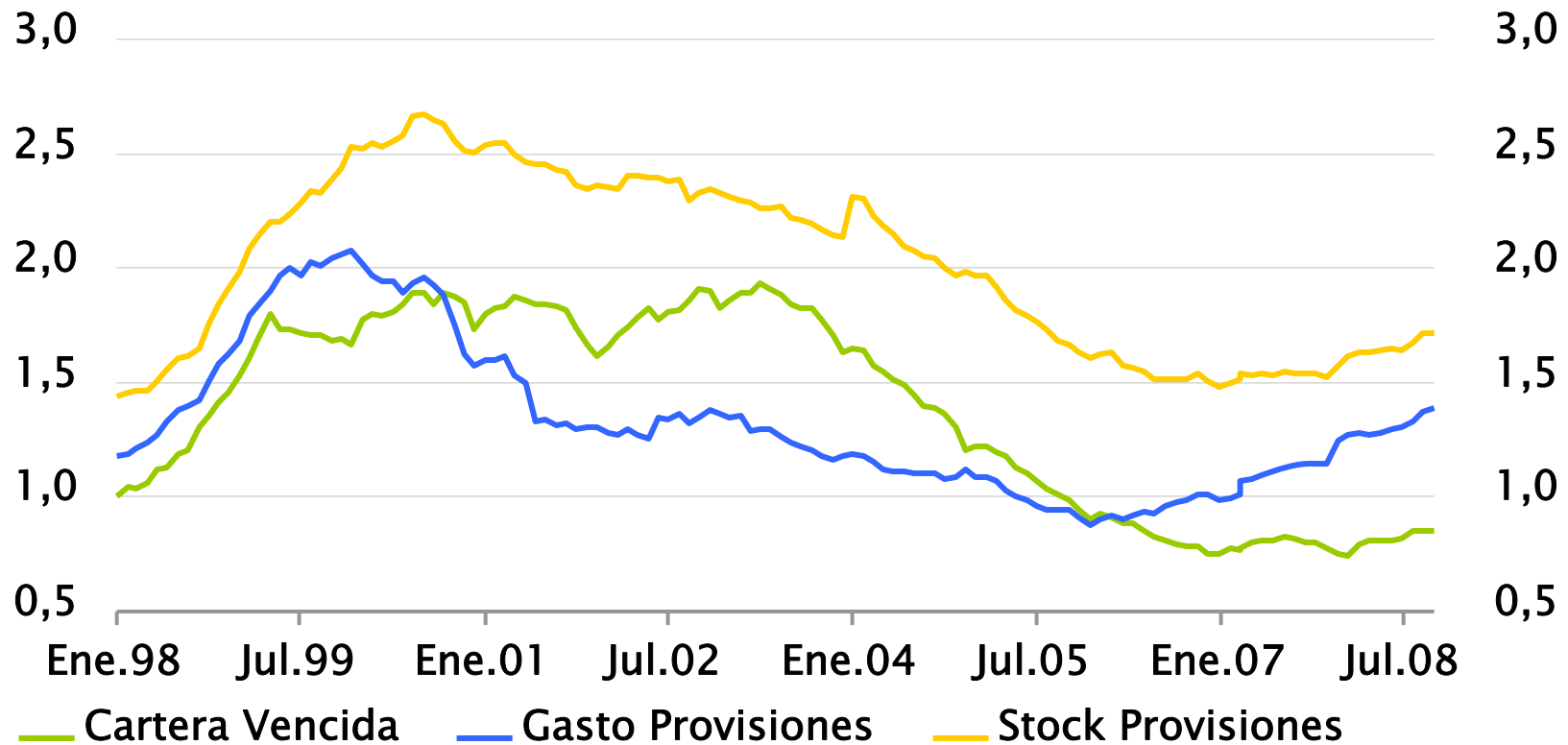


Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



Sus índices de cartera vencida permanecen en niveles acotados, mientras las provisiones por incobrables muestran un aumento.

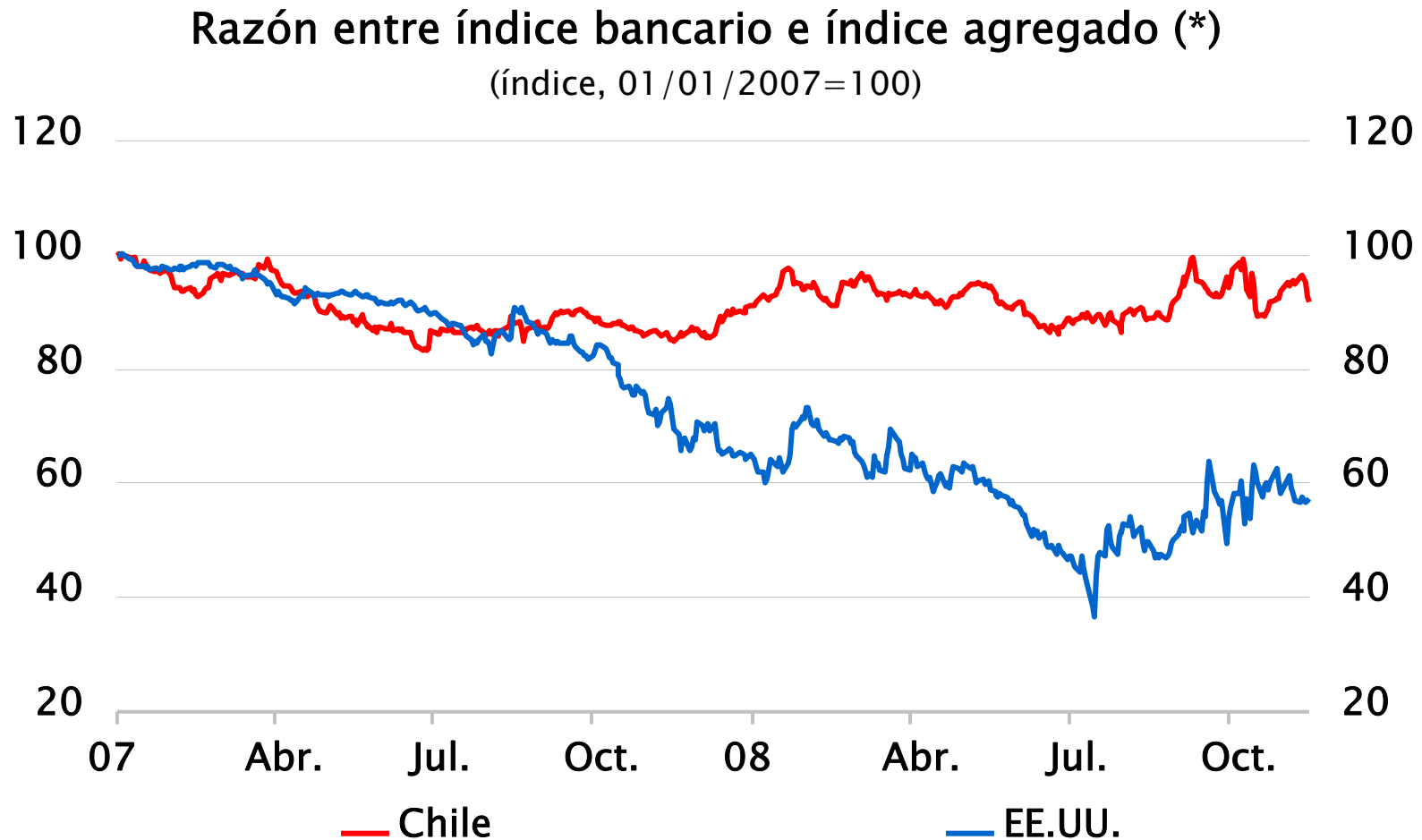
Indicadores de riesgo de crédito
(porcentaje sobre las colocaciones totales)



Fuentes: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.



