



Latinoamérica ante episodios de volatilidad financiera

Seminario interno CEPAL
“Latin America and EU Regionalism”

Mario Marcel

Presidente

Banco Central de Chile

10 de enero de 2019

Introducción

- Durante 2018 algunos los precios de activos sufrieron correcciones importantes en los mercados internacionales.
- Las economías emergentes y América Latina en particular, se vieron afectadas con caídas de bolsa y depreciación de sus monedas, a veces intensificado por desequilibrios internos
- El BCE ha indicado que durante 2019 comenzará lentamente a normalizar su política monetaria, luego de los estímulos introducidos como consecuencia de las crisis de 2008 y 2011
- Al igual que en episodios previos, estos ajustes monetarios generan volatilidad en las economías emergentes

¿Cómo se encuentra la región para enfrentar mayor volatilidad hoy?

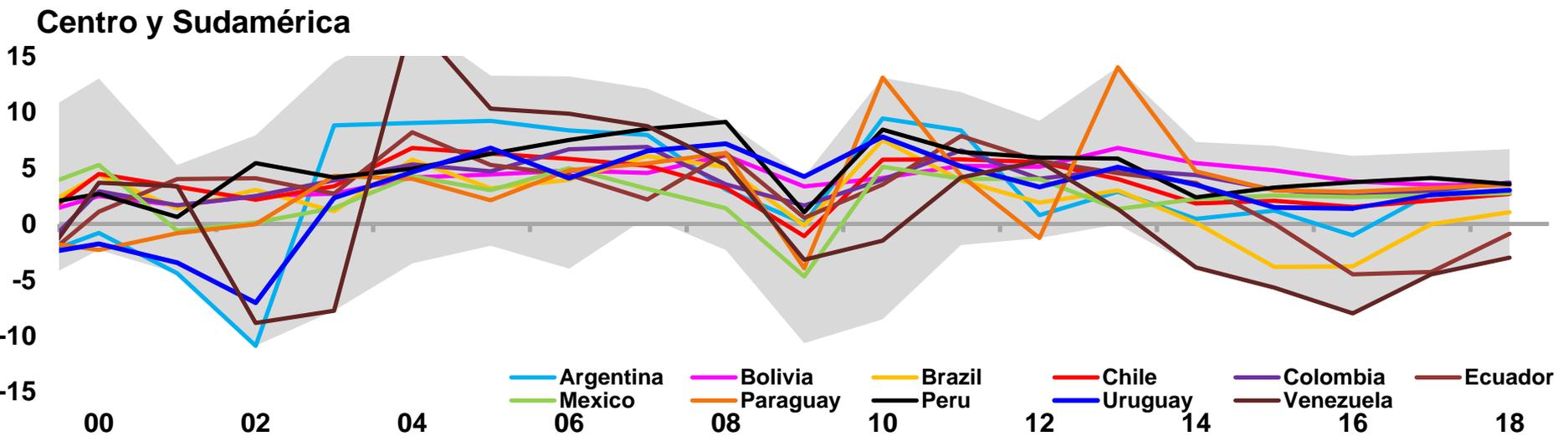
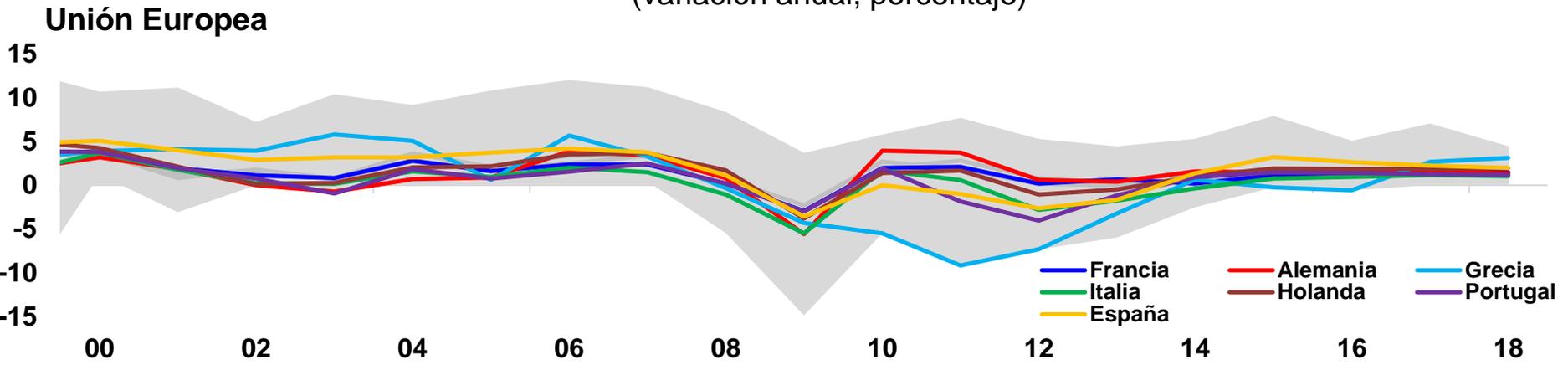
- Exposición directa a variables de ajuste
- Fundamentos macroeconómicos
- Fortaleza de mercados claves
- Holguras financieras
- Capacidad de respuesta macroeconómica



Sincronía del crecimiento

La región es mucho más heterogénea que la Unión Europea en su desempeño macroeconómico

Tasa de crecimiento del PIB (*) (variación anual, porcentaje)



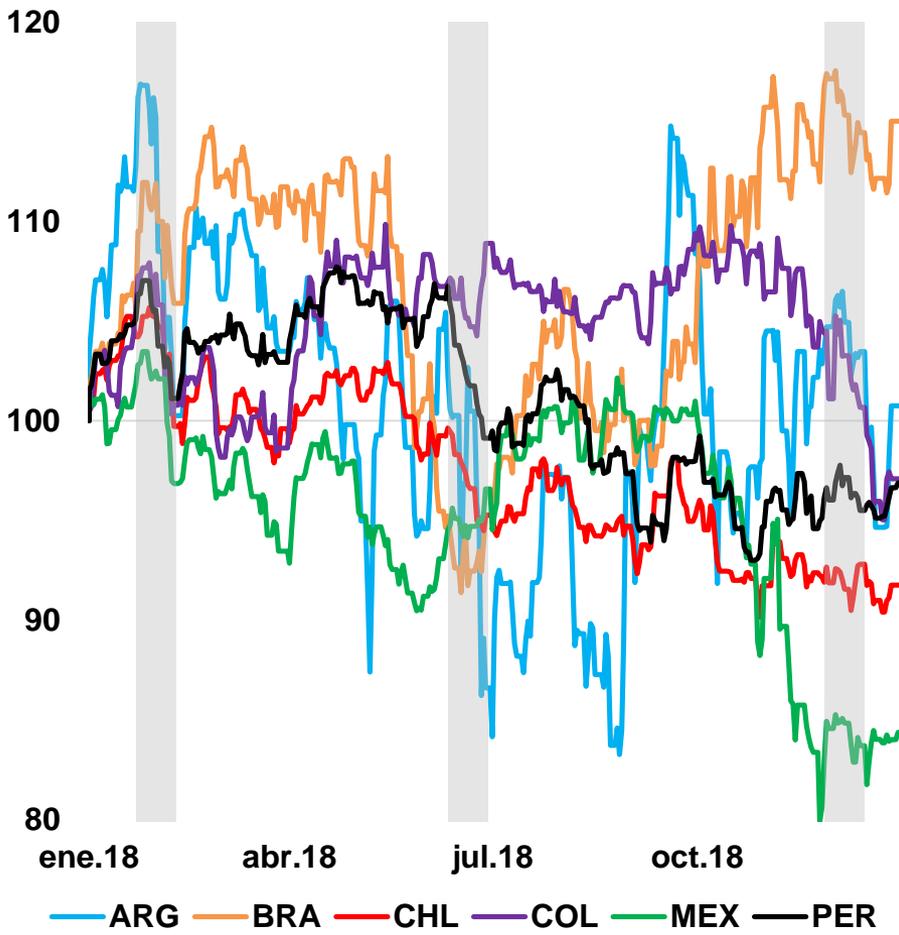
(*) Área sombreada corresponde al max-min de los crecimientos anuales de todos los países de cada bloque. Fuente: Banco Central de Chile y FMI.



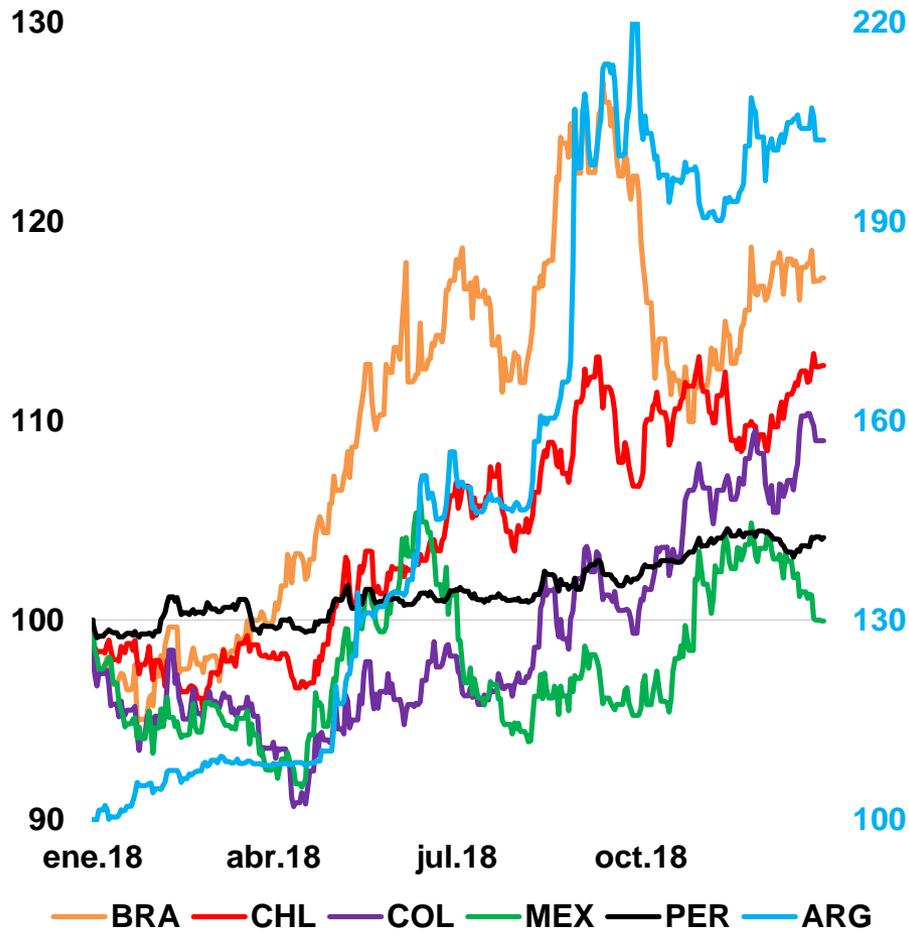
Balance 2018

Las bolsas de la región cerraron 2018 con ajustes y depreciaciones cambiarias relevantes

Índices accionarios moneda local
(01/01/2018=100)



Índices tipo de cambio nominal
(01/01/2018=100)



