

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

SEGUNDO SEMESTRE 2021, Webinar Universidad Austral

ALBERTO NAUDON D. — CONSEJERO



¿Que nos dice este IEF?



La economía ha logrado recuperarse de la recesión causada por el Covid-19. Las políticas implementadas evitaron la quiebra de empresas y el contagio de la crisis hacia el sector bancario, que se mantiene resiliente.



Sin embargo, el fuerte aumento del consumo privado ha empujado a la economía más allá de su potencial, las cuentas fiscales se han deteriorado y las liquidaciones forzosas de activos de los fondos de pensiones han creado un escenario complejo.



Estos factores, unidos a una alta incertidumbre han elevado el valor del dólar y las tasas de interés de largo plazo más allá de lo observado en otros países, lo que ha afectado el crédito hipotecario y la valoración de los fondos de pensiones.



Nuevas liquidaciones forzosas de activos representan un riesgo significativo para la estabilidad financiera. El Banco Central continuará actuando para contener la volatilidad de corto plazo, pero no puede revertir cambios de carácter estructural.

Principales mensajes IEF 2S 2021



- La **economía global ha continuado recuperándose** del shock ocasionado por la pandemia del Covid-19, producto de los avances en el manejo de la situación sanitaria y la efectividad de las políticas implementadas, que han sido clave para evitar la extensión de la crisis a los mercados financieros.
- **En Chile la magnitud de los impulsos ha contribuido a la recuperación económica en el corto plazo** y tanto usuarios como oferentes de crédito permanecen resilientes, en un contexto especialmente desafiante.
- Sin embargo, **el persistente impulso a la demanda local y cambios estructurales en el mercado de capitales**, producto de liquidaciones forzosas de activos de inversionistas institucionales, han impactado significativamente los precios de activos, a lo que se ha unido el deterioro de las finanzas públicas y un aumento de la incertidumbre.
- De esta forma, **el aumento de las tasas de interés de largo plazo, la depreciación de la moneda y la caída de los valores bursátiles** se han ubicado en los extremos de los movimientos internacionales. Por su parte, el sector de empresas no financieras y hogares acumulan salidas de capitales en montos relevantes, y aumenta la preferencia por activos en dólares.
- **El principal riesgo para la estabilidad financiera local proviene de la reiteración de liquidaciones forzosas de activos que continúen erosionando la intermediación de recursos y la mayor incertidumbre que esto conlleva.**
- Estos desarrollos limitan la capacidad del sistema financiero, empresas y hogares, para soportar correcciones y/o eventos disruptivos, los que han cobrado mayor probabilidad de ocurrencia, tanto en el ámbito interno como externo.

Evolución de riesgos desde último IEF



IEF mayo

IEF Actual

Riesgos

Riesgo de ocurrencia de eventos que retrasen la recuperación económica y deterioren las condiciones financieras.

Ajustes abruptos de las condiciones financieras en algunas de las mayores economías, y su impacto sobre países más rezagados en su recuperación económica.

Riesgo de reversiones en el apetito por riesgo ante cambios en la orientación de la política monetaria en las principales economías.

Reiteración de liquidaciones forzosas de activos que continúen erosionando la intermediación de recursos y la mayor incertidumbre que esto conlleva.

Contracción del crédito por mayor percepción de riesgo.

Vulnerabilidades

La elevada liquidez global y valorización de activos financieros más riesgosos podría gatillar reversiones abruptas.

Menores holguras de algunos usuarios de crédito reducen su capacidad para enfrentar escenarios de tensión futuros.

Si los inversionistas institucionales no cuentan con condiciones de liquidez o solvencia adecuadas, su estructura de interconexiones podría facilitar la propagación de shocks.

A nivel global, se han continuado acumulando vulnerabilidades asociadas con la mayor liquidez, apetito por riesgo y la búsqueda de retornos.

Las condiciones financieras se han deteriorado producto de la incertidumbre y de liquidaciones masivas de activos de inversionistas institucionales que están reduciendo la profundidad y la capacidad de ajuste del mercado de capitales.

Mitigadores

Continuidad de las políticas de apoyo, que ha contribuido a mitigar los efectos de la crisis sanitaria.

Las medidas de política fiscal se han extendido más allá de lo previsto, reduciendo el espacio para reaccionar ante eventos disruptivos.

El Banco Central ha iniciado el retiro del estímulo monetario ante el aumento de presiones inflacionarias, con lo que tiene menos espacio para reaccionar con agresividad ante eventos disruptivos.



- Dos temas para este Webinar

1. Estrechez de los mercados financieros locales: causas y consecuencias.
2. Medidas para enfrentar la crisis Covid permitieron que hogares, empresas y el sistema financiero pasaran el “chaparrón”, pero a costa de un deterioro importante de la finanzas públicas y de los ahorros de mediano plazo de los hogares.



EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: Causas

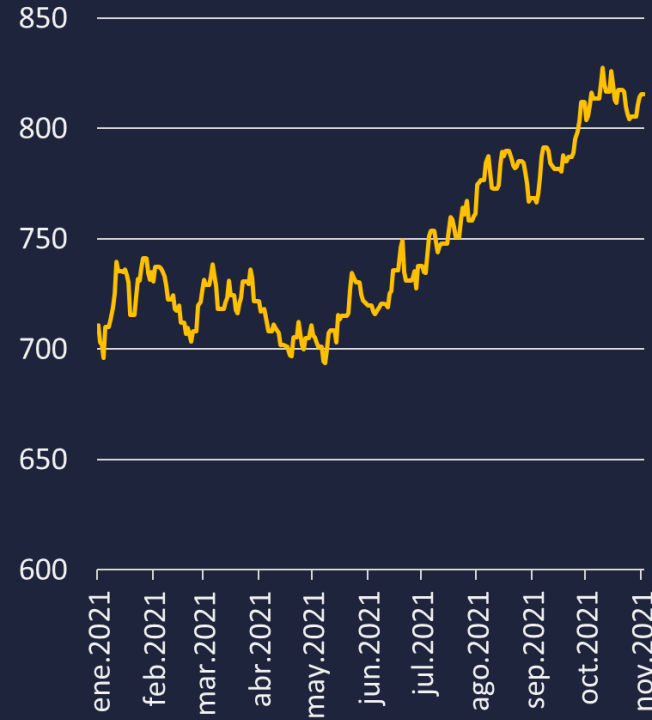
El mercado financiero local ha evolucionado negativamente, con importantes alzas en las tasas largas, depreciación de la moneda y caída de la bolsa



Tasa nominal de interés 10 años
(BTP, %)



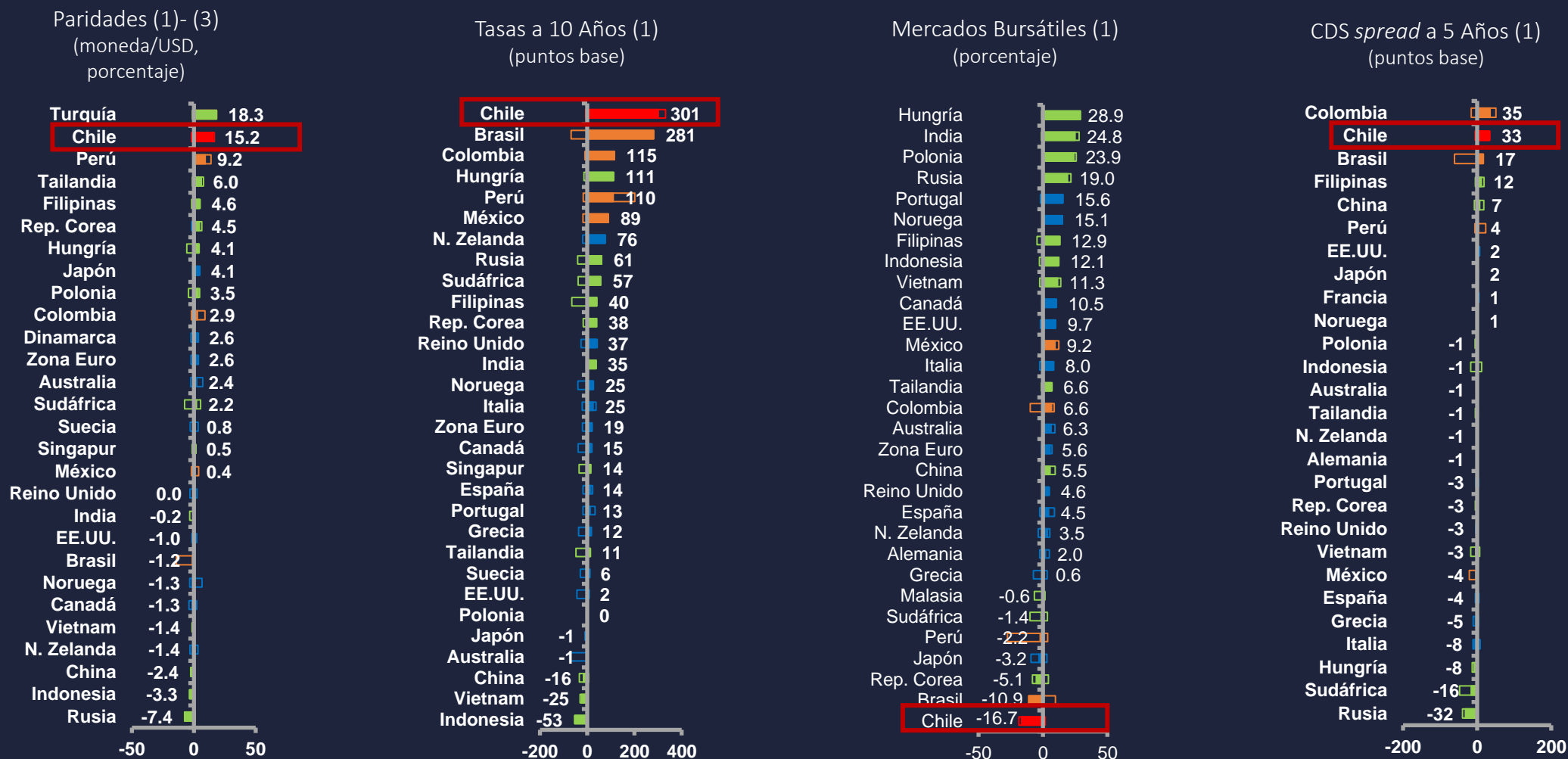
Tipo de cambio
(pesos por dólar)