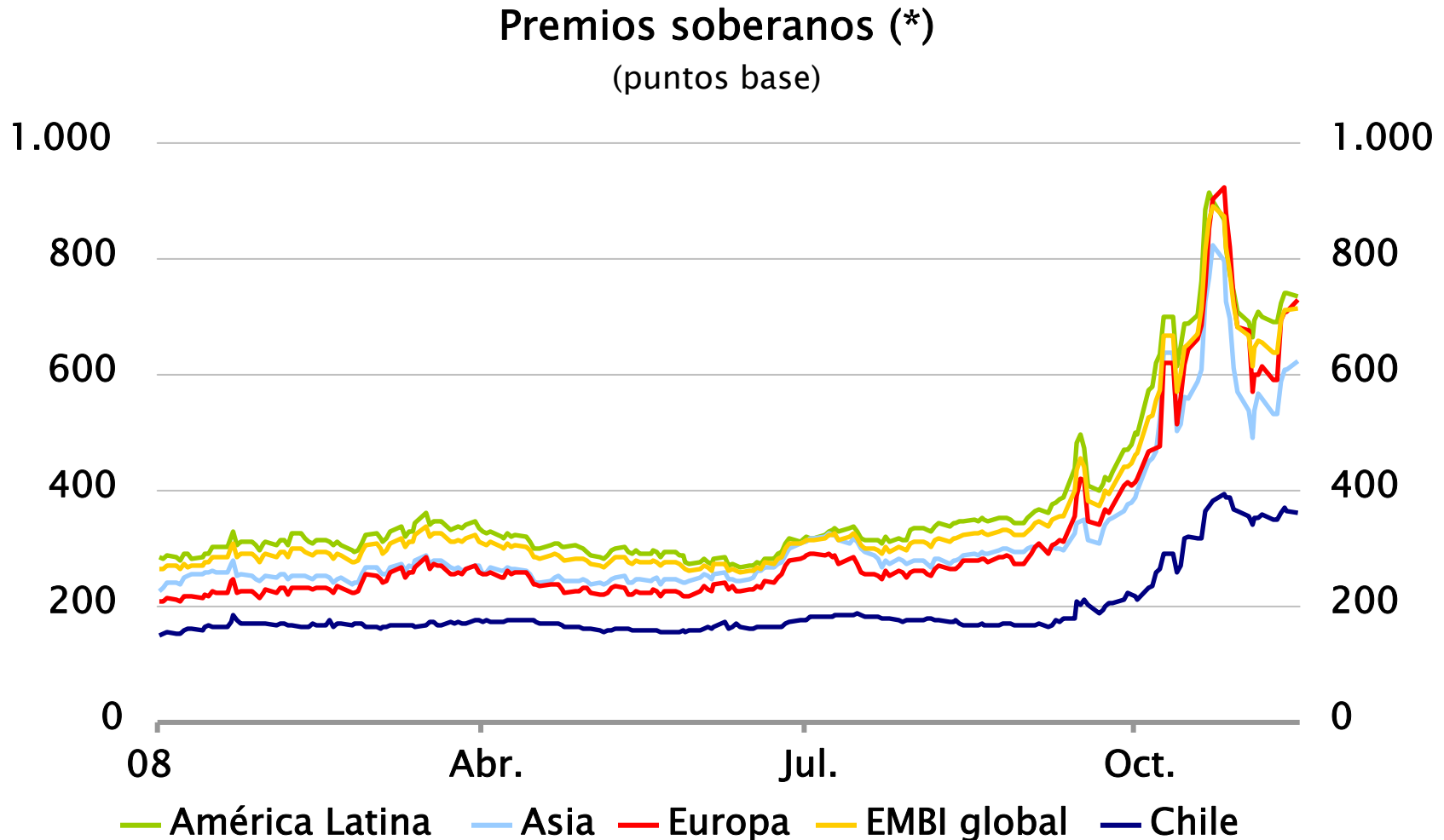
Los índices accionarios de la banca no han sido castigados en Chile en los mismos términos que en los países avanzados.



(*) Corresponde a la razón entre el índice accionario de bancos y el agregado. Para EE.UU. se considera el S&P 500 y para Chile el IPSA.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



Todas estas fortalezas relativas de Chile se expresan en sus premios soberanos, que han subido, pero siguen siendo bajos comparados con los otras economías emergentes.



(*) Medidos a través del EMBI Global.
Fuente: JP Morgan Chase.

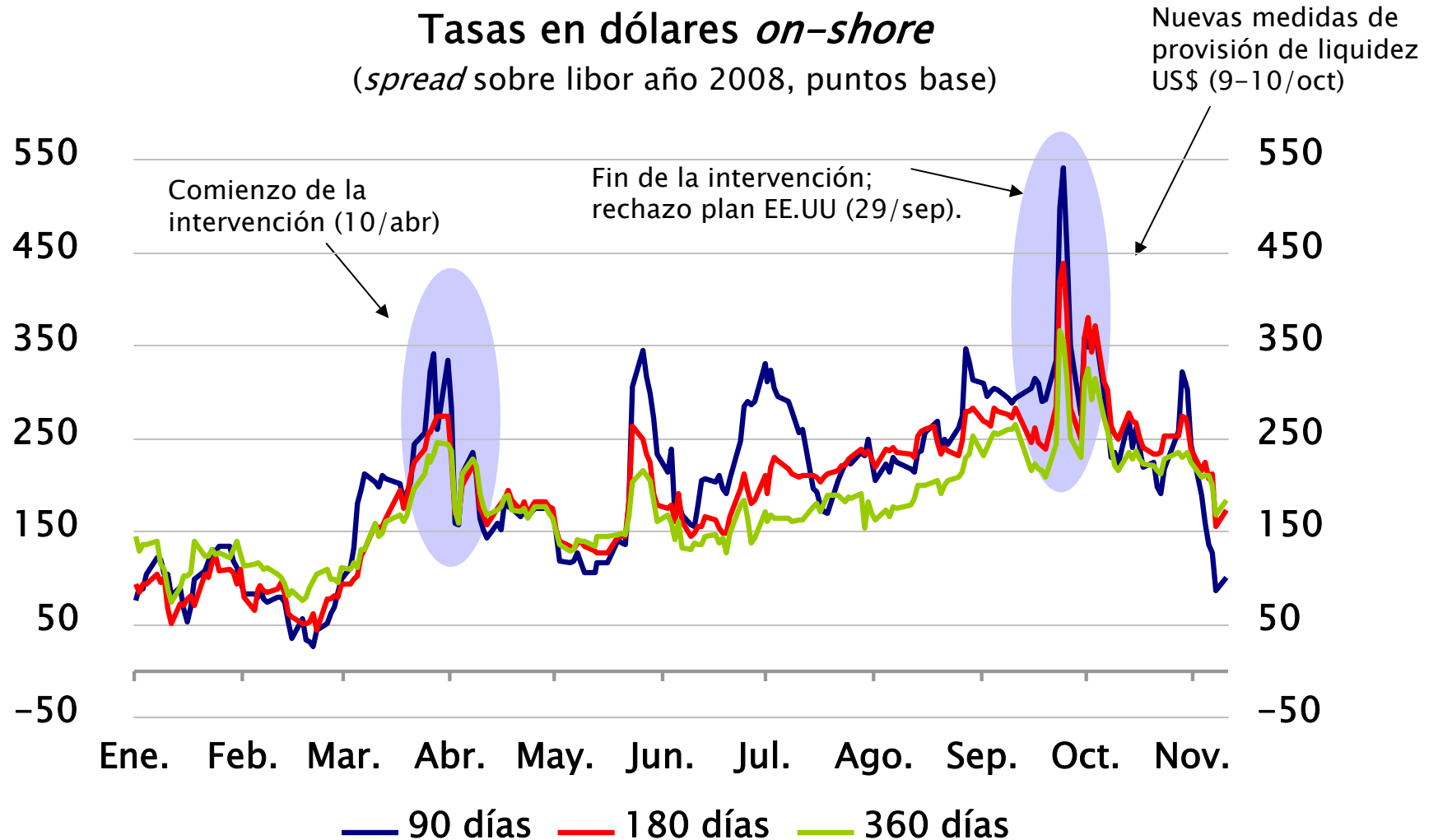


Primeras repercusiones internas.

- No obstante lo anterior, la economía chilena no es inmune a una crisis global de esta naturaleza.
- Las primeras repercusiones se observaron en los mercados financieros.
- Estos mercados están muy integrados, de manera que las tensiones que se producen en ellos se transmiten con rapidez.



Las tasas de interés en dólares en el mercado local saltaron debido a la incertidumbre respecto del acceso al financiamiento externo.