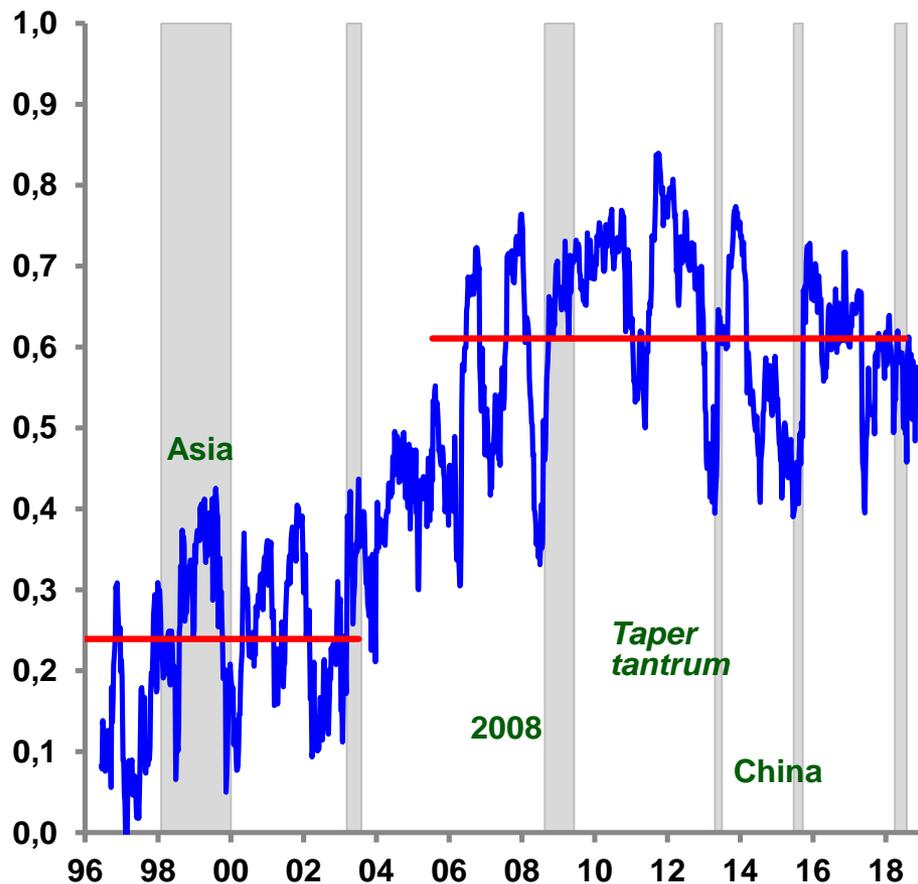
Fuente: Bloomberg.



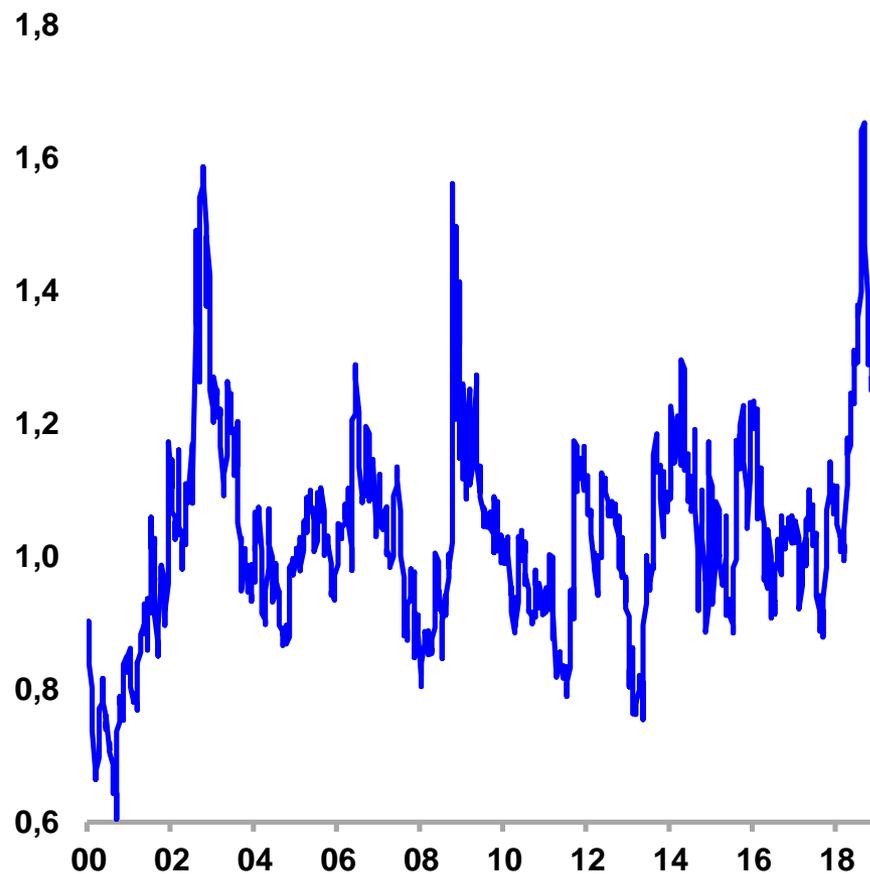
Sell-offs de 2018

Por su parte la volatilidad cambiaria aumentó, en línea con lo observado en episodios previos

Correlación entre monedas de ec. emergentes
(ventana de una semana)



Ratio volatilidad economías emergentes/G7
(unidades)



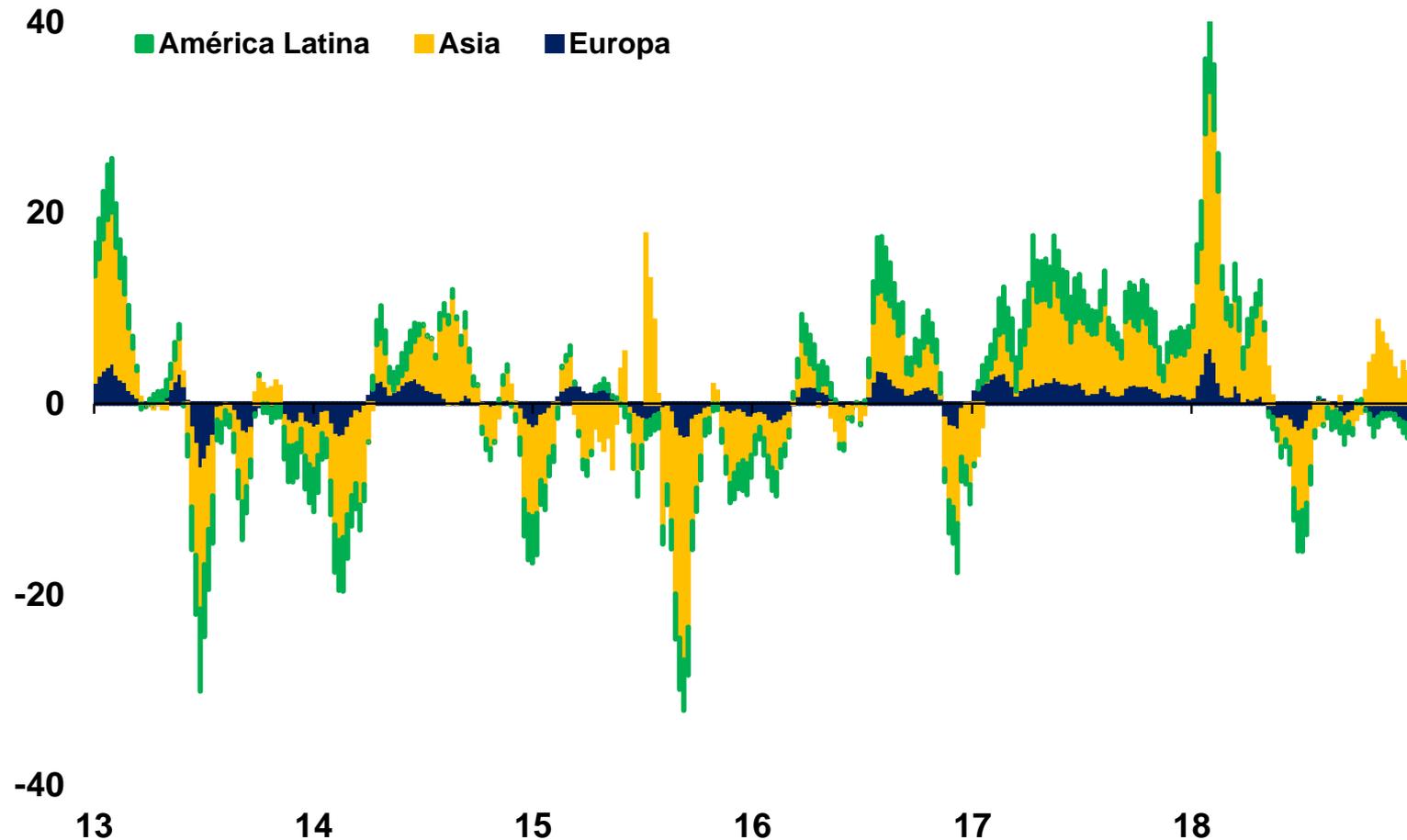
Episodios: Actual sell-off: Abr/19/18 hasta hoy. China: Jun/06/15 hasta Ago/12/15. Taper tantrum: May/21/13 a Jul/23/13.
Fuente: EPFR y Bloomberg.



Flujos de capitales

Los ajustes del año pasado son comparables a los de episodios previos. Con todo, entradas a la región en 2018 fueron positivas

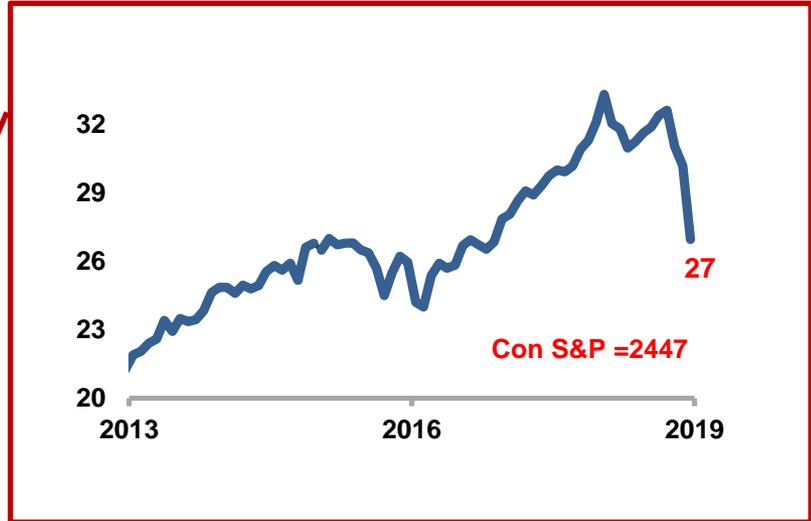
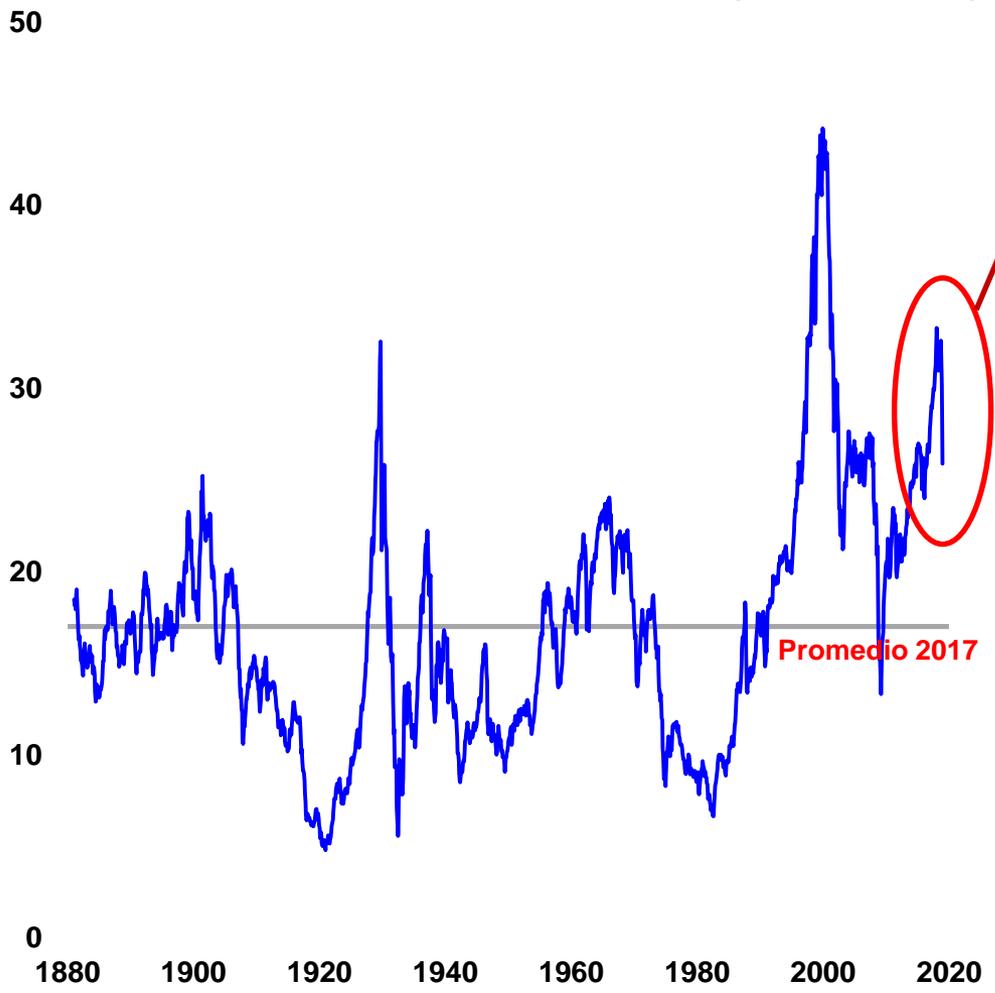
Flujos de capitales a economías emergentes
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Corrección accionaria de 2018