Bolsa
(Ipsa)



El empeoramiento de las condiciones financieras en Chile ha sido significativamente más fuerte que en otras economías



(1) Comprende cambios entre el 13 de abril y el 22 de octubre de 2021. Barras verdes corresponden a Emergentes, naranjas a Latam y azules a Desarrollados. Barras sólidas representan la variación durante el período y barras transparentes a cambios máximos y mínimos. (2) Aumento indica depreciación. (3) Tipo de cambio de EE.UU. corresponde a tipo de cambio multilateral.

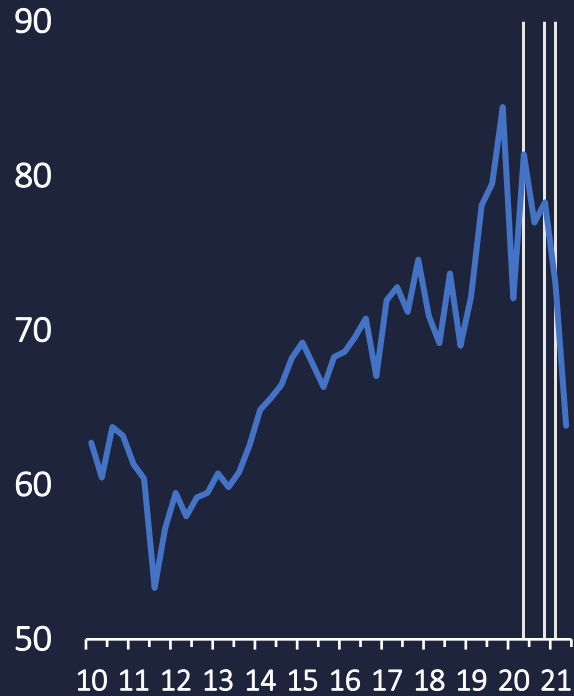
Fuente: Bloomberg, Banco Central de Chile.

Parte importante de este fenómeno se relaciona con la reducción de la profundidad del mercado de capitales generada por liquidaciones forzosas de activos asociadas a los retiros de ahorros previsionales...



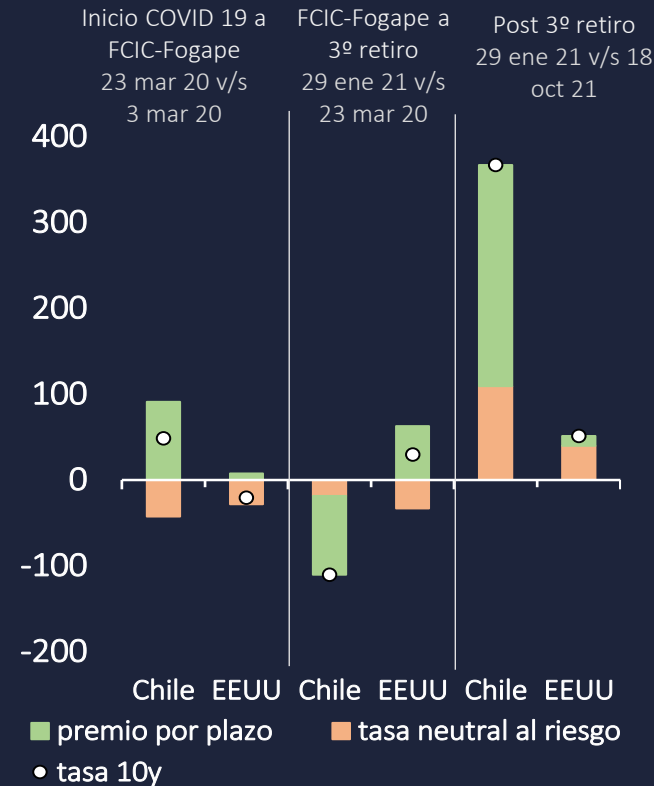
Activos de los FP (1)

(porcentaje del PIB; act. 30-06-2021)



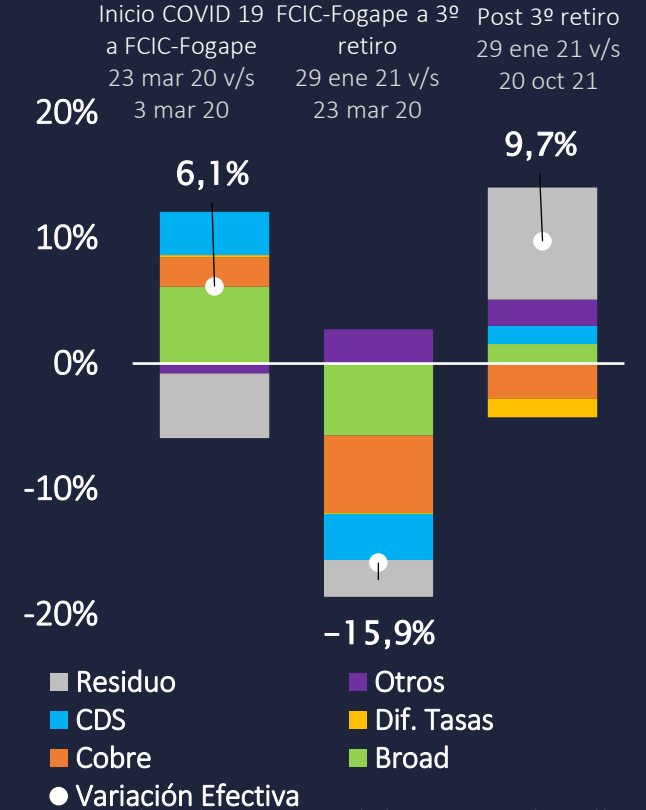
Variación de la tasa de interés a 10 años en pesos (1)

(puntos base)



Variación del tipo de cambio nominal (2)

(contribución al cambio en %)



(1) Datos trimestrales. PIB como suma móvil de 4 trimestres. Líneas verticales indican retiros de fondos previsionales. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SP.

(1) Los componentes RN y TP se extraen de las tasas SPC usando la estrategia propuesta por Krippner (2015) que contempla la existencia de un límite inferior para la TPM.

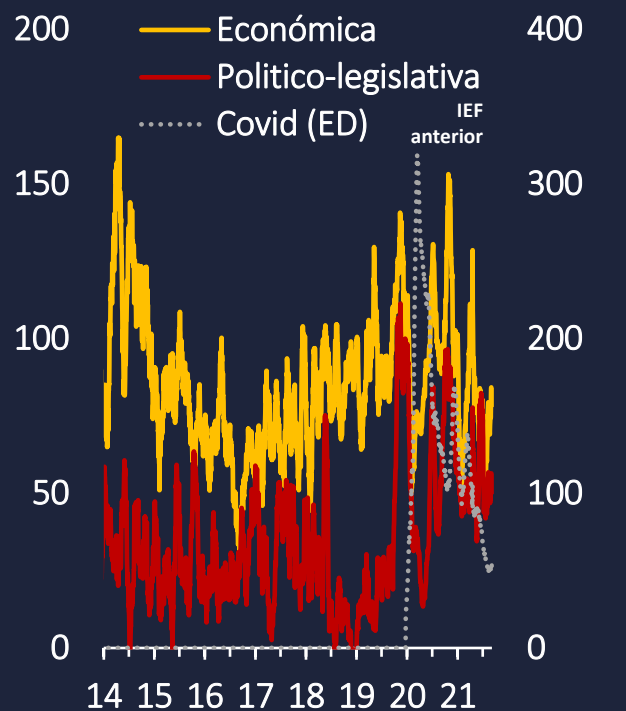
(2) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el TCN según sus fundamentos, como el precio del cobre, nivel de precios interno, entre otros. Para más detalle ver "Uso de modelos macroeconómicos en el Banco Central de Chile" (2020).

Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y Risk America.

... a lo que se añade la elevada incertidumbre local que ha aumentado la demanda por activos en dólares, elevado la tasa de retorno exigida a proyectos locales e intensificado la salida de capitales (fenómeno que se venía observando desde la crisis social)



Incertidumbre económica para Chile (*)
(índice, base 100= promedio 2012-2021)



(*) "Económica" contiene factores relacionados con la economía general; política fiscal, monetaria y comercial; e incertidumbre. Media móvil 12 meses.

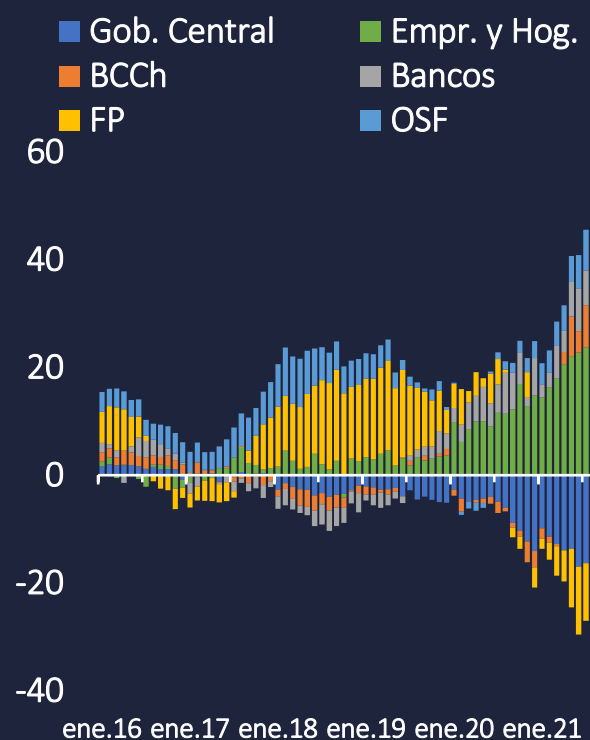
Fuente: Becerra y Sagner (2020) y Baker et. al. (2016).

Número de cuenta corriente de personas naturales en moneda extranjera
(miles de cuentas, %)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Flujos de salidas de activos financieros líquidos
(miles de millones de dólares, suma acumulada 24 meses Rolling)

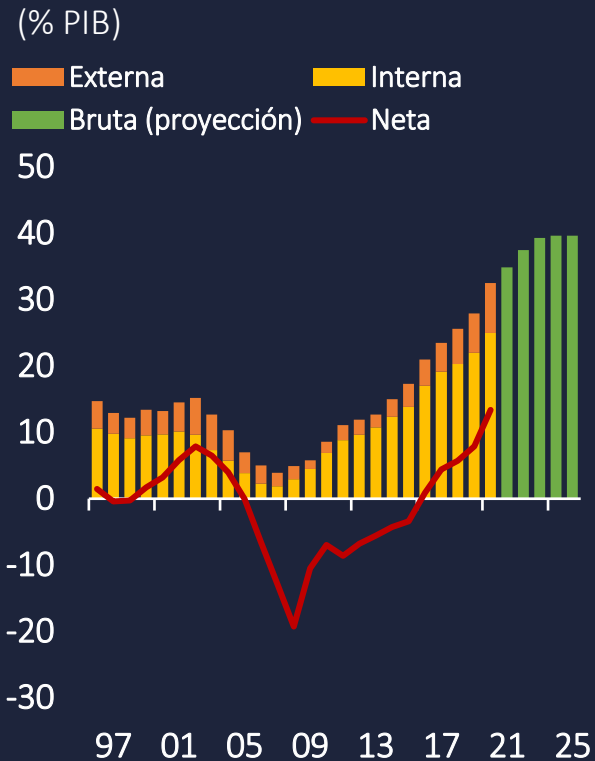


Fuente: Banco Central de Chile.

... y el aumento de la deuda pública y el riesgo de sobrecalentamiento de la economía derivado de la suma de estímulos a la demanda.

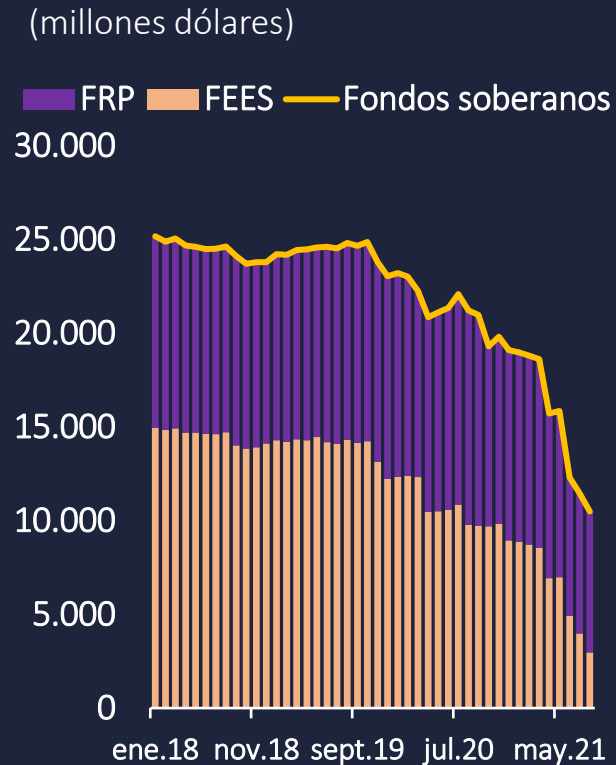


Deuda Gobierno Central (*)



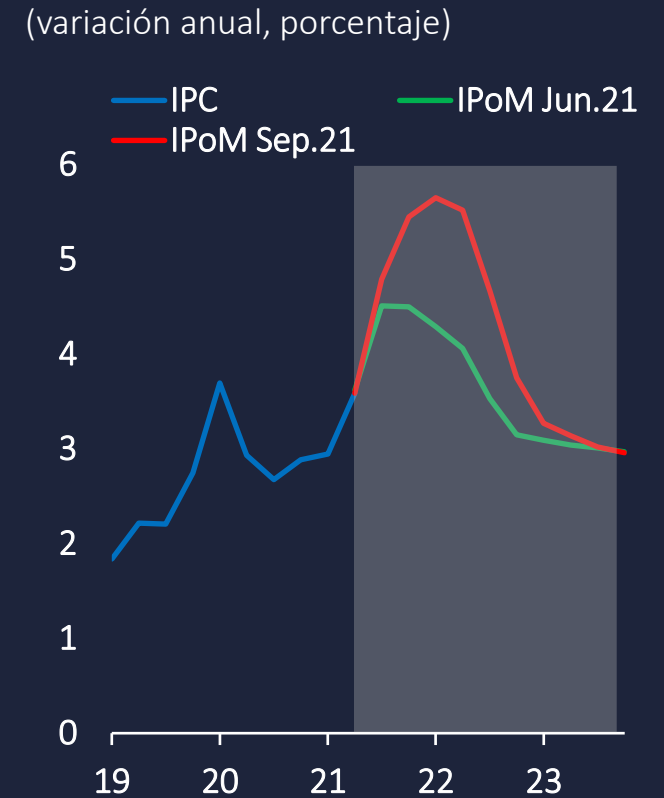
(*) Proyecciones de deuda para periodo 2021-2025 (DIPRES, 2021).
 Fuente: Banco Central de Chile y DIPRES (2021).