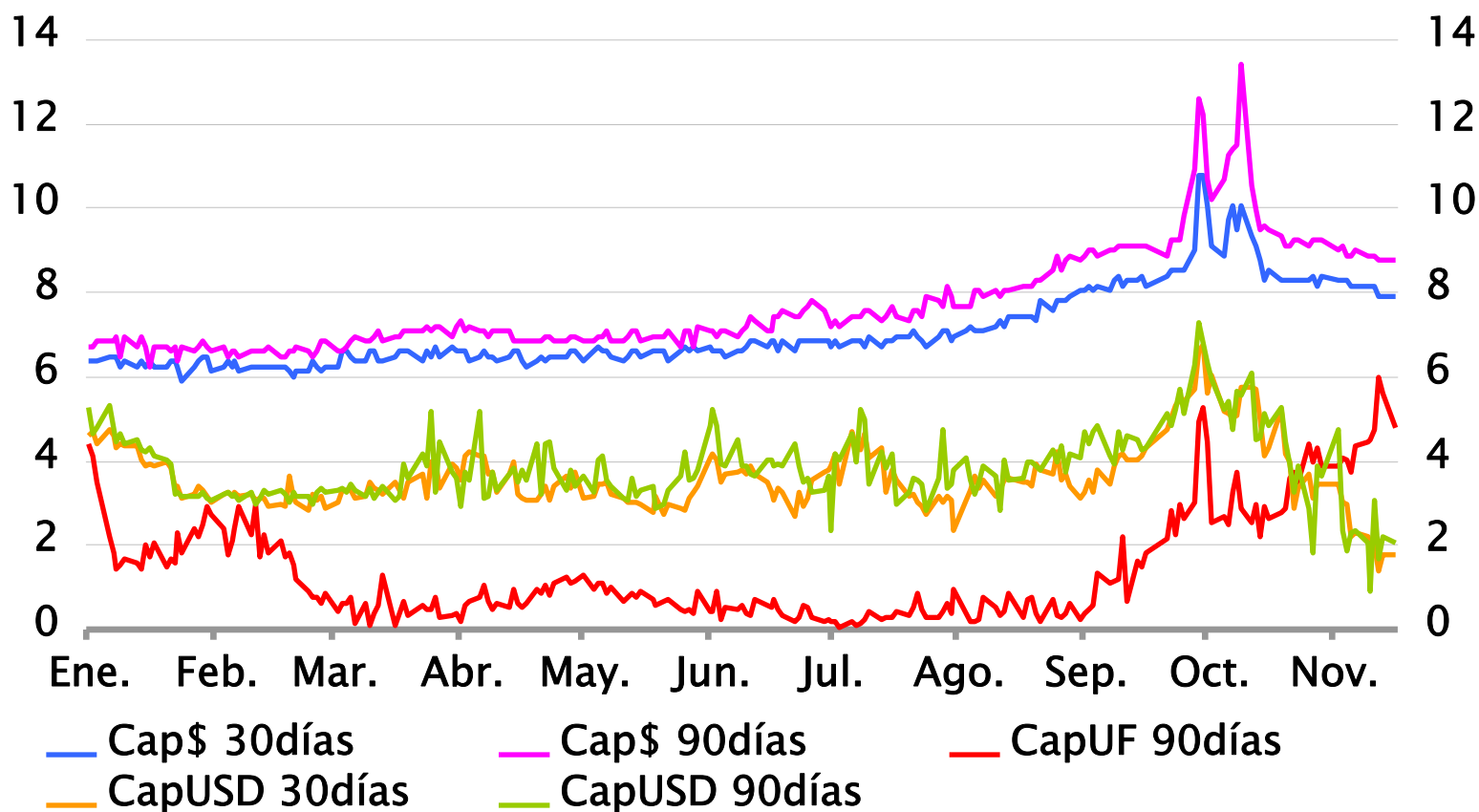




Las tasas de interés para los depósitos en pesos subieron en respuesta a una mayor preferencia por liquidez de todos los agentes económicos, pero en lo más reciente han tendido a normalizarse.

Tasas de interés promedio de depósitos a plazo

(año 2008, porcentaje)





Reacciones del Banco Central.

- Frente a estos desarrollos, el Banco Central reaccionó con prudencia y prontitud con el objeto de asegurar el normal funcionamiento del sistema financiero.
- En lo principal, el BC procedió a inyectar liquidez al mercado tanto en pesos como en dólares.
- La autoridad fiscal también anunció medidas orientadas a mitigar los efectos de la crisis.
- En estas circunstancias, la coordinación entre las autoridades es clave.



Actualización del escenario macro base



Fundamentos de la Actualización del escenario base.

- El escenario externo se modificó drásticamente en los últimos meses, con cambios muy importantes en precios de activos financieros, precios de materias primas y perspectivas de crecimiento mundial.
- Ello tiene implicancias directas muy significativas para la economía chilena.
- Por ello el BC ha efectuado una actualización del escenario macro que sirve de base para la conducción de la PM, la que fue divulgada el 14 de noviembre pasado.



Puntos destacados del escenario externo (1).

- Las tensiones en los mercados financieros internacionales persisten, pero se han moderado en alguna medida por las acciones de las autoridades.
- Los efectos reales sobre la economía mundial se harán sentir. En particular, ya se anticipa una contracción en los países desarrollados en 2009.
- La fuerte caída de los precios de las materias primas está determinada principalmente por las desfavorables perspectivas para la economía mundial.



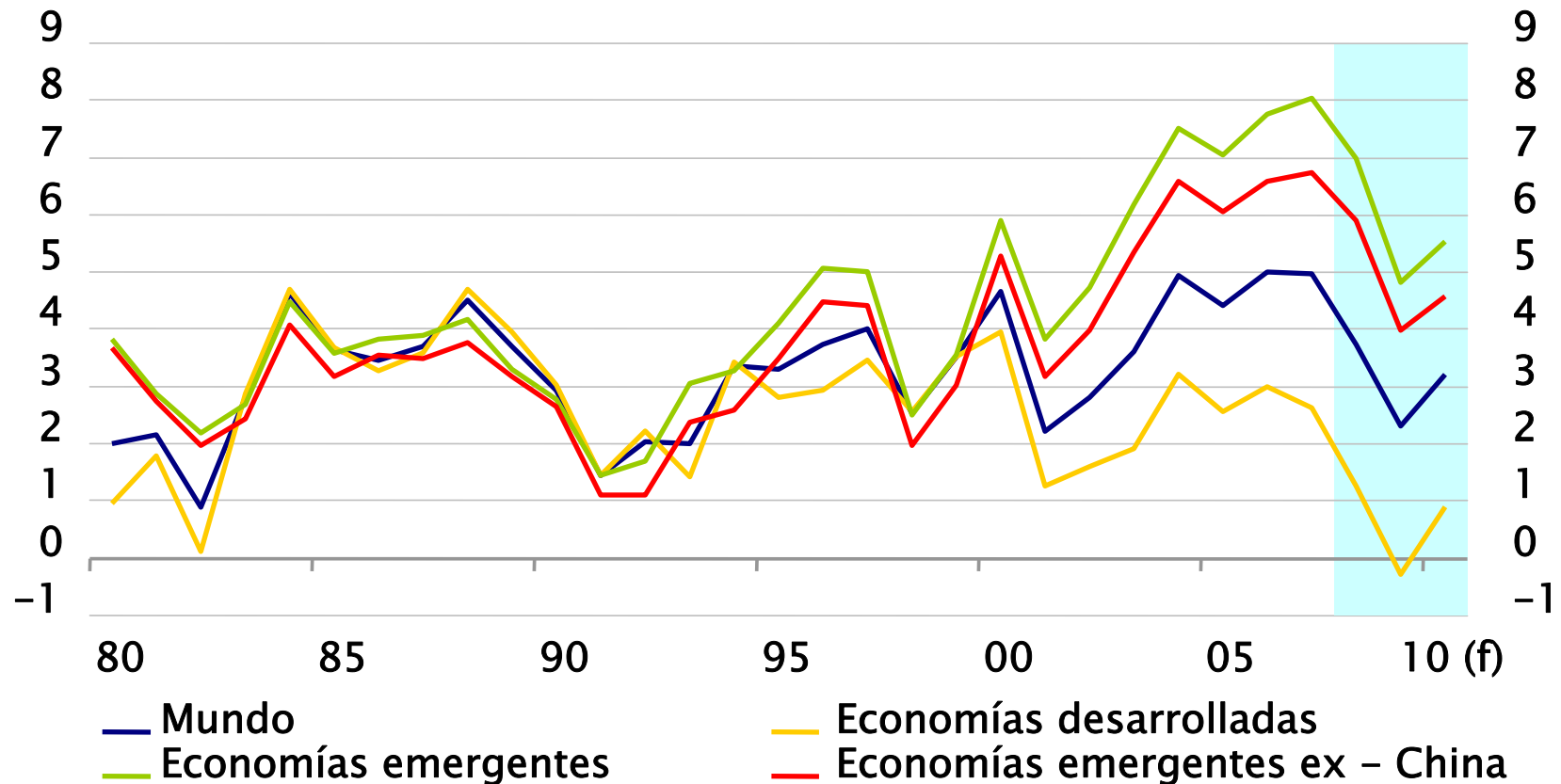
Puntos destacados del escenario externo (2).

- Los riesgos del escenario externo son varios y, de materializarse, podrían implicar desviaciones significativas del escenario base.
- Por lo mismo, aún no se puede precisar todo el impacto de la crisis sobre la economía mundial.



Las proyecciones apuntan a un crecimiento mundial bajo, pero aún con grados importantes de diferenciación entre zonas económicas.

Crecimiento mundial a PPC(*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Las clasificaciones por regiones y ponderaciones corresponden a las definidos por el FMI.