Si bien el S&P ha hecho un ajuste importante, el ratio precio-utilidad aún se ubica en niveles elevados

Ratio Precio Utilidad (CAPE, P/E10)



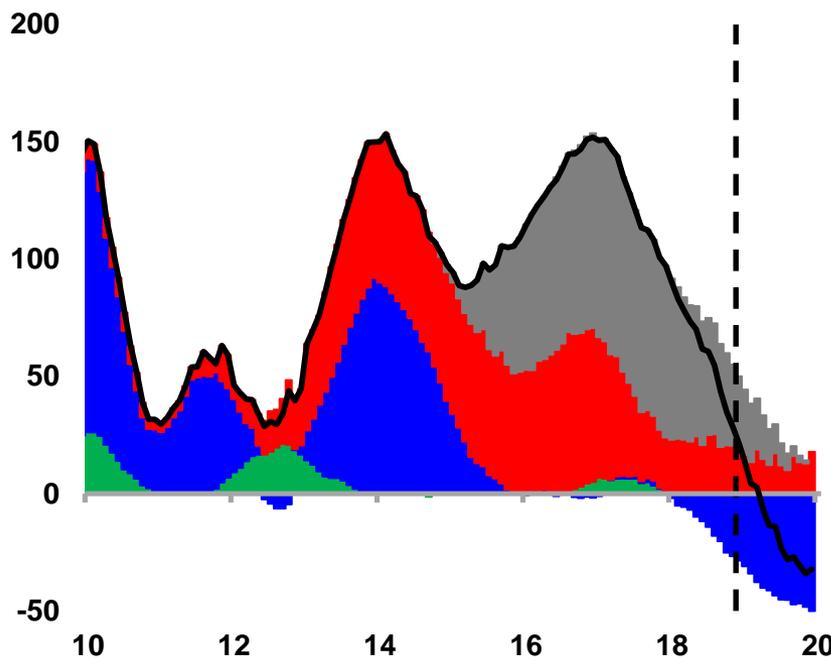
Fuente: Bloomberg.



Política monetaria en la Eurozona

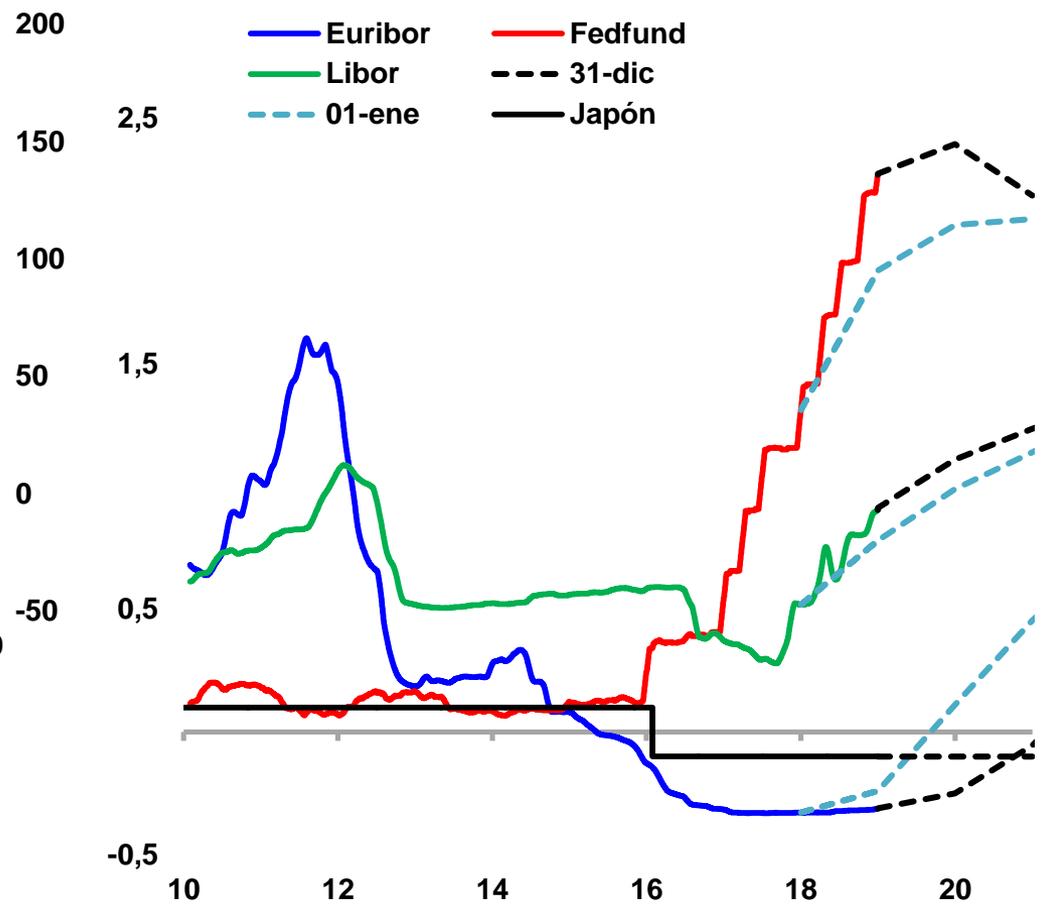
El BCE comenzaría este año con su proceso de normalización, lo que podría generar nuevas turbulencias financieras

Flujos de principales bancos centrales
(US\$ bn., promedio móvil 12 meses)



- **ECB** → reinvertirá vencimiento de activos
- **BoJ** → ¥2tn el resto de 2019
- **Fed** → reducirá balance según reunión de sept.17
- **BoE** → reinvertirá vencimiento de activos

Expectativas de tasa de interés
(a diciembre de cada año; porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

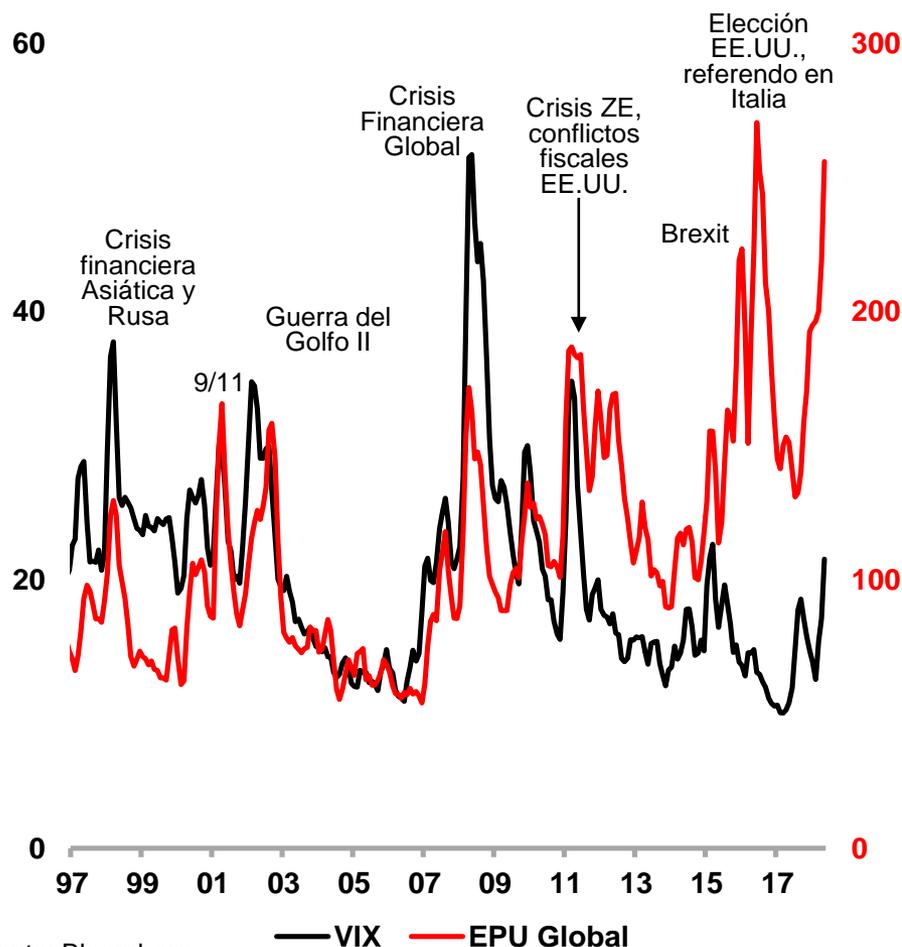


Vulnerabilidades: incertidumbre política

Como elemento global adicional, podrían darse nuevas consideraciones políticas que inquieten a los mercados

Índice global EPU y VIX

(índice, LP=100, promedio móvil 3 meses)



Algunos elementos de riesgo

- Consideraciones financieras y monetarias en China
- Nuevos ajustes en precio de activos: acciones, materias primas, etc.
- Precio del petróleo
- Riesgos geopolíticos
- Política económica en EEUU (comercial, internas)
- Brexit



Vulnerabilidades en economías emergentes

Un eventual shock financiero se transmite por distintas vías a la economía real. Asimismo, existen elementos mitigadores

Tipo de shock externo	Canal de transmisión principal	Riesgo	Mitigadores	Resultados
Financiero	Costos de fondeo	Riesgo financiero	Composición deuda externa	Liquidez
Economía real	Reversión de capital	Riesgo de refinanciamiento	Plazo deuda	
Términos de intercambio	Comercio	Riesgo de monedas	Profundidad mercado financiero doméstico	Solvencia
	Tipos de cambio	Contagio doméstico, interacción macro	Exposición de la banca a empresas/industrias amenazadas	Política
		Riesgo de política (policy)	Régimen cambiario	
			Exposición cambiaria de firmas y hogares	



LATAM en episodios pasados y situación actual

Año previo a evento	Externos					Internos						
	Actividad mundial (1) % (a/a)	Tasa Fed (2)	Actividad China (1) % (a/a)	Flujo capital (3)	Tdl (4)	Balance Fiscal	Cta. Cte.	Régimen TC (5)	Desvíos meta inflación	Actividad (1)	Desempleo (%)	
	Asiática	▼	▲	▼	> 0	> 0	< 0	< 0	Fijo	--	▲	17
	2008	▼	▲	▲	> 0	< 0	< 0	> 0	Sucio	--	▲	9
	Actualidad	▲	▲	▼	> 0	> 0	< 0	< 0	Sucio	> 0	▲	8
	Asiática	▼	▲	▼	> 0	> 0	< 0	< 0	Sucio	--	▲	12
	2008	▼	▲	▲	> 0	< 0	< 0	< 0	Flotante	0	▲	11
	Actualidad	▲	▲	▼	> 0	> 0	< 0	< 0	Sucio	0	▼	13
	Asiática	▼	▲	▼	> 0	< 0	< 0	< 0	Flotante	0	▼	8
	2008	▼	▲	▲	> 0	< 0	< 0	< 0	Sucio	> 0	▲	11
	Actualidad	▲	▲	▼	> 0	< 0	< 0	< 0	Flotante	0	▼	9
	Asiática	▼	▲	▼	< 0	> 0	< 0	< 0	Flotante	0	▲	4
	2008	▼	▲	▲	> 0	> 0	< 0	< 0	Flotante	0	▼	4
	Actualidad	▲	▲	▼	> 0	< 0	< 0	< 0	Flotante	> 0	▼	3
	Asiática	▼	▲	▼	> 0	< 0	< 0	< 0	Flotante	< 0	▲	9
	2008	▼	▲	▲	> 0	> 0	> 0	< 0	Flotante	> 0	▲	8
	Actualidad	▲	▲	▼	> 0	> 0	< 0	< 0	Flotante	0	▲	7
	Asiática	▼	▲	▼	> 0	< 0	> 0	< 0	Fijo	0	▲	6
	2008	▼	▲	▲	> 0	< 0	> 0	< 0	Flotante	> 0	▲	7
	Actualidad	▲	▲	▼	> 0	> 0	< 0	< 0	Flotante	0	▼	7

(1) Cifra comparada con respecto al promedio de crecimiento entre 1980-2017.