Fondos soberanos



Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación (*)



(*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2021, corresponde a la proyección.
 Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

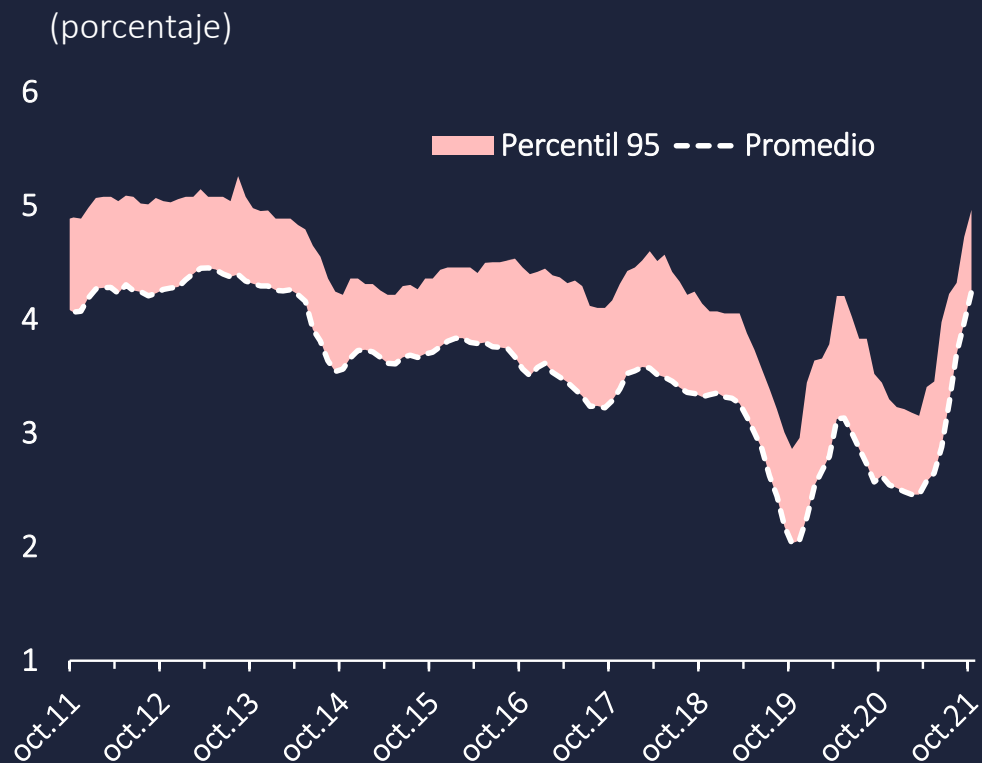


ALGUNAS CONSECUENCIAS DE LA MAYOR ESTRECHEZ FINANCIERA

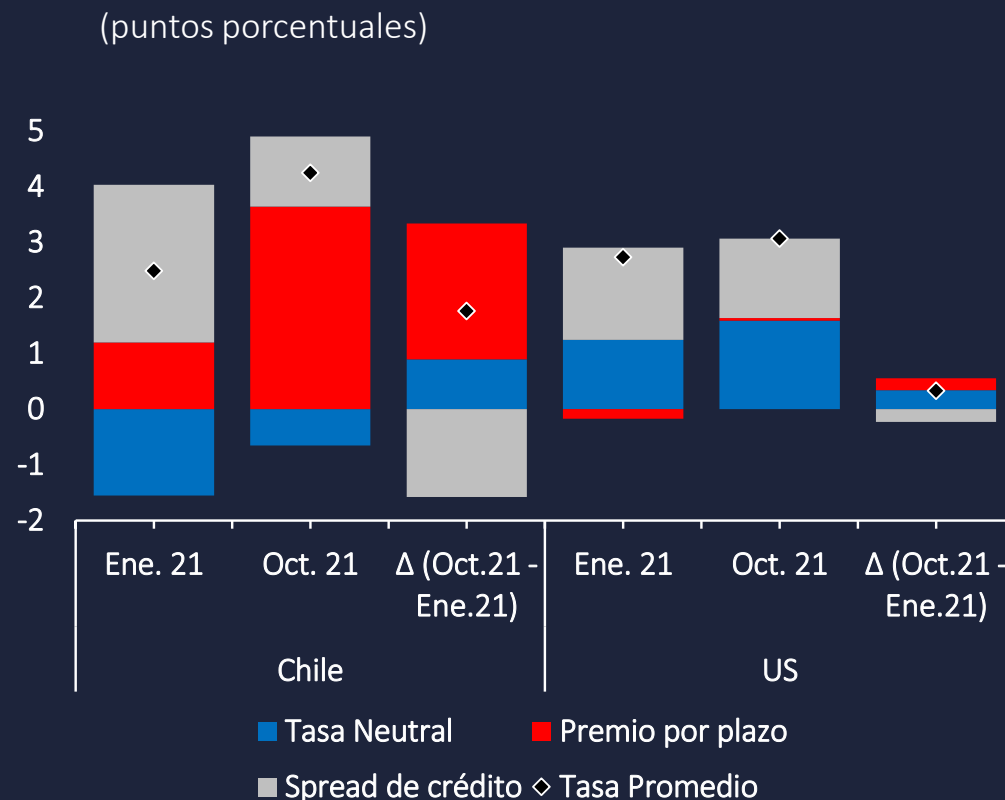
En lo más reciente, la tasa promedio de la cartera hipotecaria alcanza niveles similares a los vistos hace una década. El aumento se explica principalmente por premios por plazo, los que se ven compensados por una caída del spread de créditos.



Tasas de interés cartera de vivienda (*)

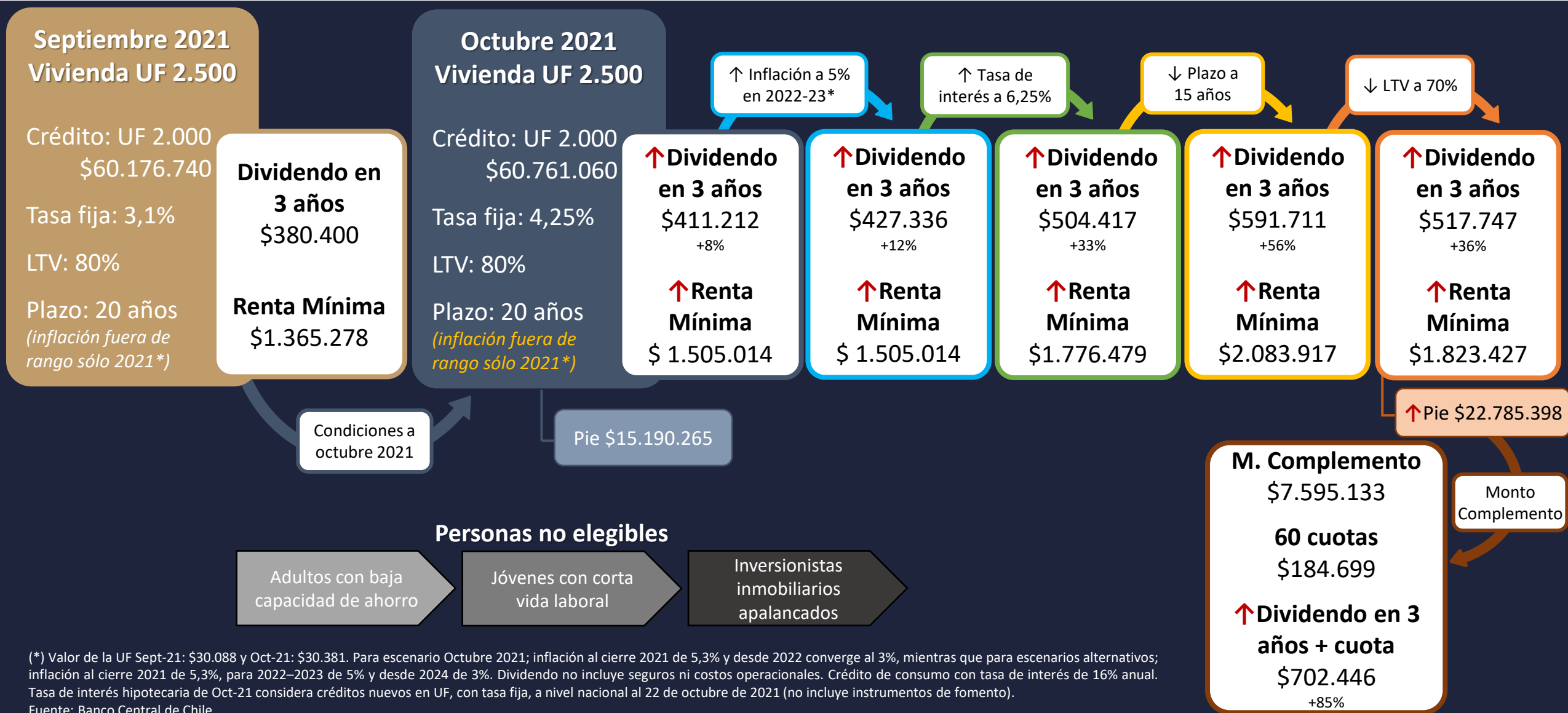


Descomposición tasas de vivienda



(*) Sólo incluye operaciones en cuotas en UF, tasas fijas, originales y no vinculadas a instrumentos de fomento.
Fuente: Elaboración propia en base a información de la CMF.

Las restricciones crediticias implicarían un aumento significativo de los dividendos y rentas exigidas, lo que limitará el acceso a la vivienda.