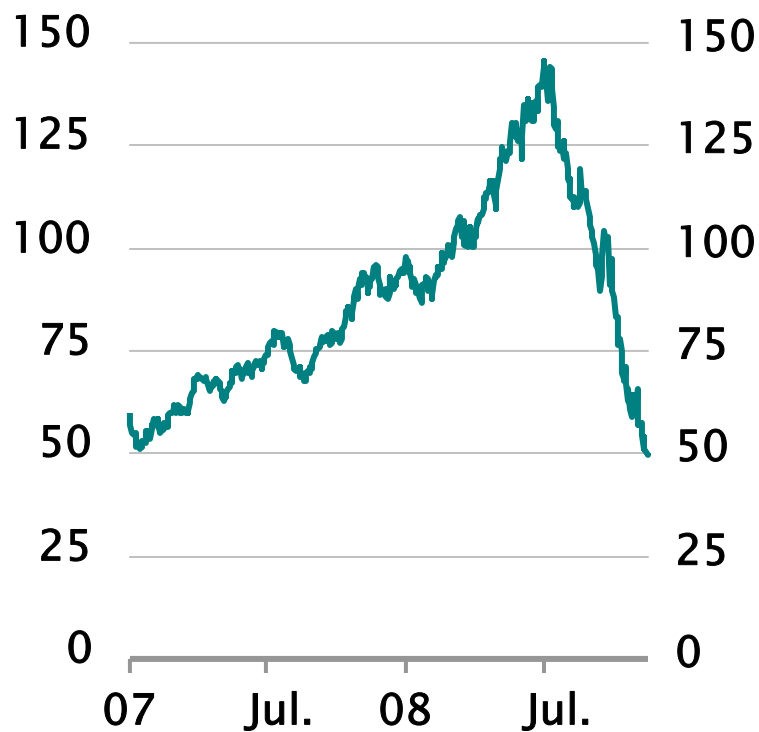
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

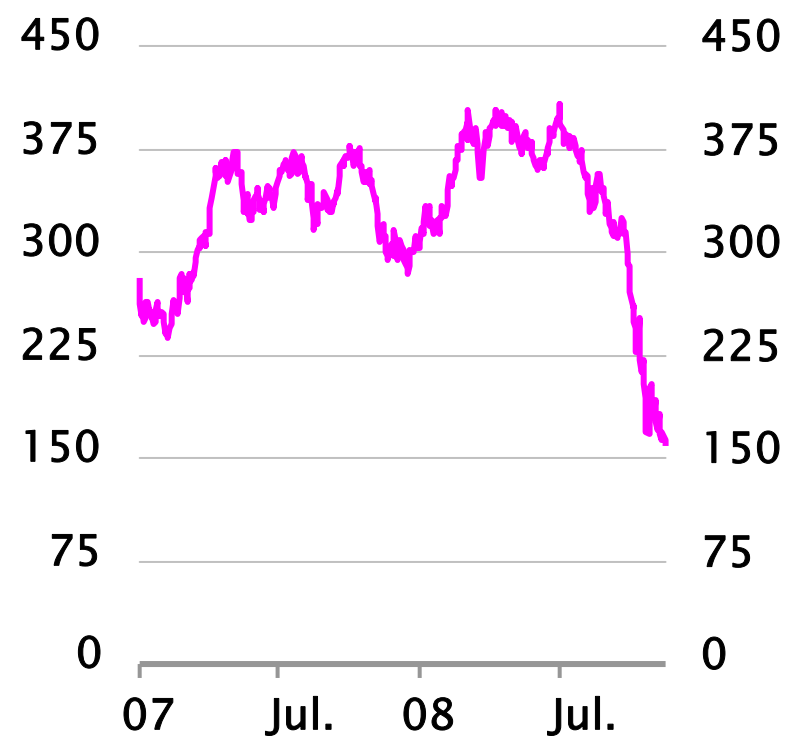


Los precios de las materias primas han caído con fuerza, particularmente el cobre y el petróleo.

Precios del petróleo y del cobre
(dólares el barril; centavos de dólar la libra)



— Petróleo WTI



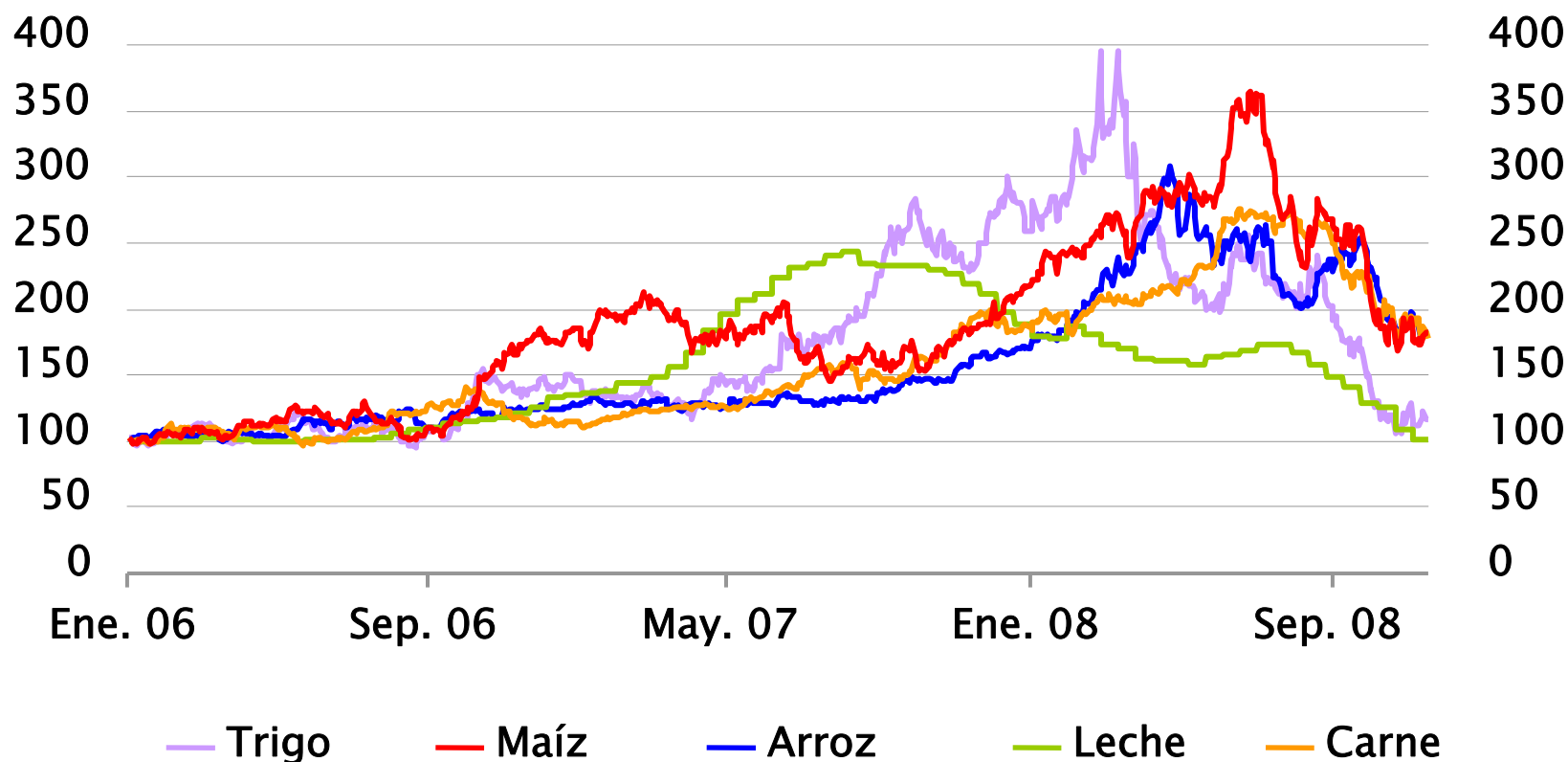
— Cobre BML



La misma tendencia ha sido observada para las materias primas agrícolas.

Precio de materias primas agrícolas

(índice 02/01/2006=100)





Ello ha llevado a revisar los principales supuestos del escenario externo.

Principales supuestos del escenario internacional (variación anual, porcentaje)

	2007	2008 (e)	2009 (f)	2010 (f)
Términos de intercambio	0,8	-10,5	-18,2	-2,5
PIB socios comerciales	4,8	3,4	1,9	2,6
PIB mundial PPC	5,0	3,7	2,3	3,2
PIB mundial a TC mercado	3,8	2,6	1,1	2,1
Precios externos (en US\$)	8,5	12,2	0,5	4,8
Precio del cobre BML (US\$ cent/lb)	323	320	165	190
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	105	70	80
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³)	597	750	500	550
Libor US\$ (nominal, 90 días)	5,3	3,3	2,7	3,8