(2) ▲ indica PM de EE.UU. en proceso contractivo.

(3) Valor positivo (negativo) indica entrada (salida) neta de flujos.

(4) Valor positivo (negativo) indica mejor (peor) desempeño relativo a LATAM.

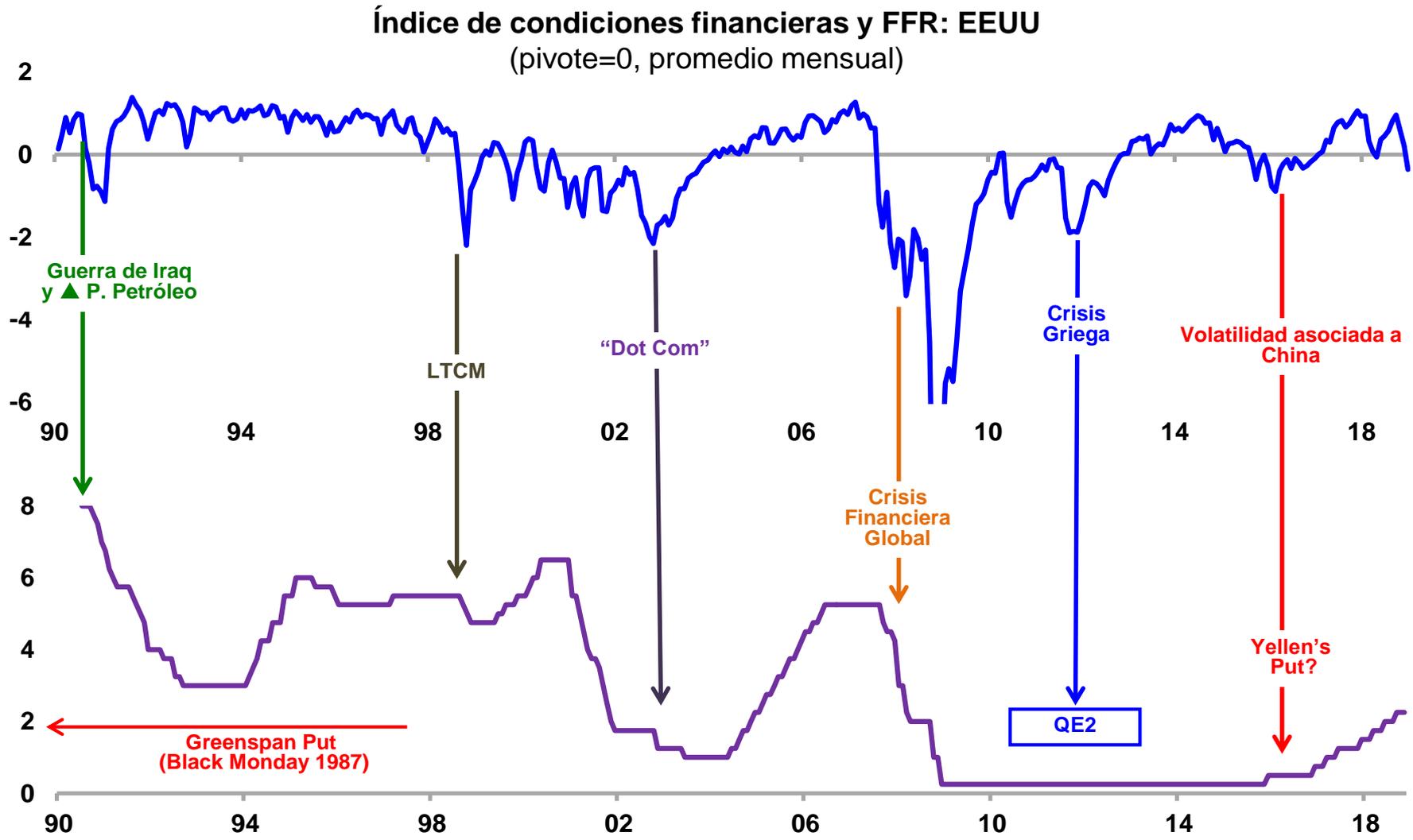
(5) De acuerdo a clasificación de Levy-Yeyati y Sturzenegger (2016), "Classifying Exchange Rate Regimes: 15 Years Later".

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg, CEPAL, EPFR y FMI.



Ciclo monetario de EEUU

Episodios de ajuste de política monetaria en EEUU se han relacionado con episodios de turbulencia en emergentes

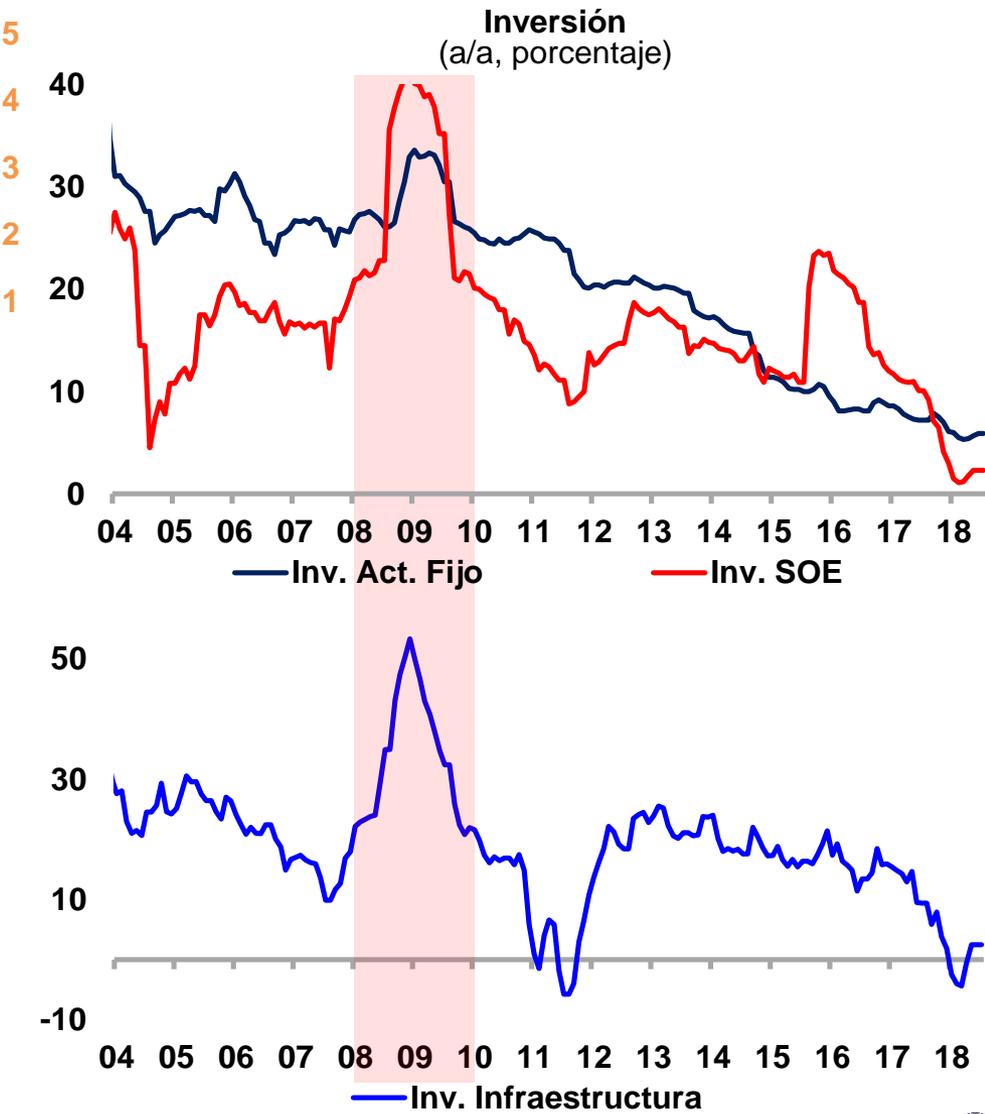
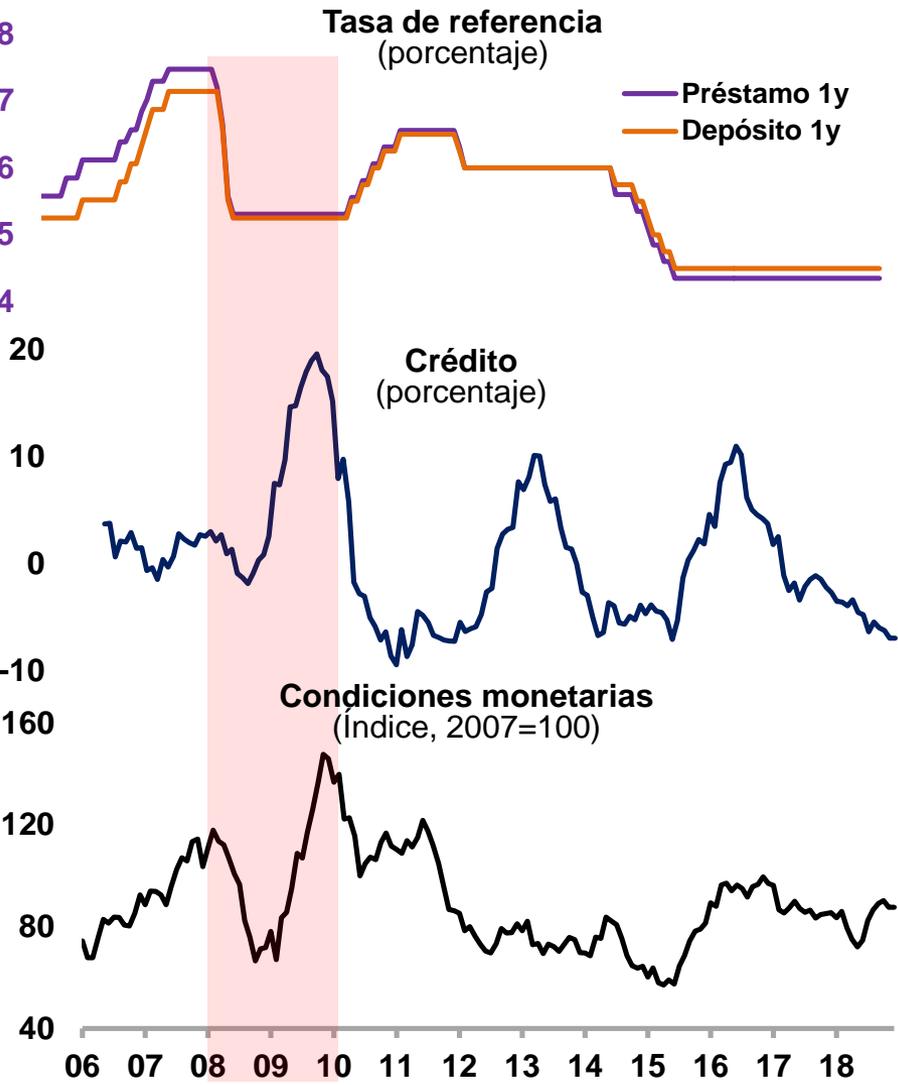


Fuente: Banco Central de Chile.