(*) Valor de la UF Sept-21: \$30.088 y Oct-21: \$30.381. Para escenario Octubre 2021; inflación al cierre 2021 de 5,3% y desde 2022 converge al 3%, mientras que para escenarios alternativos; inflación al cierre 2021 de 5,3%, para 2022-2023 de 5% y desde 2024 de 3%. Dividendo no incluye seguros ni costos operacionales. Crédito de consumo con tasa de interés de 16% anual. Tasa de interés hipotecaria de Oct-21 considera créditos nuevos en UF, con tasa fija, a nivel nacional al 22 de octubre de 2021 (no incluye instrumentos de fomento). Fuente: Banco Central de Chile.

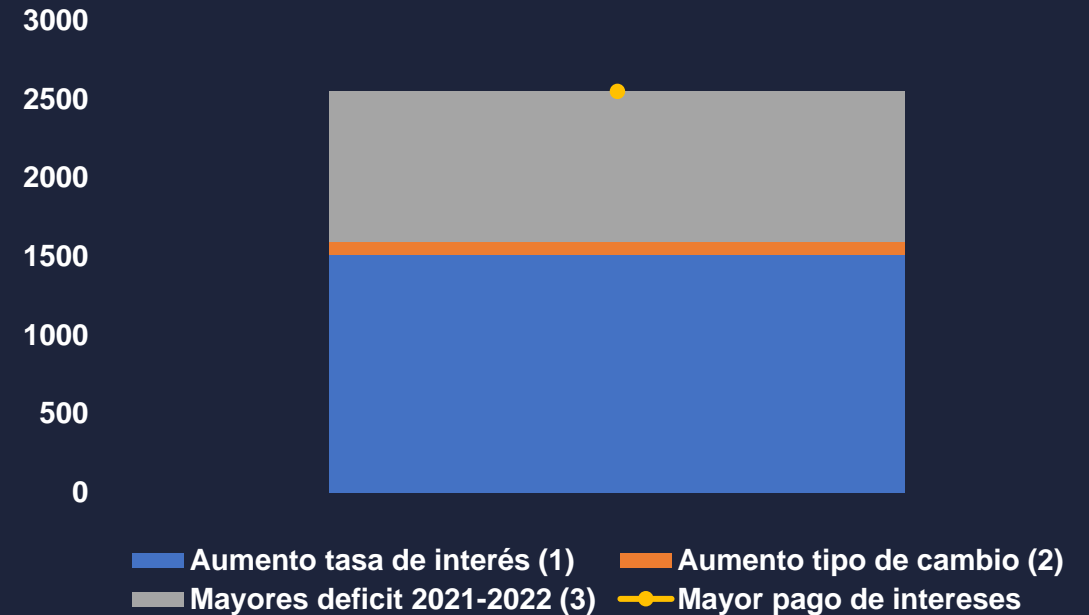
Para el fisco, el efecto del aumento de la tasa larga sobre el pago de intereses equivale a todo el paquete de financiamiento previsto en el proyecto de ley corta de pensiones.



Tasas 10y bono soberano (1)



Simulación del mayor pago de intereses a fin de 2022 versus fin de 2020 (millones de dólares)



(1) La canasta de economías comparables está conformada por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con la tasa de Chile. Verticales corresponden a IPOM de marzo, junio y septiembre de 2021.

(2) US\$1.800 millones surge de comparar tasa actual versus canasta comparable mientras que US\$2800 millones surge del delta de tasa de interés versus enero 2021.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

(1) Mayor tasa: Para su cálculo se toma el diferencial spot versus fin de 2020 en las tasas de bonos soberanos en pesos a 10 años y se lo multiplica por el nuevo endeudamiento 2021-2022 en base al IFP3-21. (2) Mayor tipo de cambio: A los intereses anuales de la deuda en dólares se le considera el diferencial de tipo de cambio spot versus fin de 2020. Tener en consideración que el mayor impacto del tipo de cambio sobre la deuda se da al momento de amortizar la deuda y en menor medida sobre los intereses. Este efecto sobre la amortización, no está considerado. (3) Mayor déficit: Se toma los déficit proyectados del IFP3-21 para 2021-2022 y se los multiplica por la tasa de bonos soberanos en pesos a 10 años vigente a fin de 2020. Se utiliza esa tasa dado que el efecto de las mayores tasas se captura en el punto 1). Esta simulación asume el nuevo endeudamiento se hace en moneda local. Fuentes: Banco Central de Chile, Informe de Finanzas Públicas del 3T21 (IFP3-21), y Bloomberg.

El considerable aumento de las tasas largas ha generado pérdidas relevantes para los afiliados más expuestos a renta fija local.



Estimación Incidencia Rentabilidad: AFP

| Mercado | Fondo D | Fondo E |
|------------------------------|---------|---------|
| Renta Fija Local | ↓ | ↓ |
| Renta Variable Local | - | - |
| Renta Fija Internacional | ↑ | - |
| Renta Variable Internacional | ↑ | ↑ |

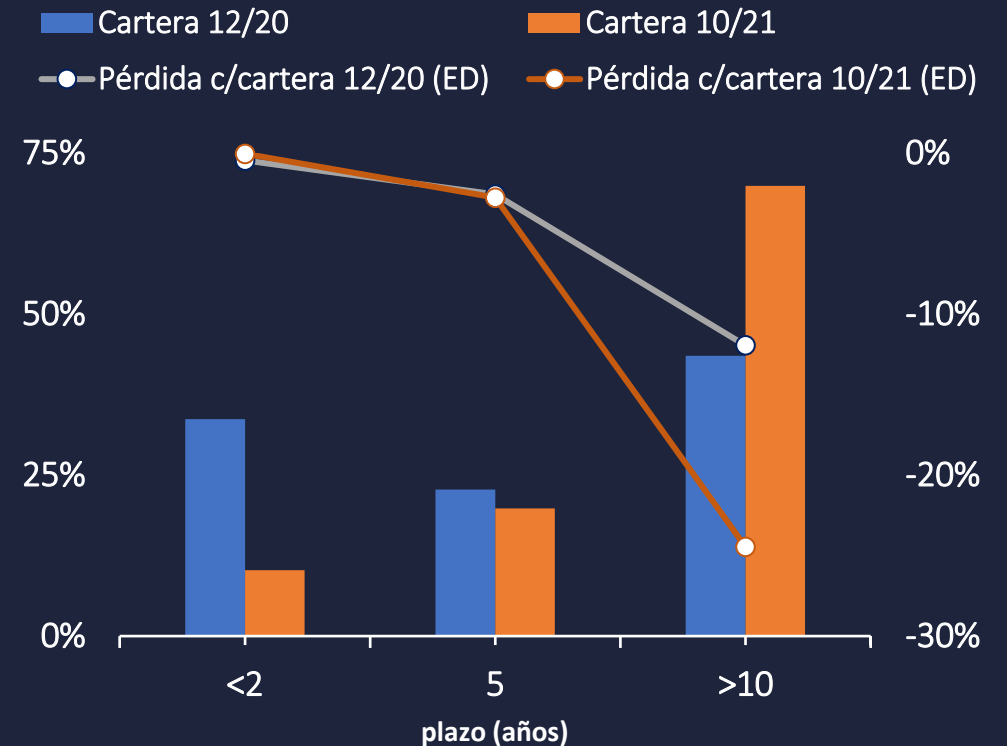
Estimación Incidencia Rentabilidad Renta Fija Local

| Plazo | Fondo D | Fondo E |
|-------|---------|---------|
| 2Y | - | - |
| 5Y | ↓ | ↓ |
| 10Y | ↓ | ↓ |

(*)Buckets: 0<2a <3; 3<5a< 7; 7<10a.

Incidencia Negativa ↓: Incidencia estimada menor a -1%
 Incidencia Neutra (-): Incidencia estimada entre -1% y 1%
 Incidencia Positiva ↑: Incidencia estimada mayor a 1%

Incidencia de tasas de interés en valor del Fondo, E por plazo (*)



(*)Buckets: 0<2a <3; 3<5a< 7; 7<10a. Las estimaciones se realizaron con las carteras de inversión de las AFP de diciembre 2020 y octubre 2021.

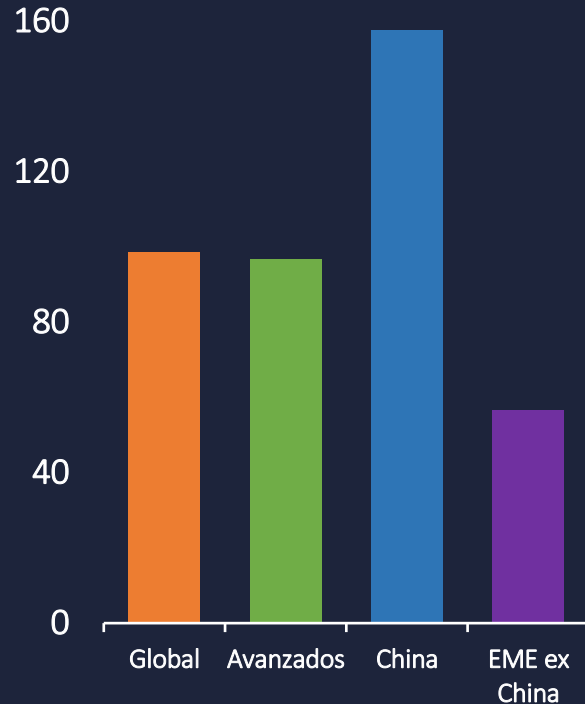
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SPensiones.