(e) Estimación.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



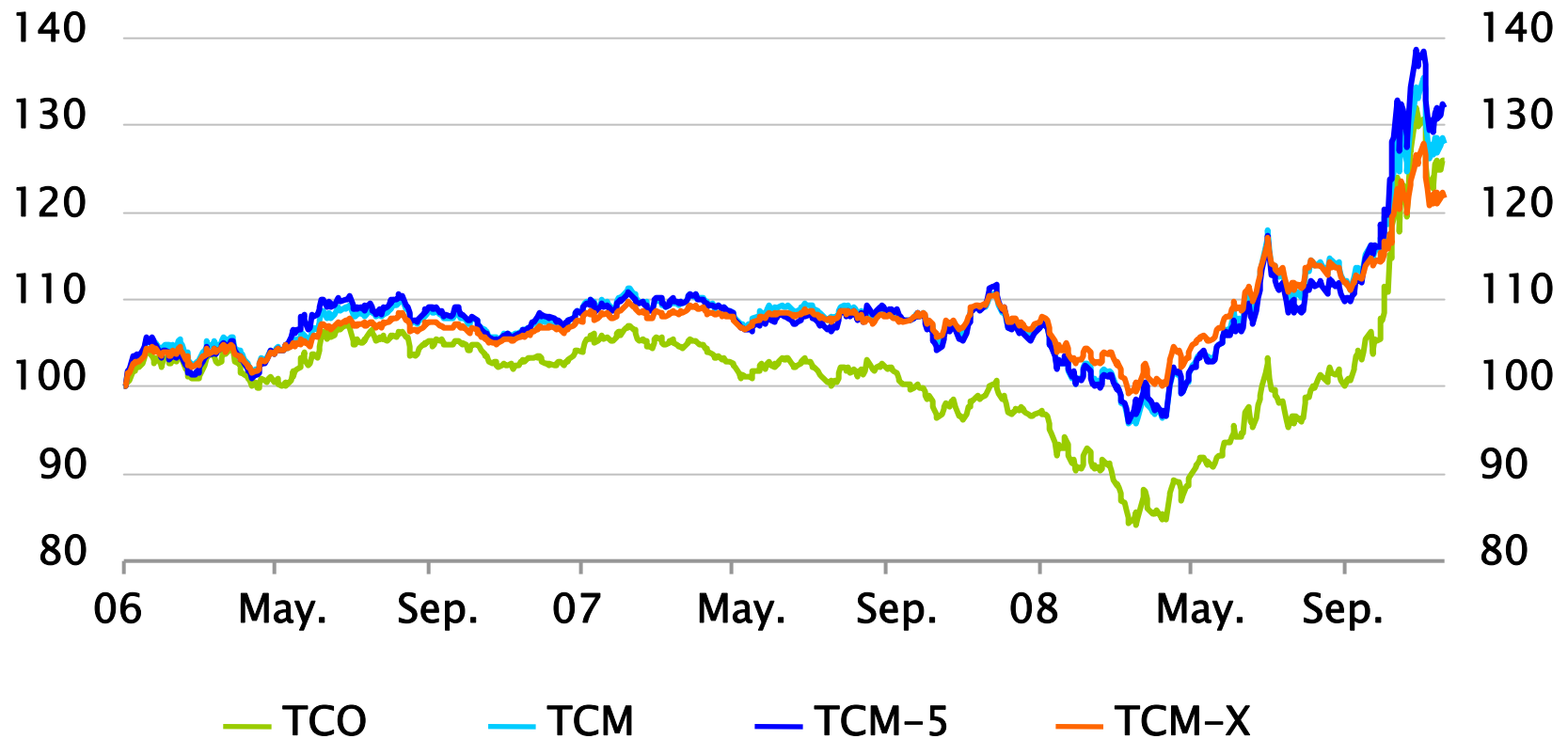
Efectos sobre el escenario interno.

- El impacto de la crisis a nivel local se ha manifestado hasta ahora principalmente en los mercados financieros (cambiario y crediticio) y en los componentes del gasto más sensibles a las condiciones financieras.
- Los efectos sobre la actividad real y, en general, sobre el cuadro macro se reflejan por el momento en forma muy parcial en las cifras disponibles.
- No obstante, la información recogida da cuenta de un aumento del grado de incertidumbre a nivel de hogares y empresas.



El peso se ha depreciado significativamente.

Tipo de cambio nominal
(índice 02/01/2006=100)

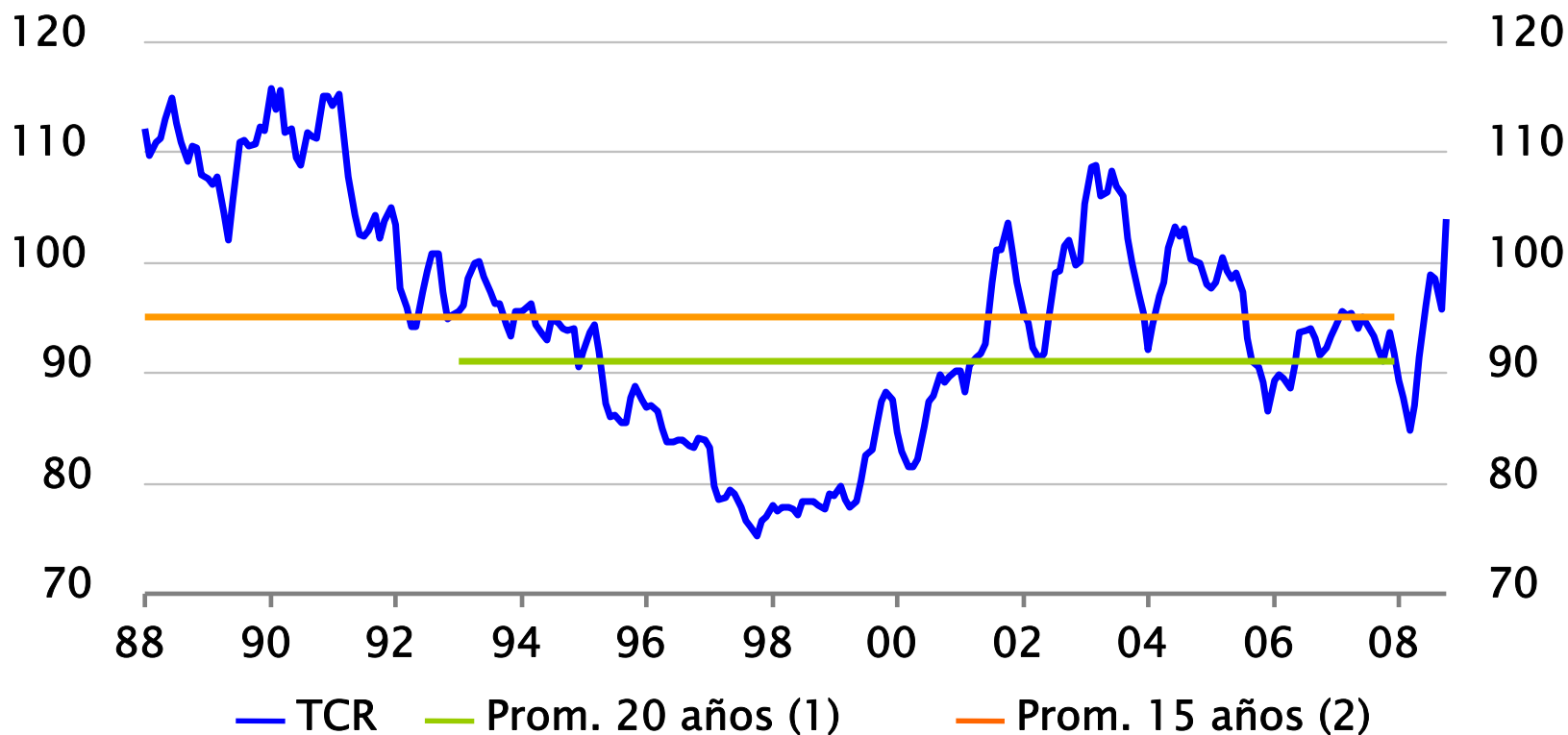


Fuente: Banco Central de Chile.



Con ello, el tipo de cambio real se ha ubicado por sobre sus promedios históricos.

Tipo de cambio real (TCR) (índice 1986=100)



(1) Corresponde al promedio enero de 1988 a diciembre del 2007.