La Crisis Financiera Global y rol de China

Desde mediados de los 2000, China se convirtió en un actor relevante. Su política monetaria y financiera fueron clave durante la Crisis Financiera Global



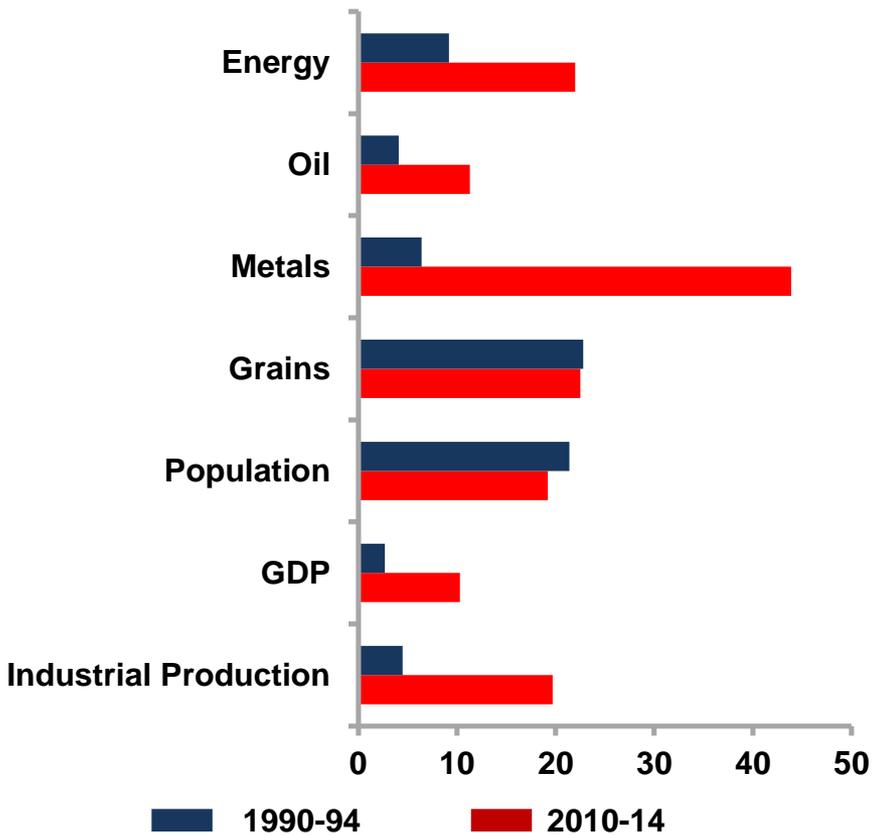
Fuente: Bloomberg.



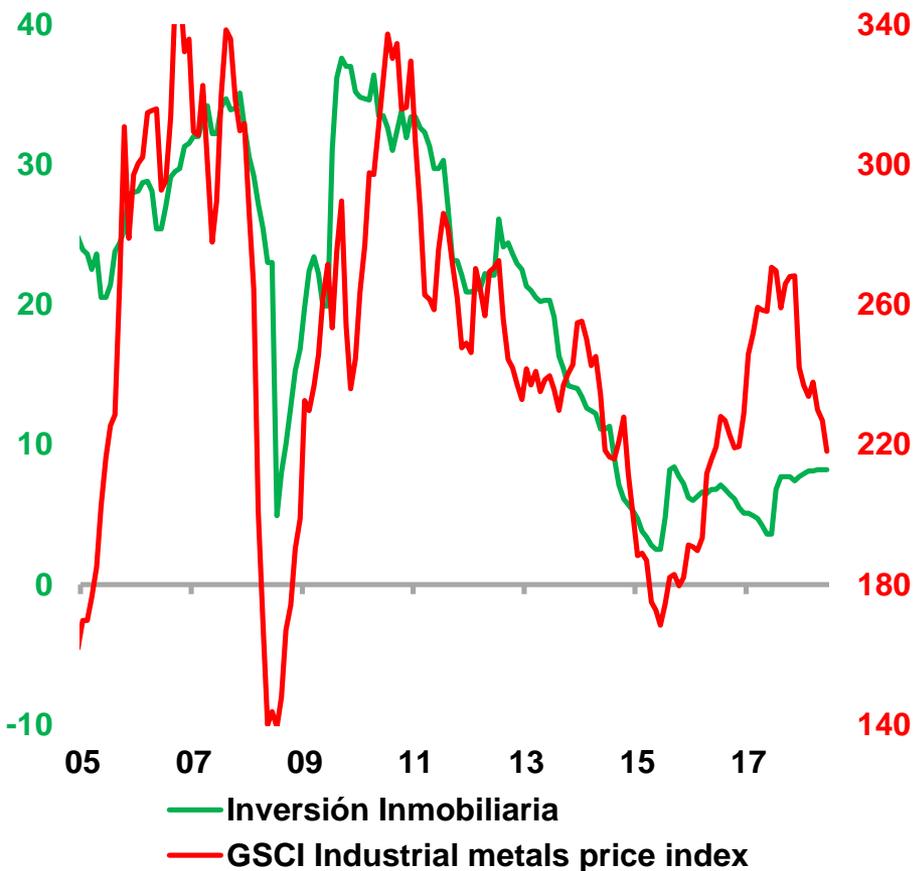
La Crisis Financiera Global y rol de China

El rol de China en los mercados de materias primas ha crecido, aumentando su relevancia para la región

Participación en mercado de materias primas (porcentaje)



Inversión inmobiliaria y precio materias primas (variación anual, porcentaje; índice 2003=100)

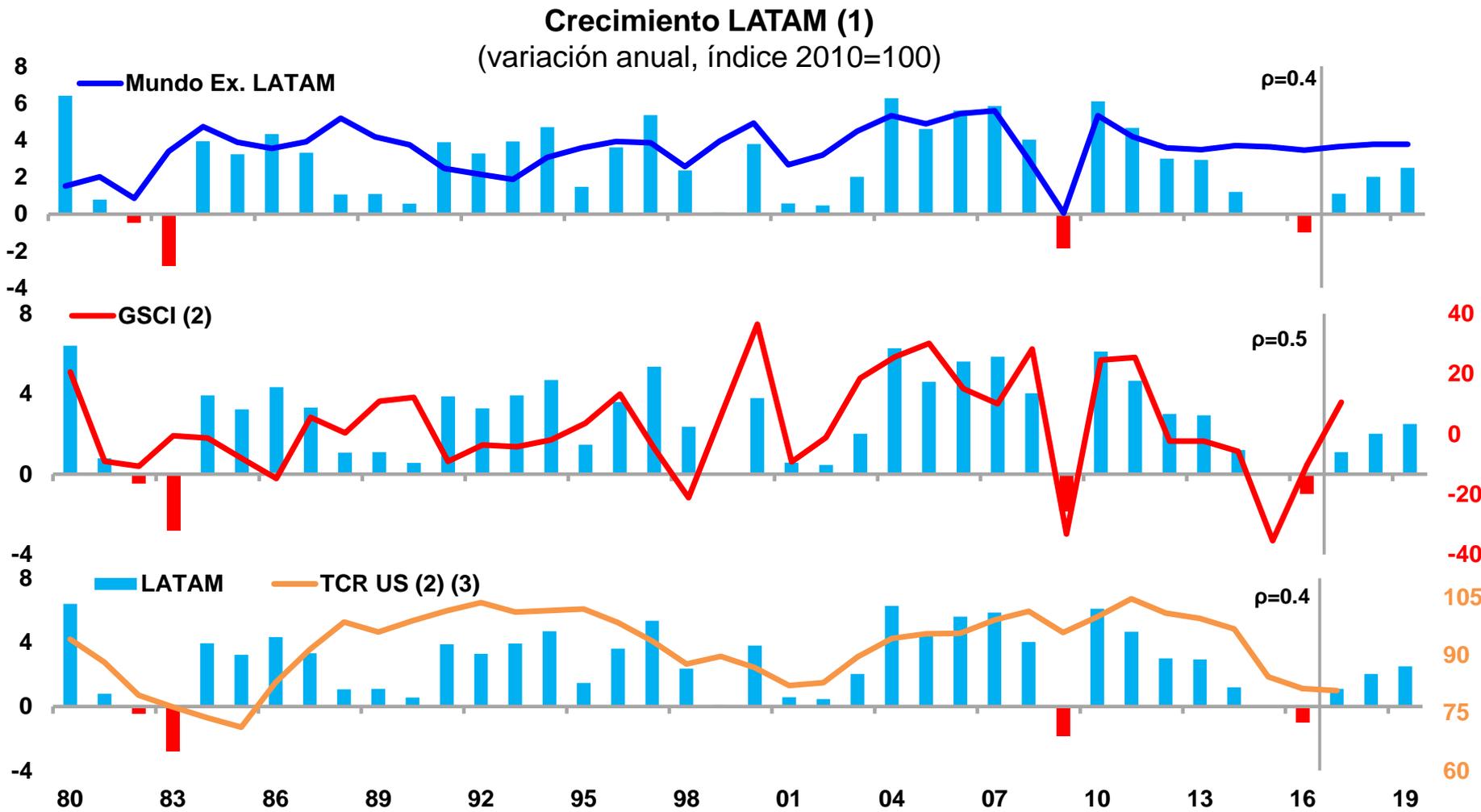


Fuente: Bloomberg.



Materias primas y actividad

La dependencia de las materias primas es clave para el desempeño macro de la región