La economía local es hoy más vulnerable a riesgos externos, los que en el margen han ido aumentando



Deuda corporativa no financiera a 2021.T2

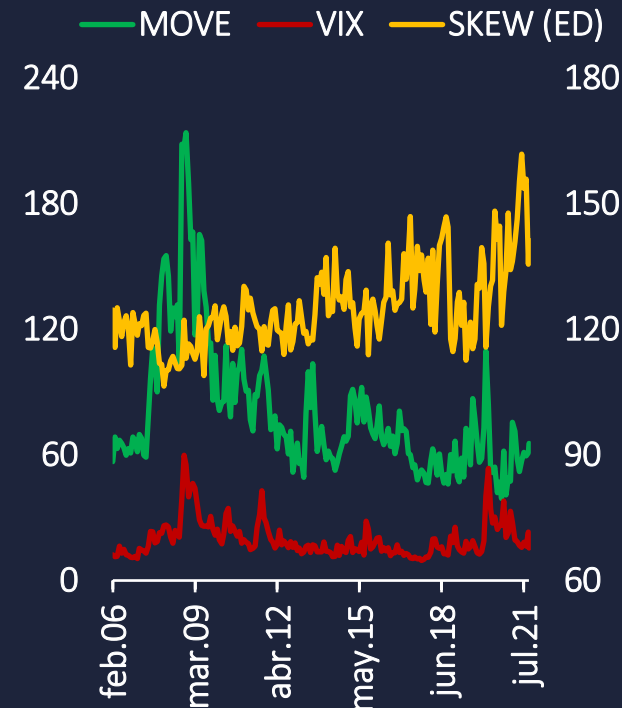
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile en base a IIF.

Volatilidad Financiera Externa (*)

(índice)



(*) VIX: volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. a un mes; MOVE: volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes; SKEW: utiliza opciones sobre el S&P500 en EE.UU. para medir su riesgo de cola.
Fuente: Bloomberg.

Principales eventos Evergrande

| Fecha | Evergrande | Rating E-G |
|--------|--|---|
| Sep.20 | Descuentos de 30% en ventas. | |
| Jun.21 | Anuncia venta de 58% de Calxon Group (US\$400 mill.). | |
| Jul.21 | | Fitch baja a CCC+ |
| Ago.21 | Acuerda venta de filial (US\$400 mill.), paraliza algunos proyectos y reconoce problemas de liquidez | Moody's baja a CCC |
| Sep.21 | No paga intereses a bancos y vende banco por bonos, y acuerdo con un acreedor. | |
| Oct.21 | Continúa impago de cupones, aunque finalmente se pone al día. | S&P baja clasificación a 2 inmobiliarias chinas |

En este contexto el Consejo del Banco estima que nuevas liquidaciones forzosas de activos son el principal riesgo para la estabilidad financiera local.



| Agente | Corto Plazo | Mediano y Largo Plazo |
|----------------------|--|---|
| Mercado de capitales | <ul style="list-style-type: none"> • Reducción en tamaño de fondos intermediados (FP, CSV). • Solvencia de las CSV. • Salida de capitales y mayor demanda por activos en dólares. • Corrección de precios. Mayor volatilidad de tipo de cambio y tasas de interés. | <ul style="list-style-type: none"> • Reducción del mercado de bonos de largo plazo afecta crédito hipotecario e inversión. • Reducción del mercado derivados cambiarios afecta cobertura de empresas. • Aumenta la dependencia de mercados externos. • Se podrían dar salidas abruptas de capitales y no-linealidades. |
| Hogares y Empresas | <ul style="list-style-type: none"> • Aumento de liquidez. • Reducción del impago (aunque efecto es cada vez menor). | <ul style="list-style-type: none"> • Reducción de ahorros y <u>menor acceso</u> (mayor costo) al crédito y a cobertura del riesgo cambiario. |
| Bancos y OCNB | <ul style="list-style-type: none"> • Mayor liquidez. • Portafolio de crédito con bajo riesgo materializado. | <ul style="list-style-type: none"> • Menor fuente de financiamiento de largo plazo. <ul style="list-style-type: none"> • Mayor exposición a refinanciamiento. |



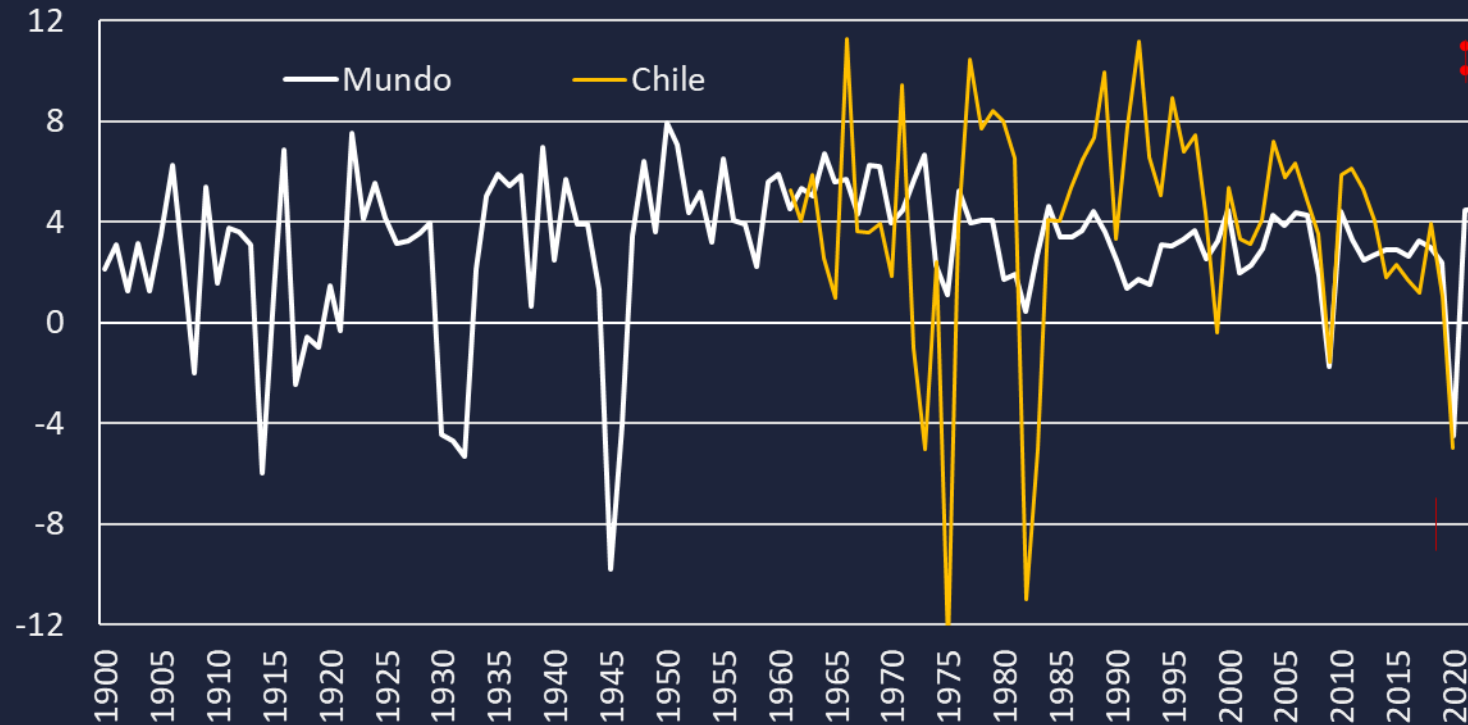
USUARIOS Y OFERENTES DE CRÉDITO

La situación financiera de las empresas no financieras ha mejorado producto de la efectividad de las medidas de política y la recuperación de las ventas.