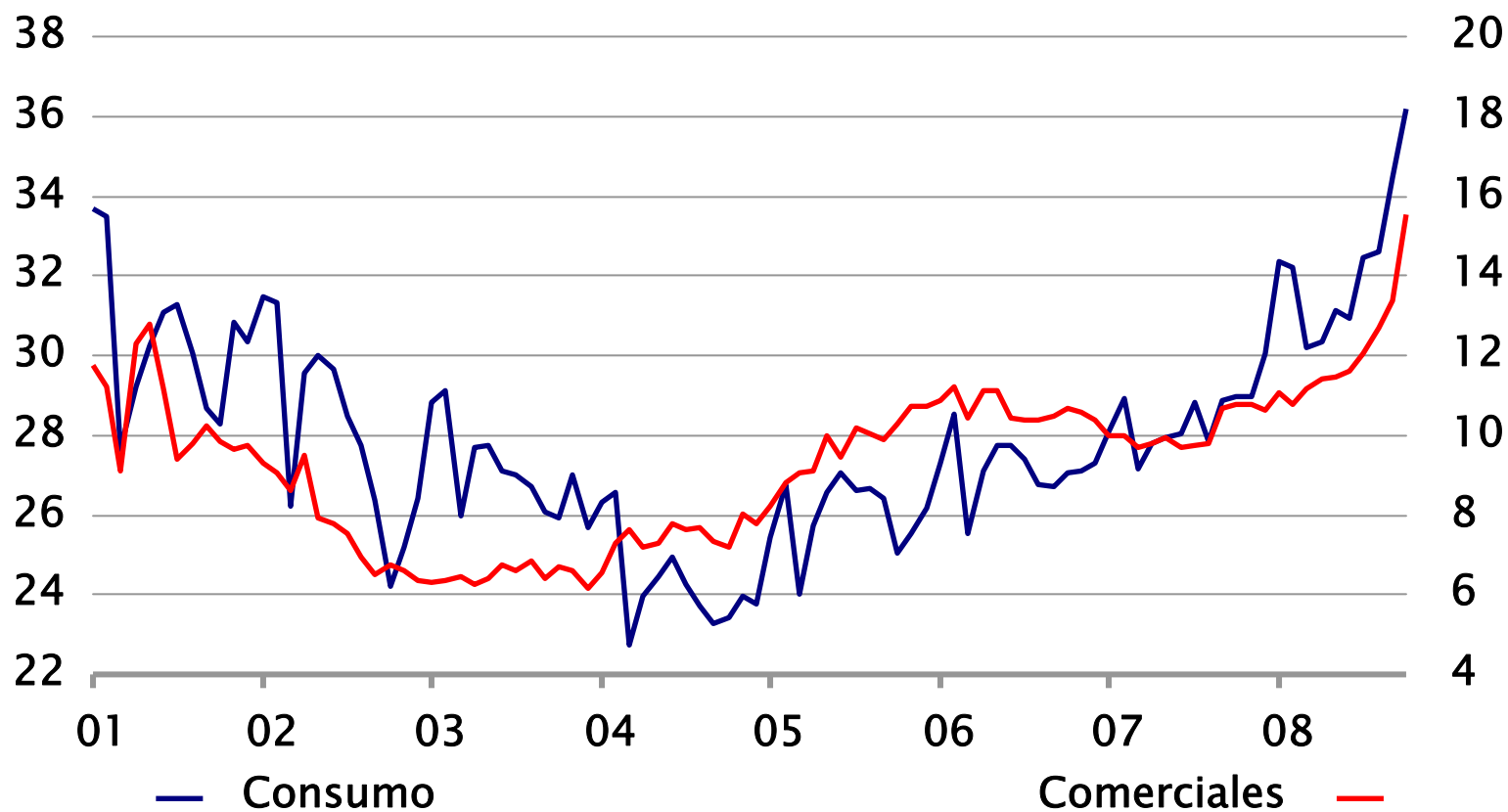
(2) Corresponde al promedio enero de 1993 a diciembre del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.



Las tasas de interés cobradas por los créditos han subido y las condiciones de aprobación de los créditos han adquirido un sello restrictivo.

Tasas de interés de colocación en pesos (*)
(porcentaje)

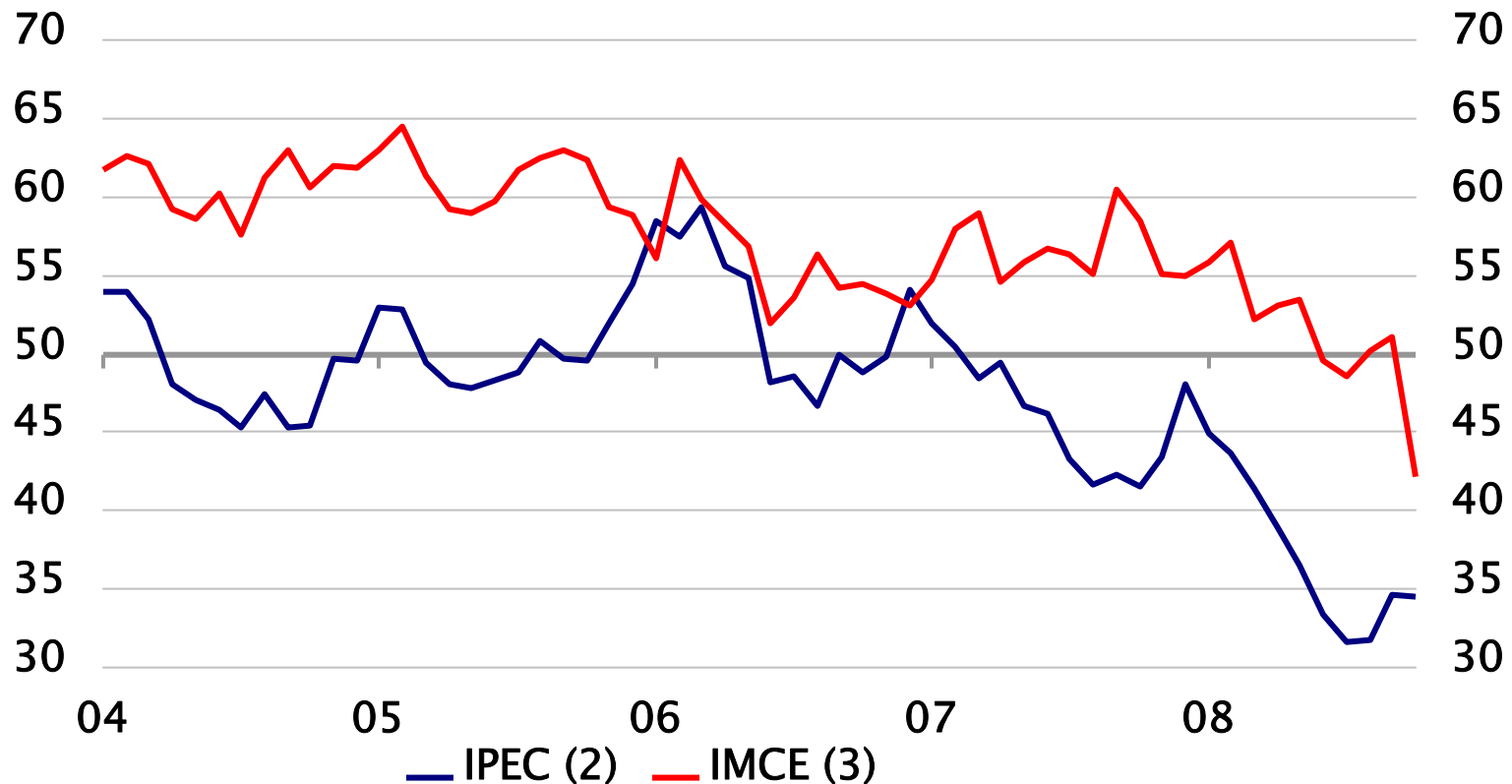


(*) Tasa promedio ponderada.
Fuente: Banco Central de Chile.



Las expectativas de las consumidores y empresas se ubican en niveles que reflejan bastante incertidumbre.

Expectativas de consumidores y empresarios (1)
(índice de respuestas positivas por sobre las negativas)



(1) Valor sobre (bajo) 50 puntos indica óptimismo (pesimismo).

(2) Índice de Percepción Económica de los Consumidores.

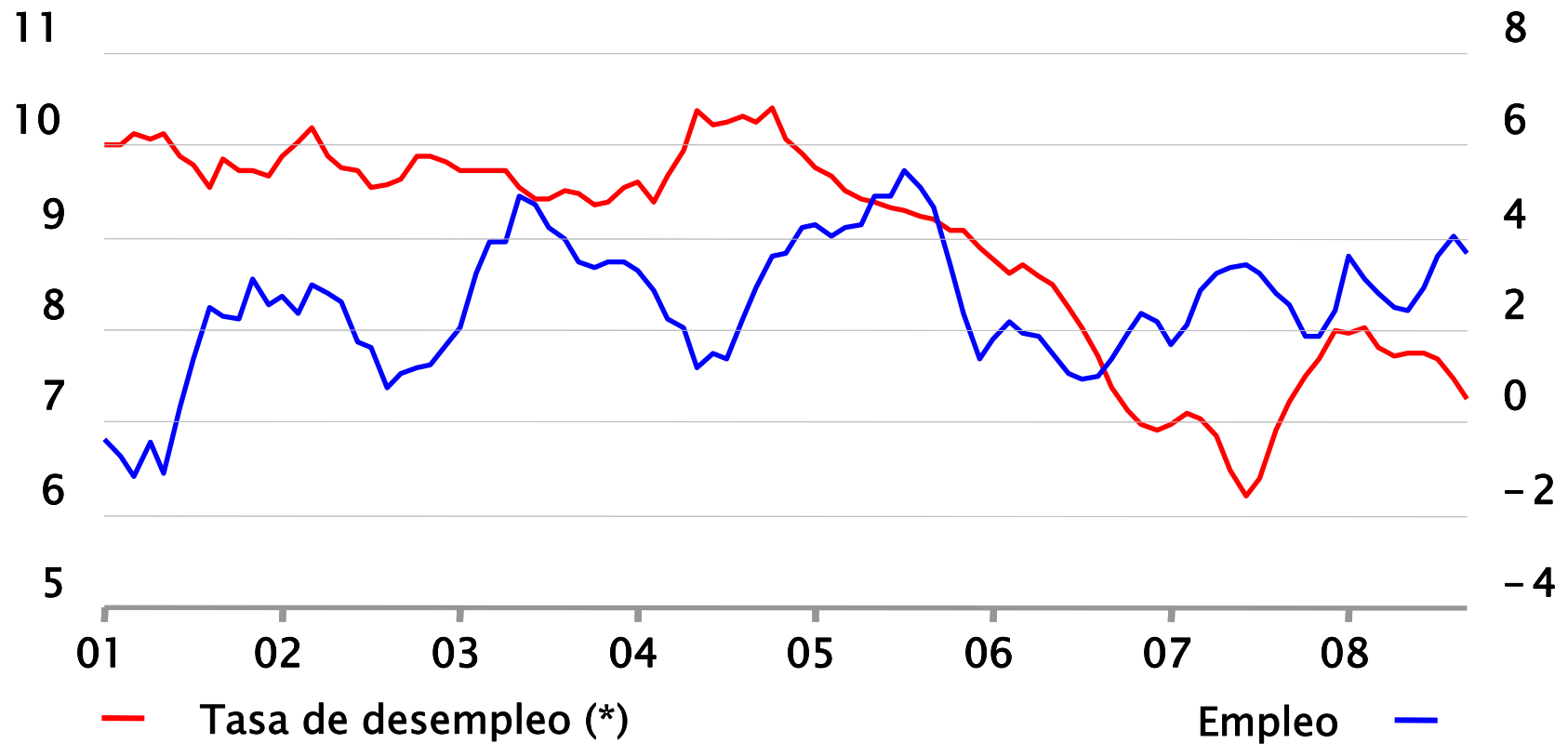
(3) Índice Mensual de Confianza Empresarial.