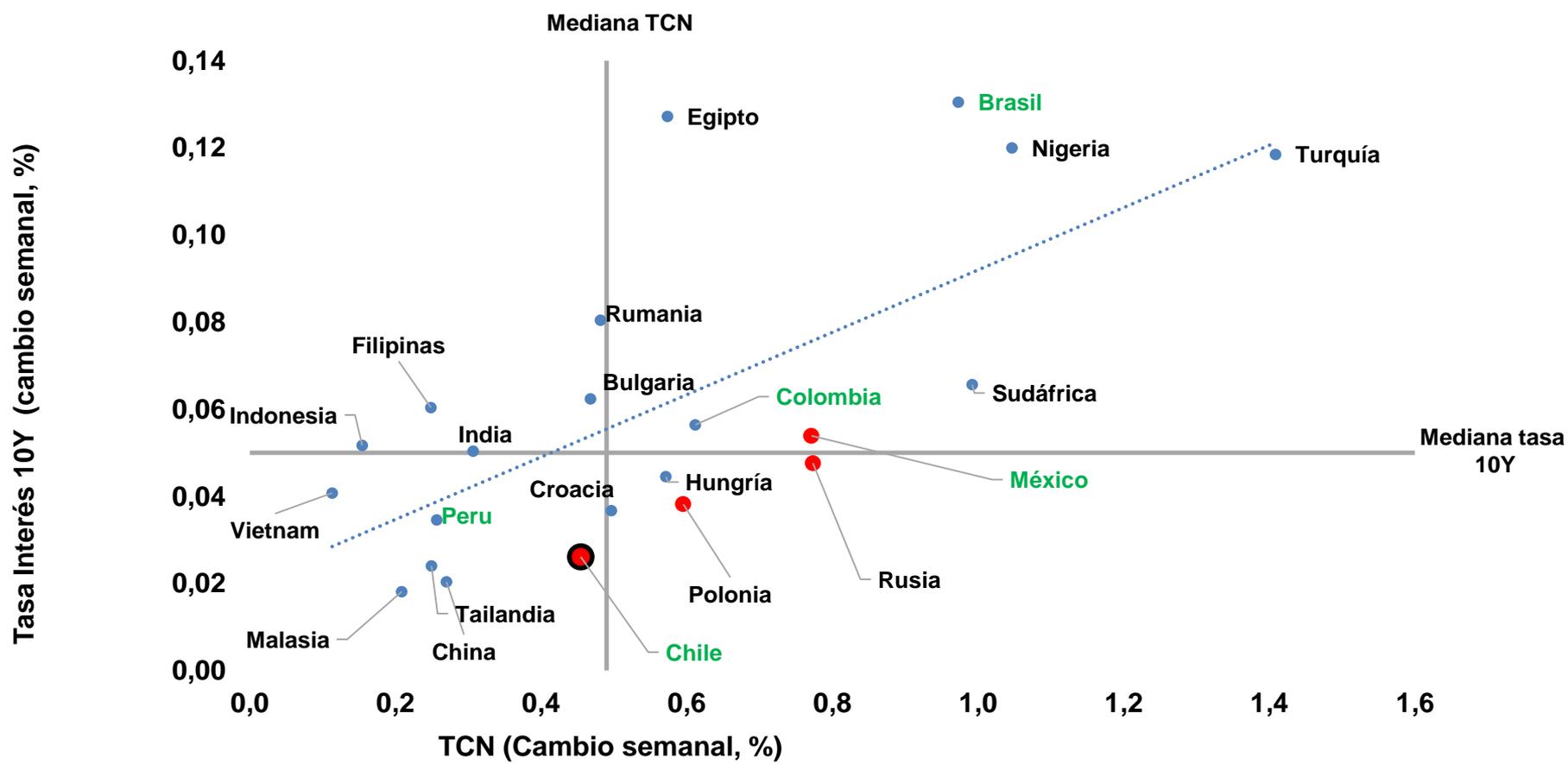
(1) Línea vertical indica inicio de proyecciones. LATAM incluye América Latina y el Caribe. (2) 2017 corresponde a promedio a la fecha. (3) TCR se presenta en niveles, aumento indica depreciación. Fuente: FMI y Bloomberg.



Elementos de soporte: regímenes cambiarios

Los países con tipo de cambio flotante tienden a evitar la excesiva volatilidad de tasas

Volatilidad cambiaria y tasa interés 10Y (*)
(muestra 2017-2018)

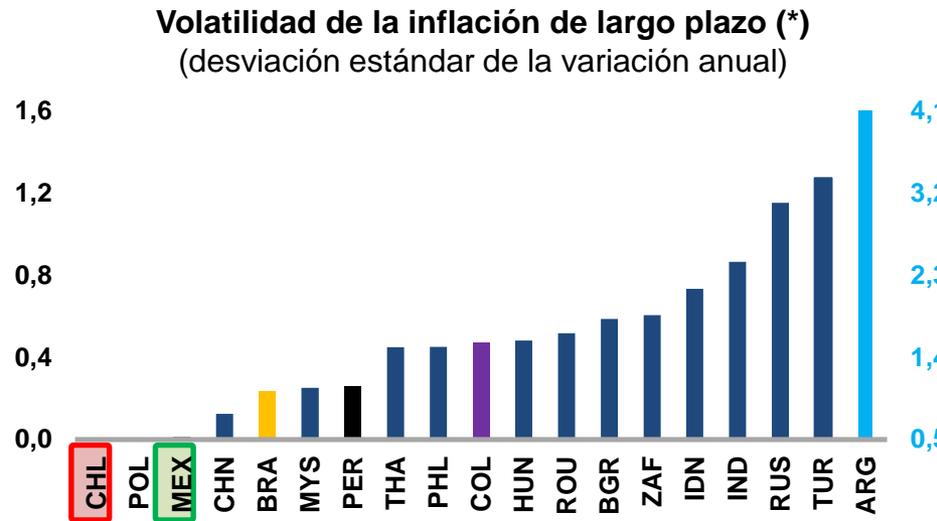
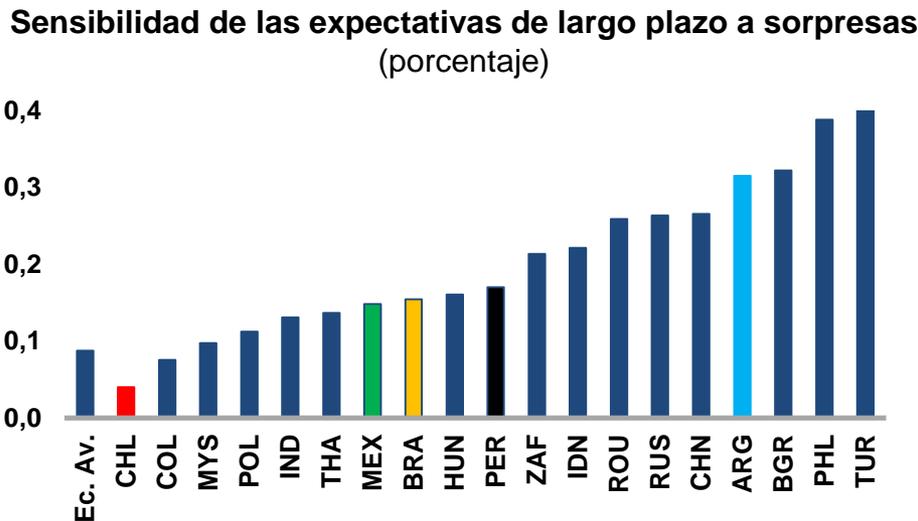
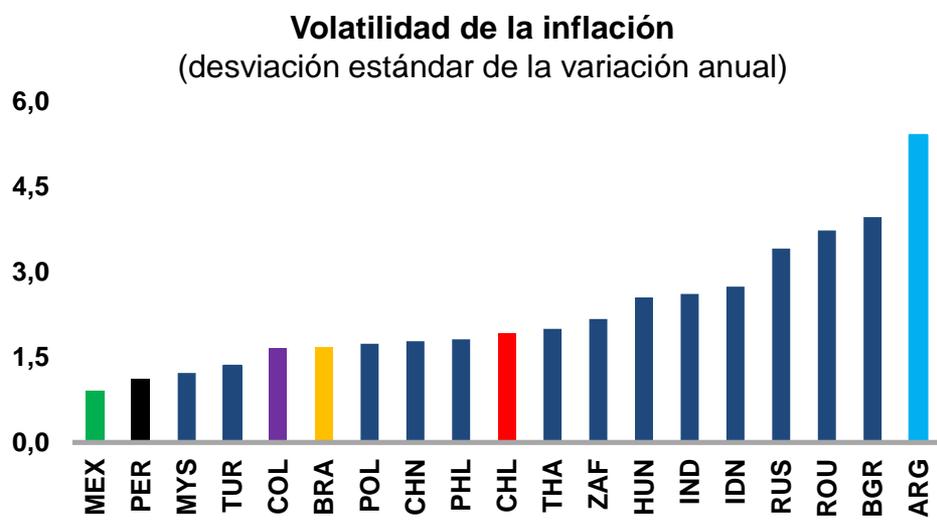


(*) Puntos rojos corresponden a economías con tipo de cambio libre según clasificación del FMI (*Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions, 2017*). Fuente: IMF and Bloomberg.



Elementos de soporte: convergencia inflacionaria

La región ha avanzado, con algunos matices, en el anclaje de expectativas inflacionarias

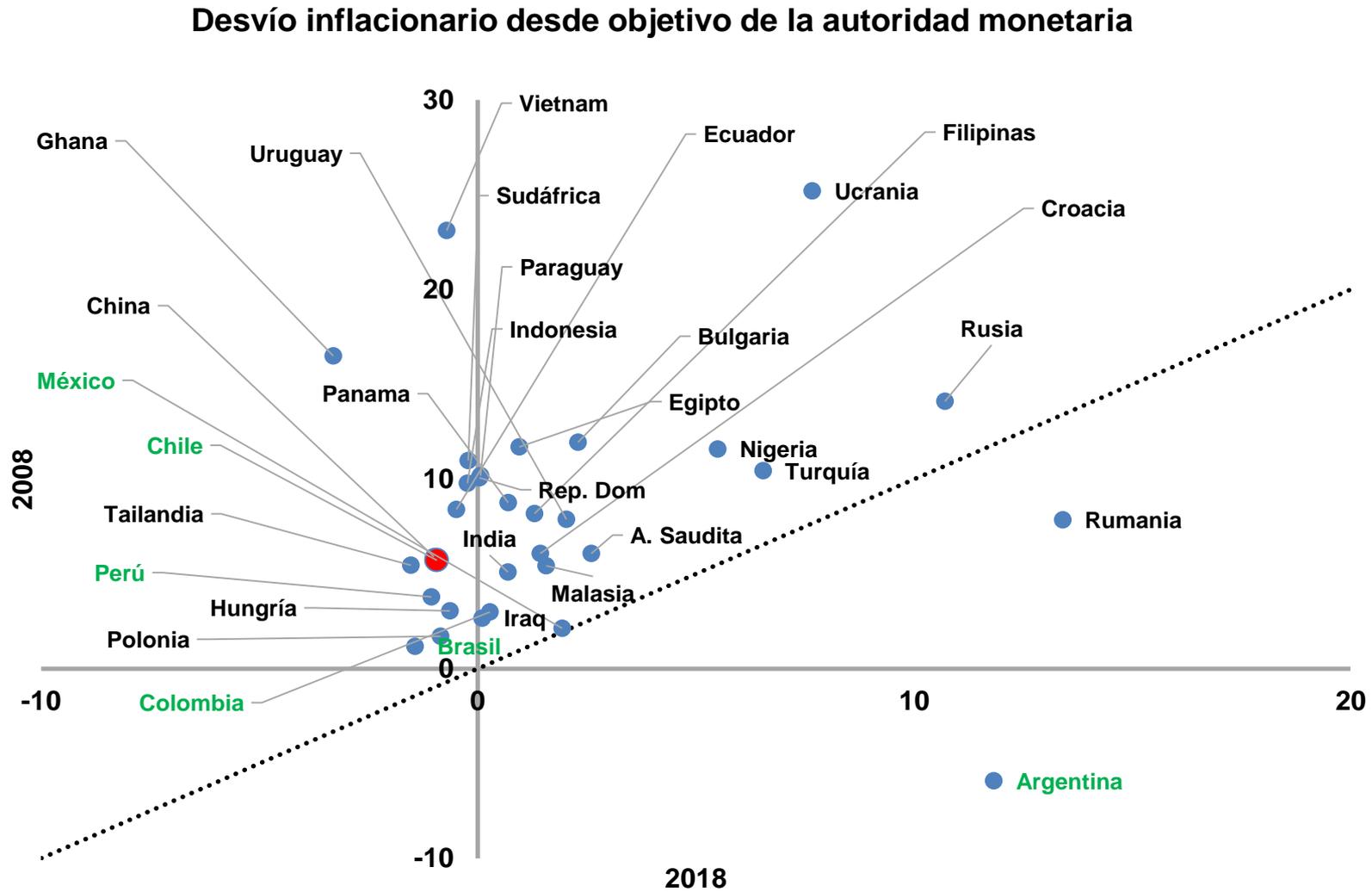


Muestra: 2004-2017. (*) Corresponde a la proyección de inflación a 5 años. Fuente: FMI World Economic Outlook.