Crecimiento del PIB mundial y de Chile

(variación anual, %)

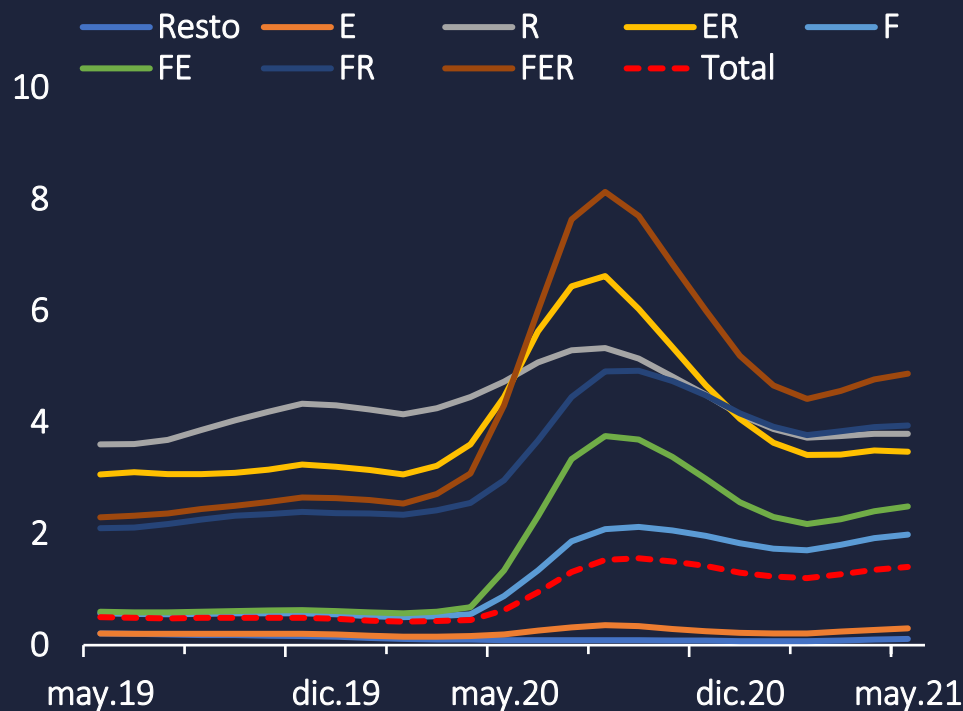


La situación financiera de las empresas no financieras ha mejorado producto de la efectividad de las medidas de política y la recuperación de las ventas.



Deuda sobre ventas mensuales (*)

(veces, promedio móvil trimestral para ventas)

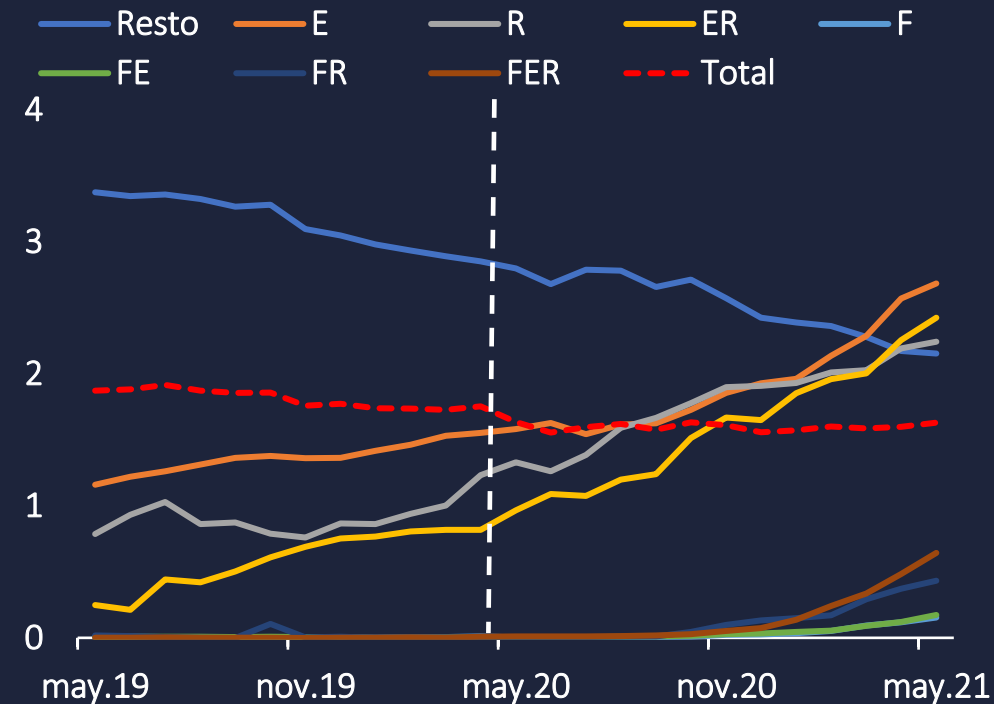


Participación de los grupos

| | % del total | |
|------|-------------|----|
| | Deuda | N |
| Nada | 42 | 51 |
| E | 6 | 8 |
| R | 16 | 2 |
| ER | 6 | 1 |
| F | 11 | 22 |
| FE | 8 | 11 |
| FR | 6 | 3 |
| FER | 6 | 2 |

Índice de cuota impaga (*)

(porcentaje de las colocaciones comerciales)



(*) F: programa de crédito Fogape-Covid19, E: Ley de Protección del Empleo, R: reprogramación. FE, FR, ER y FER corresponden a las combinaciones respectivas. N: no accede a ninguna política. No considera personas. Participaciones de los grupos al segundo trimestre del 2021.

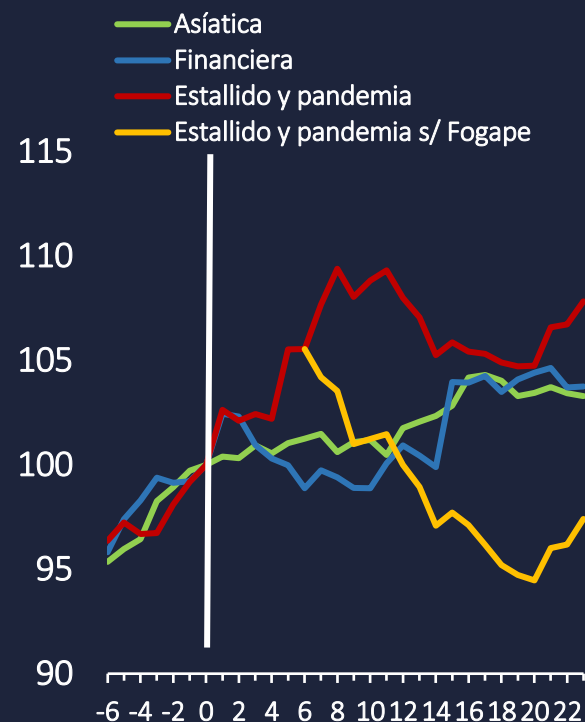
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF, Dirección del Trabajo, Ministerio de economía y SII.

Los ejercicios de tensión dan cuenta que la banca permanece resiliente y con un elevado nivel de solvencia.



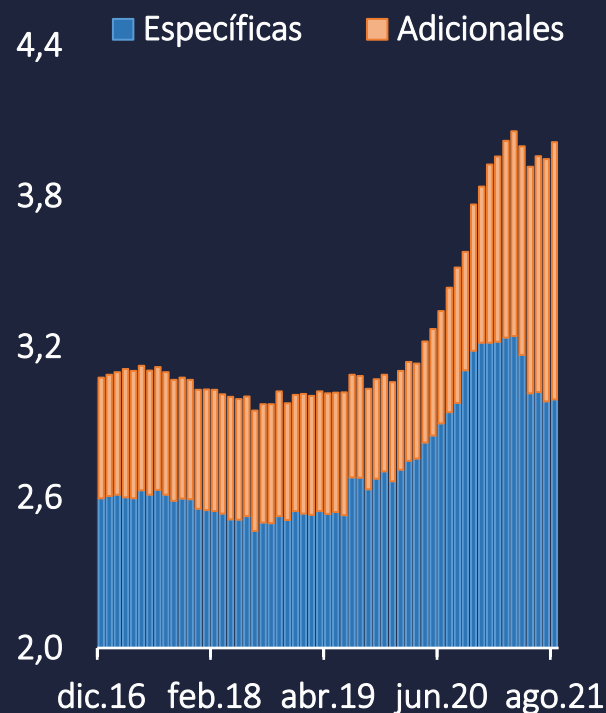
Deuda Cartera Comercial (*)

(nivel, t=0: 100)



Stock provisiones comerciales

(porcentaje)



Holgura de capital bajo escenario de estrés severo (*)

(porcentaje de activos ponderados por riesgo)



(*) El periodo t=0 corresponde a jul.98 para la Crisis Asiática, sep.08 para la Crisis Financiera Global y oct.19 para la Crisis Social y Sanitaria.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

(*) Exceso de patrimonio efectivo sobre el mínimo regulatorio. Considera los límites particulares de cada banco.