Fuente: Banco Central de Chile.



El empleo mantiene su dinamismo.

Empleo nacional y tasa de desempleo
(variación anual, porcentaje)



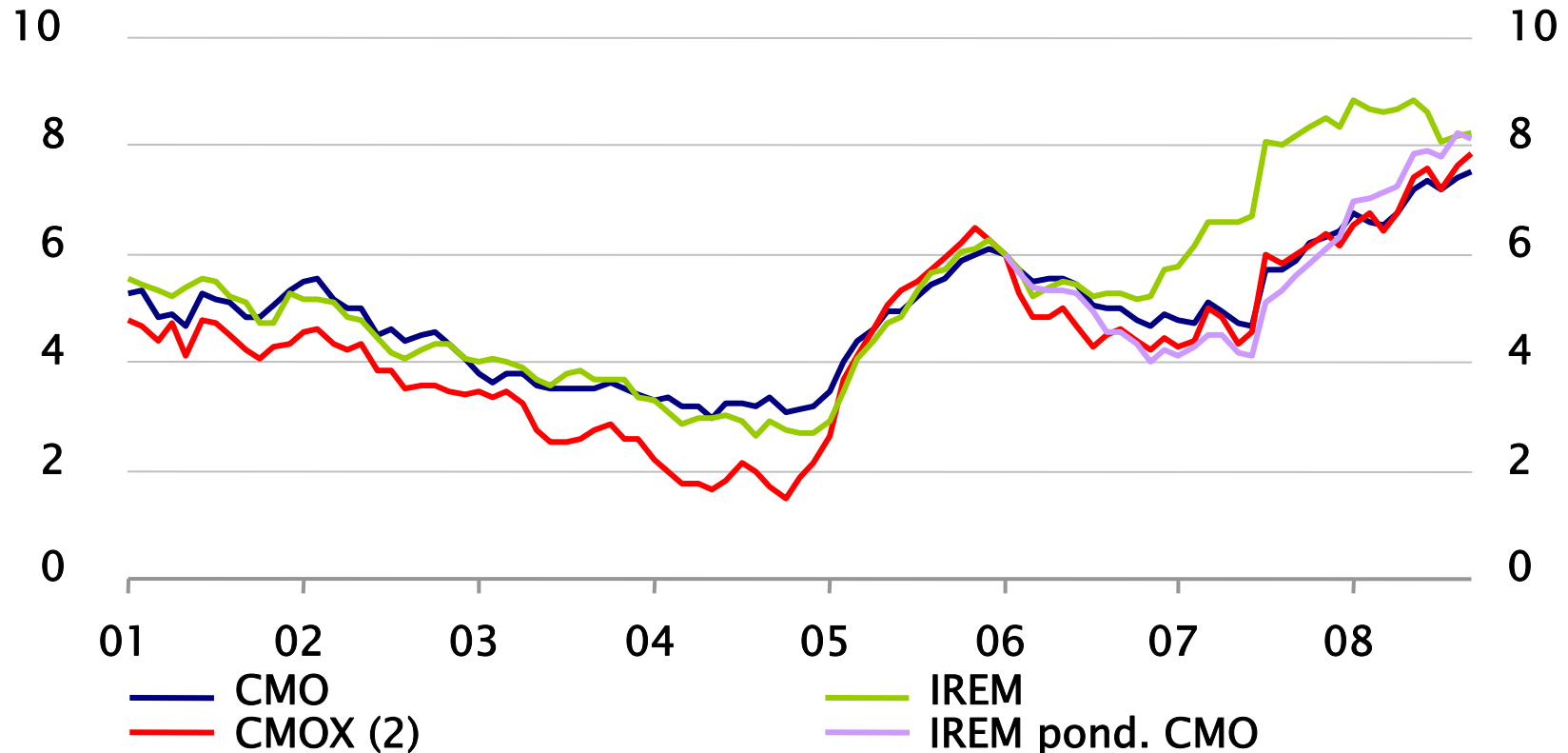
(*) Serie desestacionalizada.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Las remuneraciones siguen creciendo a un ritmo menor que la inflación.

Indicadores de salarios nominales
(variación anual, porcentaje)

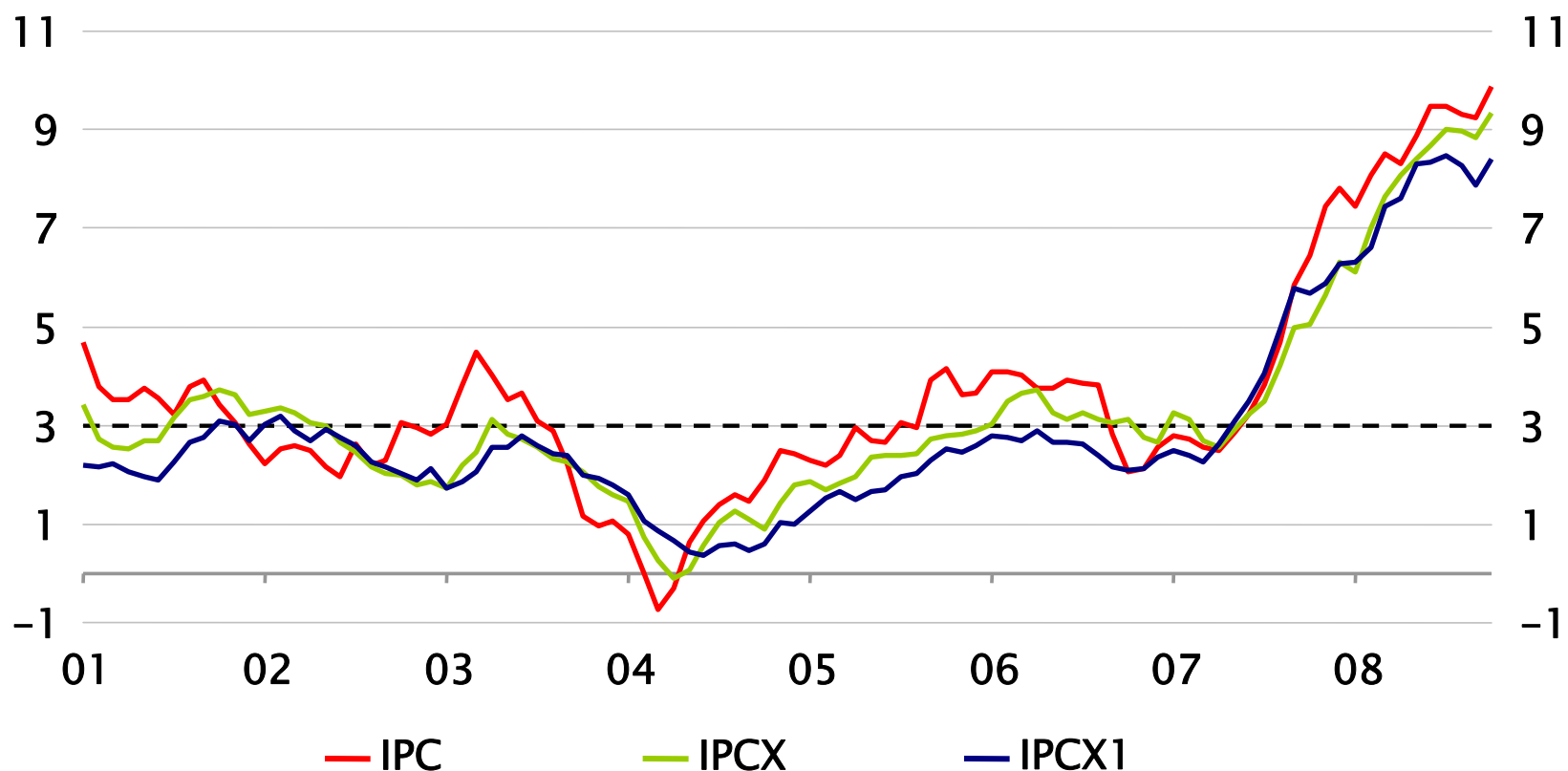


(2) Sin servicios comunales, sociales y personales, EGA ni minería.
Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