Elementos de soporte: convergencia inflacionaria

Los desvíos respecto a las metas son menores que en 2007, dando margen a los BC para actuar en caso de ser necesario

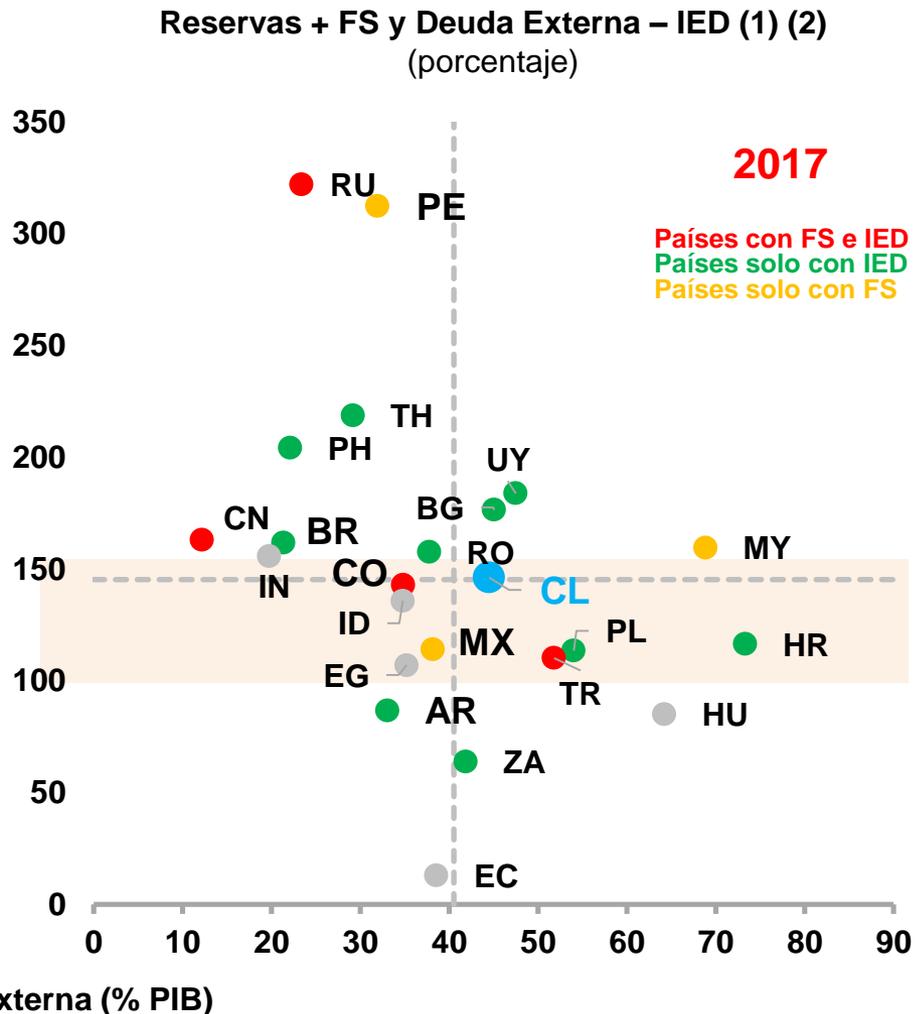
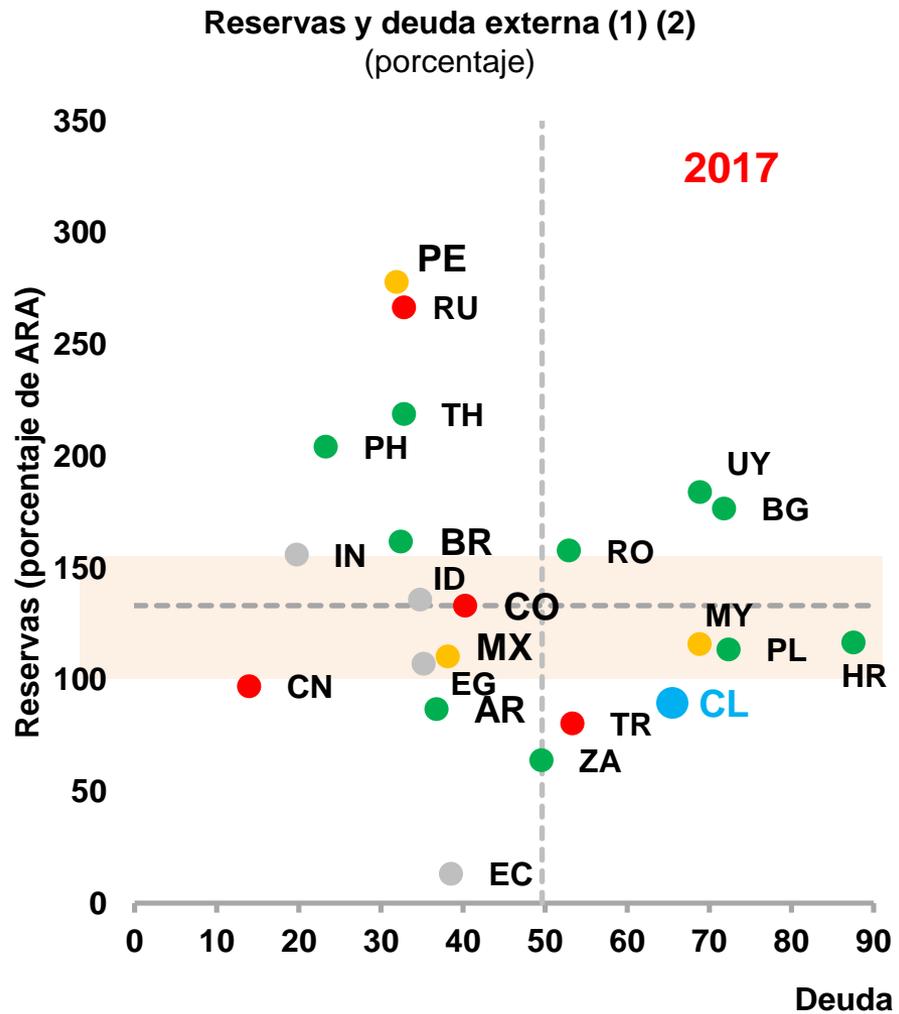


Fuente: Banco Central de Chile.



Vulnerabilidades: deuda externa y reservas

La región se ubica en una posición intermedia, especialmente cuando se considera la estructura de pasivos y activos internacionales

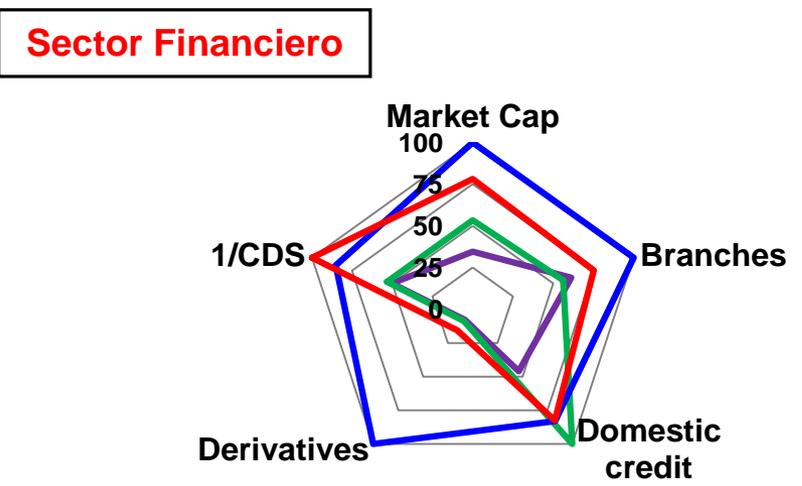
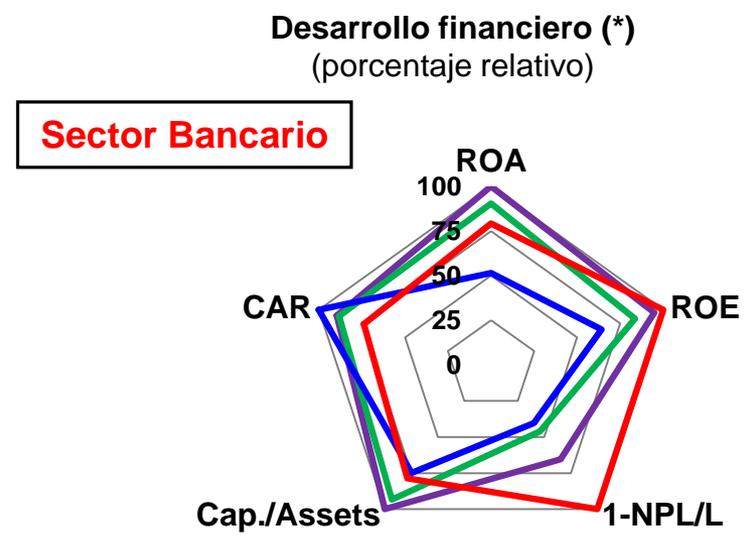
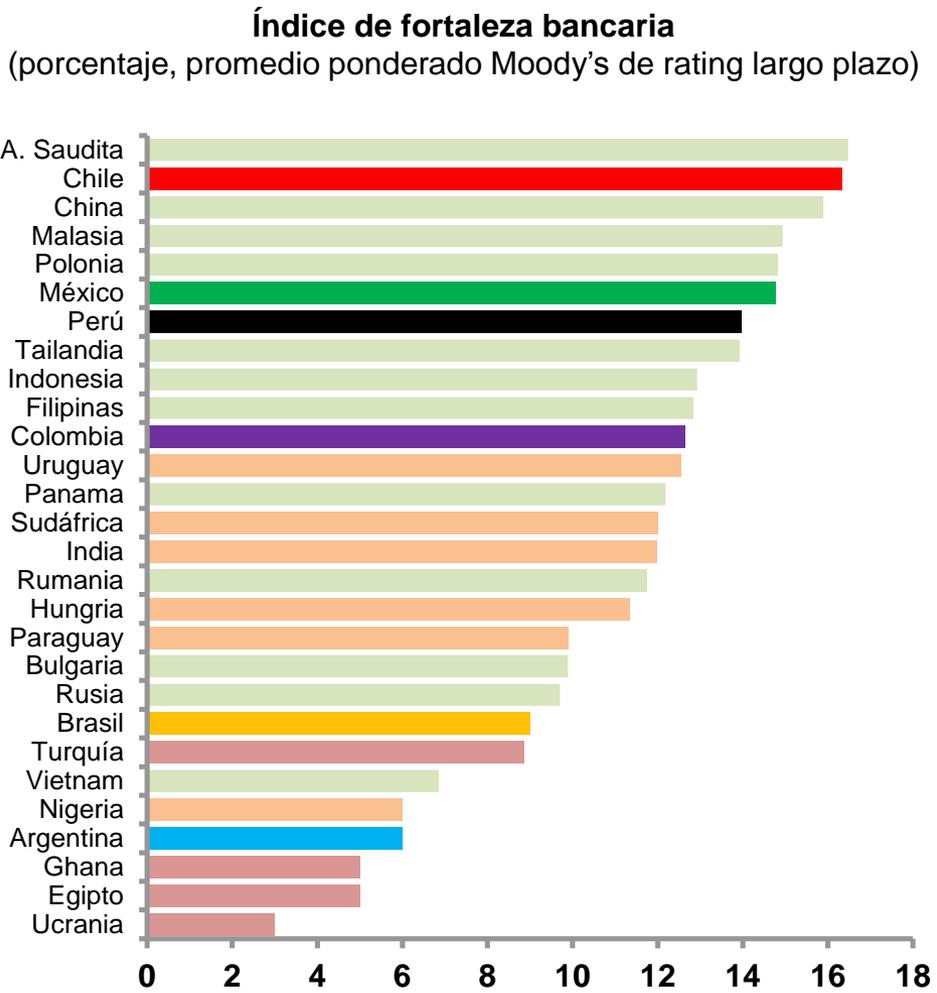


(1) Medición ARA: $TCN \text{ fijo (flexible)} = 10(5)\% \times \text{Exportaciones} + 10(5)\% \times \text{Base monetaria} + 30\% \times \text{Deuda CP} + 20(15)\% \times \text{Otras obligaciones}$
 (2) Línea punteada corresponde al promedio anual respectivo a cada serie sin considerar el valor máximo y mínimo. Fuentes: FMI, BM, SWFI y BCCh.