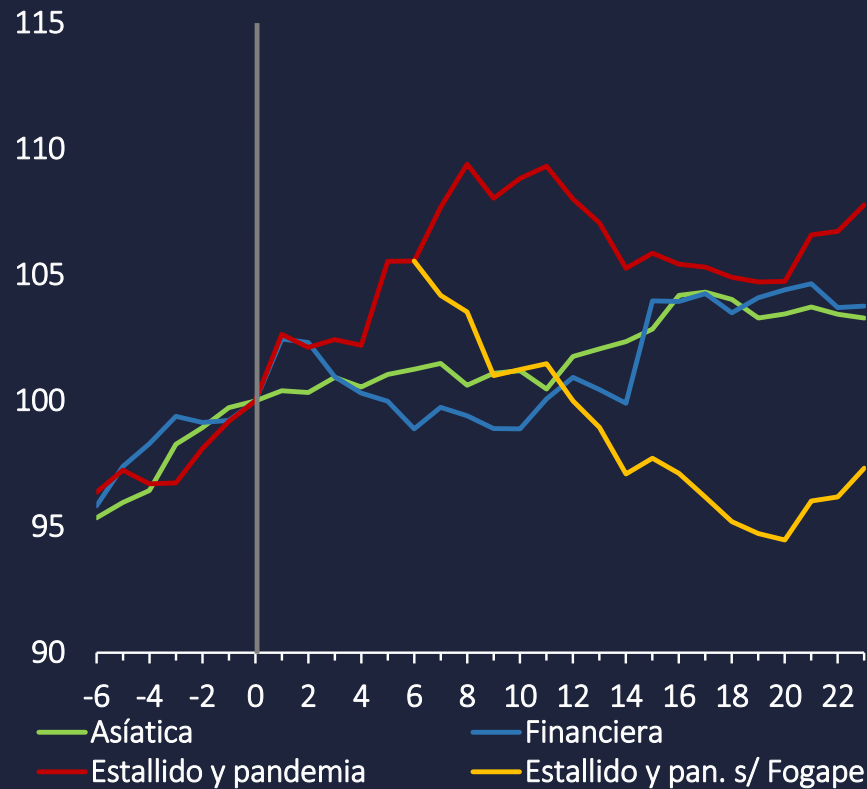
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

La FCIC + FOGAPE permitió que el crédito se comportara de manera contracíclica a diferencia de crisis pasadas, destacando el crecimiento de la cartera comercial.



Monto de colocaciones comerciales (*)

(índice base 100=t0)



FCIC
US\$40.000 millones

**Flujo cartera comercial no FOGAPE entre mar.20
– jun.21**
US\$51.000 millones

Reprogramaciones
Aprox. US\$ 6.000 millones

**FOGAPE – Crédito a 460 mil empresas de menor
tamaño**
\$20.000 millones

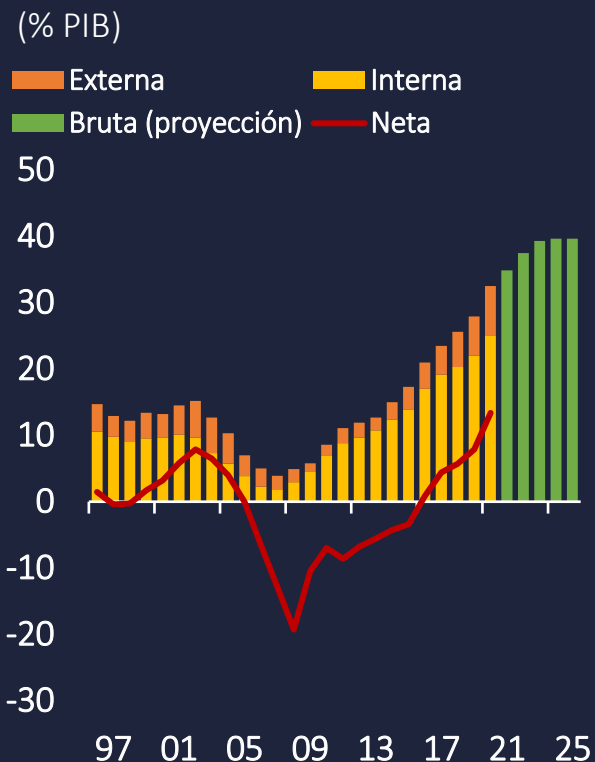
(*) El periodo t=0 corresponde a jul.98 para la Crisis Asiática, sep.08 para la Crisis Financiera Global y oct.19 para la Crisis Social y Sanitaria.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

La contracara ha sido el aumento de la deuda pública, la disminución de los fondos soberanos y de los fondos de pensiones... lo que se ha traducido en condiciones financieras más estrechas con las consecuencias negativas ya comentadas

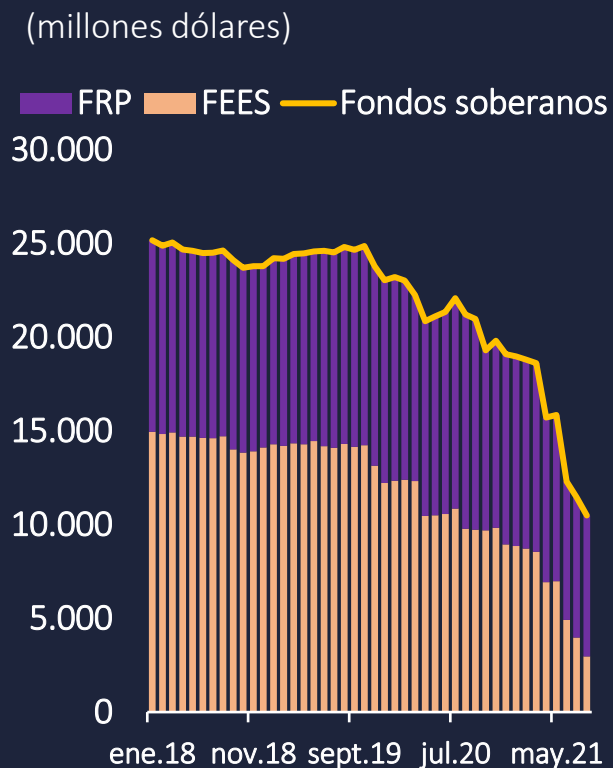


Deuda Gobierno Central (*)



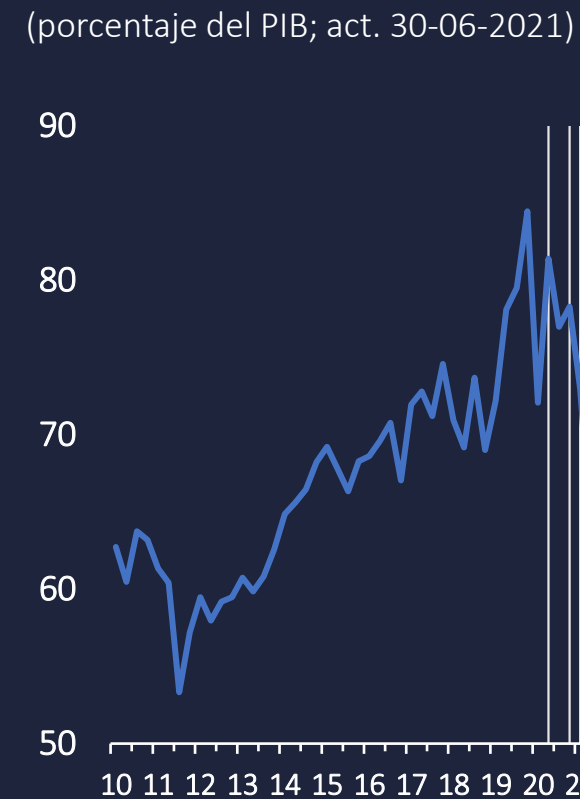
(*) Proyecciones de deuda para periodo 2021-2025 (DIPRES, 2021).
Fuente: Banco Central de Chile y DIPRES (2021).

Fondos soberanos



Fuente: Banco Central de Chile.

Activos de los FP (1)



(1) Datos trimestrales. PIB como suma móvil de 4 trimestres. Líneas verticales indican retiros de fondos previsionales. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF y SP.



COMENTARIOS FINALES

Comentarios finales



La economía global ha continuado recuperándose producto de los avances en el manejo de la situación sanitaria y la efectividad de las políticas de contención económica. No obstante, el aumento del endeudamiento soberano y la mayor exposición de las autoridades monetarias al sector financiero reduce su capacidad para mitigar futuros shocks.

En Chile la economía se recuperó de la significativa caída observada durante la pandemia. Sin embargo, el significativo y persistente impulso a la demanda local ha llevado a la economía sobre su capacidad potencial, lo que sumado a cambios estructurales en el mercado de capitales (producto de liquidaciones forzosas de activos de inversionistas institucionales), el deterioro de las finanzas públicas y el aumento de la incertidumbre, han impactado significativamente la inflación, los precios de activos y las tasas de interés.



El principal riesgo para la estabilidad financiera local proviene de la reiteración de liquidaciones forzosas de activos que continúen erosionando la intermediación de recursos y la mayor incertidumbre que esto conlleva. Estos desarrollos limitan la capacidad del sistema financiero, empresas y hogares, para soportar correcciones y/o eventos disruptivos, los que han cobrado mayor probabilidad de ocurrencia, tanto en el ámbito interno como externo.