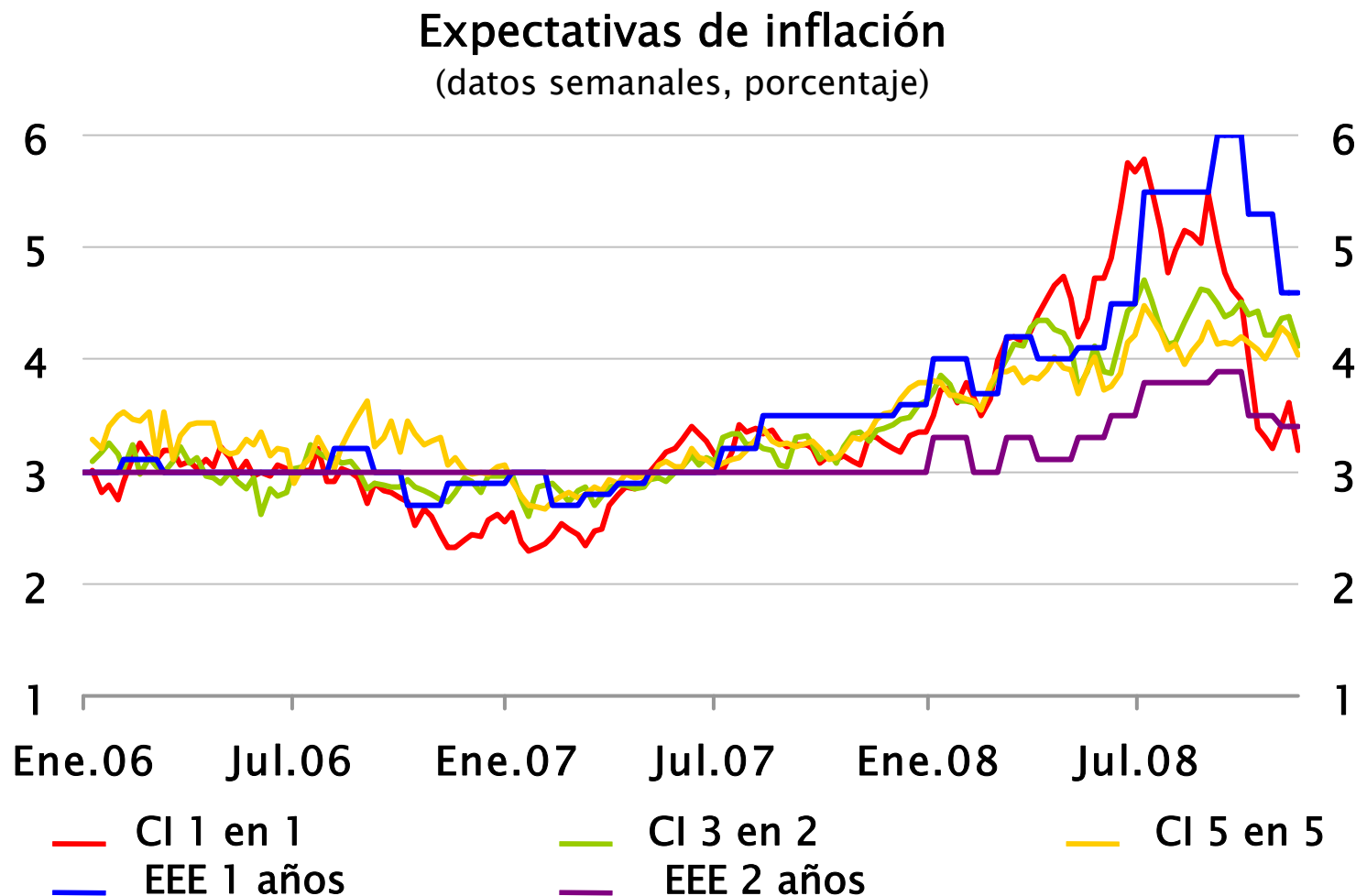
La inflación anual se mantiene alta, alcanzando un registro del 9,9% en octubre.

Inflación IPC, IPCX e IPCX1
(variación anual, porcentaje)





Las expectativas de inflación han disminuido, en línea con las perspectivas de que el nuevo escenario internacional tendrá efectos des-inflacionarios.





Proyecciones de crecimiento.

- El deterioro del escenario mundial afectará el crecimiento interno a través de varios canales.
- En 2008, el PIB crecería menos de lo previsto con anterioridad por caída de la minería y menor dinamismo en sectores más afectados por la demanda.
- En 2009, la demanda y, en particular su componente inversión, se desacelerarían en forma importante desde los altos niveles que exhibe hoy.
- Con ello, el PIB crecería en un rango entre 2 y 3%.
- Sin embargo, este panorama está sujeto a riesgos.



Proyecciones de crecimiento.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)
PIB (variación real anual, porcentaje)	4,3	5,1	4,0-4,5	2,0-3,0
Demanda interna (variación real anual, porcentaje)	6,4	7,8	9,2	0,6
Cuenta corriente (porcentaje del PIB nominal)	4,7	4,4	-2,7	-4,5

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



Proyecciones de inflación (corto plazo).

- Las proyecciones de corto plazo (próximos 2 o 3 trimestres) indican que la inflación anual se mantendrá en niveles elevados, pero por debajo del 9,9%.
- Sin embargo, los registros mensuales de inflación de los próximos meses serían significativamente menores que en meses precedentes (principalmente por efecto de un menor precio de los combustibles).



Proyecciones de inflación (mediano plazo).

- Las proyecciones de mediano plazo contemplan presiones inflacionarias significativamente menores que las previstas en septiembre pasado, debido al efecto de un menor ritmo de crecimiento de la actividad.
- Así, entre el segundo y tercer trimestre del 2009, la inflación anual iniciaría un proceso de rápida convergencia a la meta, la que sería alcanzada a comienzos del 2010, esto es, antes de lo previsto con anterioridad



Este año cerraría con una inflación anual del 8,5%, mientras el próximo lo haría con un registro del 4%.

Inflación
(variación anual, porcentaje)

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)	2010 (f)
Inflación IPC promedio	3,4	4,4	8,9	6,2	3,0
Inflación IPC diciembre	2,6	7,8	8,5	4,0	
CPI IPC en torno a 2 años (*)					2,8

(f) Proyección.

(*) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.



Política monetaria.

- Las decisiones de PM responden a la evaluación que realiza el Consejo del BC teniendo en cuenta los antecedentes disponibles en cada oportunidad.
- Así, a mediados de este año, cuando el panorama inflacionario se deterioró, el BC procedió a elevar significativamente la TPM a través de varios movimientos sucesivos de 0,5% cada uno.
- En septiembre, después de un alza que llevó la TPM a 8,25%, comunicó que nuevos ajustes al alza serían necesarios para asegurar la convergencia inflacionaria.



Política monetaria.

- En octubre, cuando la crisis financiera se profundizaba, efectuó una pausa para reevaluar el curso de la PM, a la luz de los cambios que se estaban observando.
- En la RPM pasada, el BC decidió mantener nuevamente la TPM en 8,25%.
- Para los próximos meses, esta actualización del escenario base supone una trayectoria para la TPM comparable a la contemplada por el sector privado. Esto implica una TPM más baja que la que se consideraba en el escenario delineado en septiembre pasado.



Conclusiones



Conclusiones.

- La crisis financiera internacional se ha profundizado y extendido significativamente en los últimos meses.
- Esta crisis, aún en pleno desarrollo y sin precedentes en décadas recientes, deja importantes lecciones para las autoridades y todos quienes participan en los mercados financieros.
- Los efectos macro-económicos de esta crisis serán significativos, si bien son todavía difíciles de precisar.
- Nuestra economía está preparada, pero sentirá inevitablemente esos efectos.



Conclusiones.

- Considerando la significación de los cambios producidos, el BC ha efectuado una actualización del escenario base que utiliza para conducir la PM.
- Como resultado de este ejercicio, las proyecciones de crecimiento bajan tanto para este como para el próximo año. La estimación para el 2008 se ubicaría en el rango de 4,0 a 4,5%; y la proyección para el 2009, entre 2% y 3%.
- En materia de inflación, el BC proyecta que los registros anuales permanecerán altos durante los próximos meses y luego descenderán con relativa rapidez para converger a la meta a comienzos del 2010.



Conclusiones.

- Sin embargo, este panorama está sujeto a riesgos superiores a los habituales.
- En todo caso, si se producen cambios significativos en el escenario anticipado, el BC adoptará las acciones que fuesen necesarias para hacer converger la inflación a la meta.
- Al actuar con esa perspectiva, el BC hace su mejor contribución al desarrollo del país y al bienestar de la población.



Crisis financiera: orígenes y repercusiones internas

Enrique Marshall Rivera
Consejero

Presentación en seminario organizado por el Instituto de Estudios Bancarios “Guillermo Subercaseaux” en la ciudad de Temuco