Elementos de soporte: sector bancario

Los riesgos son bajos en términos relativos. La región se encuentra por sobre la media, con excepción de Argentina



(*) Dato relativa al máximo de cada dimensión al final del 2016 o último dato disponible. Fuentes: Moody's y BCCH basados en información de IFS, BIS, WDI y FSI.

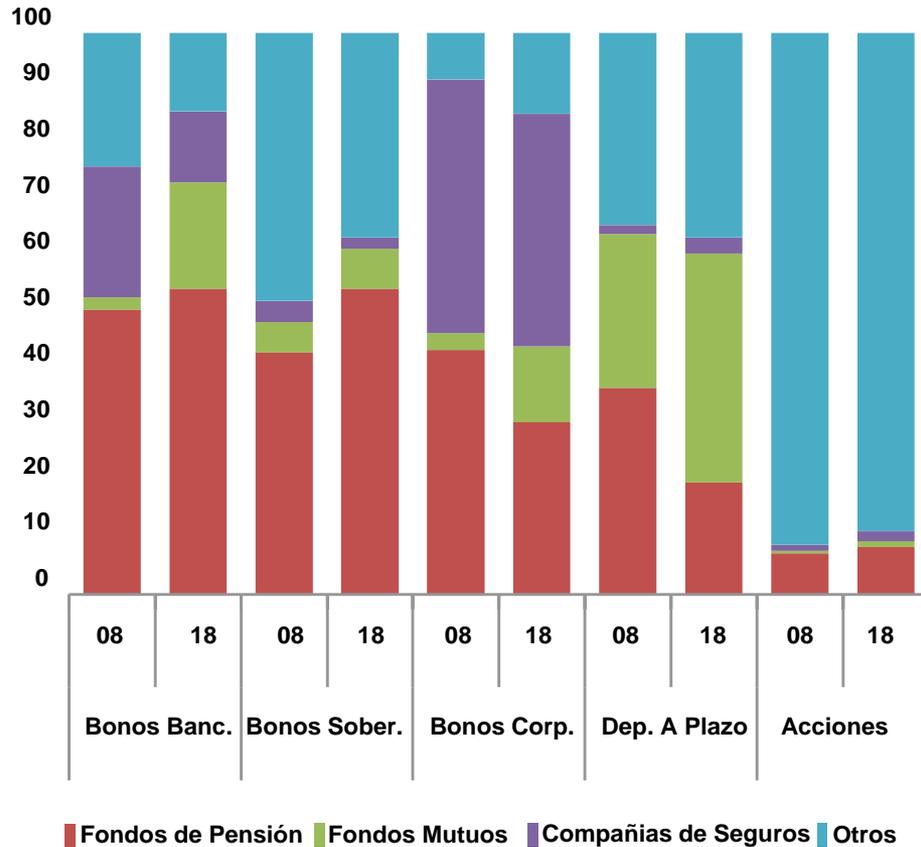
— LAC — EME — OECD — Chile



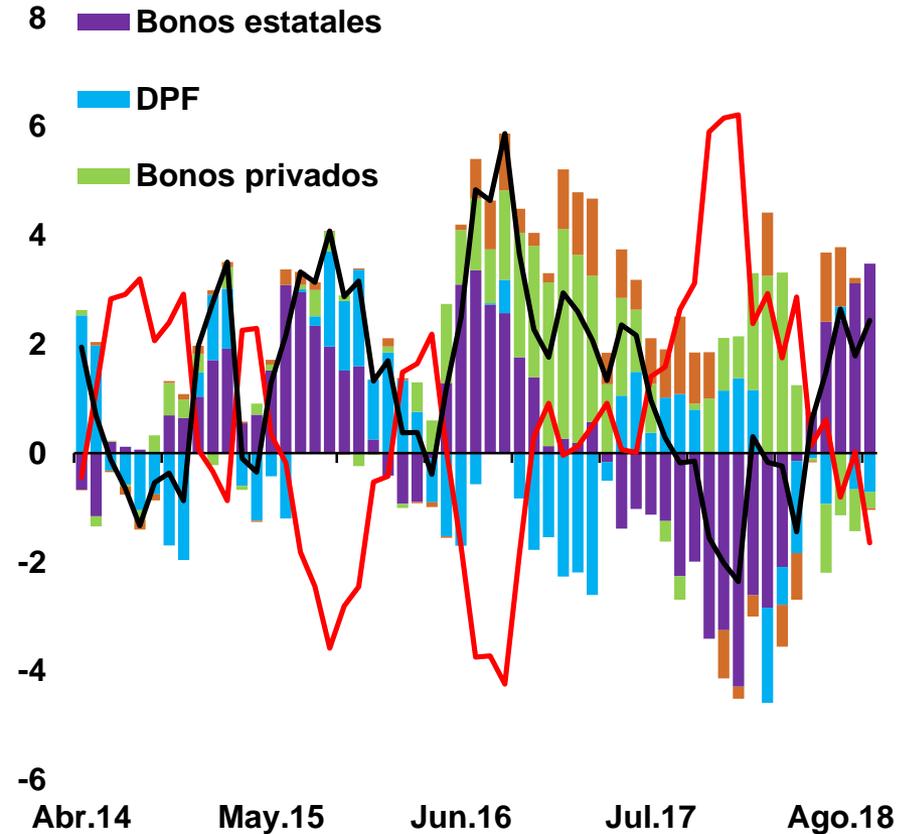
Elementos de soporte inversionistas institucionales

Los inversionistas institucionales pueden jugar un rol estabilizador en los mercados financieros

Chile: principales agentes tenedores de activos (porcentaje)



Chile: flujos de inversión de los fondos de pensiones (*) (miles de millones de dólares, suma móvil tres meses)



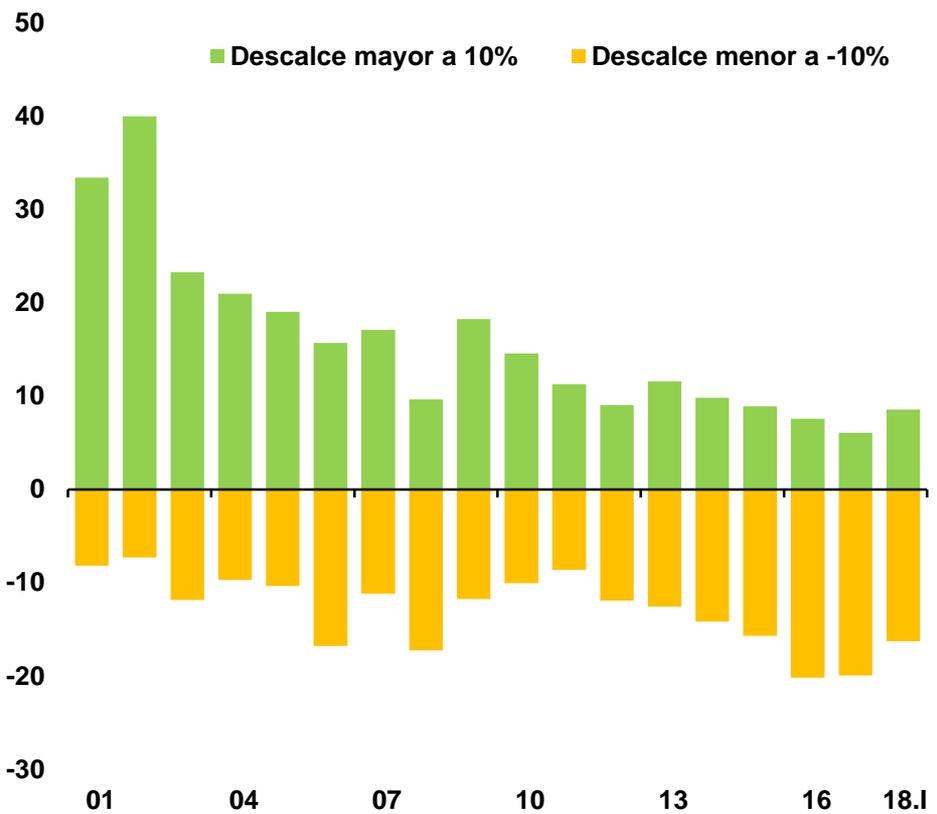
(*) Corresponde a los movimientos netos por instrumento. Incorpora compras, ventas, rescates y sorteos. No incluye vencimientos derivados, rebates, dividendos y cortes de cupón. Último dato actualizado al 12 de octubre de 2018. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones.



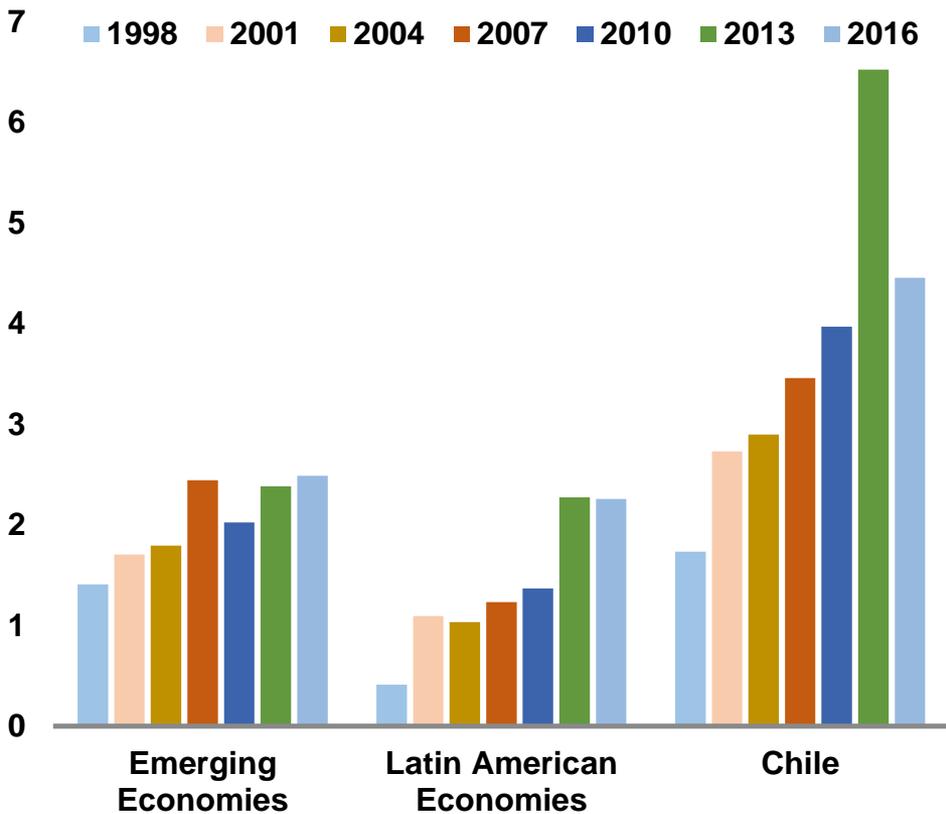
Elementos de soporte: mercado de derivados

El uso intensivo de derivados cambiarios, por su parte, permite a las firmas cubrir sus posiciones

Chile: descalce de empresas del sector corporativo (*)
(porcentaje de los activos totales)



Actividad en el mercado de derivados
(transacciones anuales, porcentaje del PIB)



(*) Considera una muestra de empresas que reportan sus balances en pesos. El descalce se calcula como pasivos en dólares menos activos en dólares, menos posición neta en derivados, sobre activos totales. Considera una muestra de empresas que reportan sus balances en pesos. No considera empresas estatales, y de los sectores Servicios Financieros y Minería. Datos anuales hasta el 2006. Tipo de cambio promedio del último mes del trimestre (o año) en el eje secundario. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.

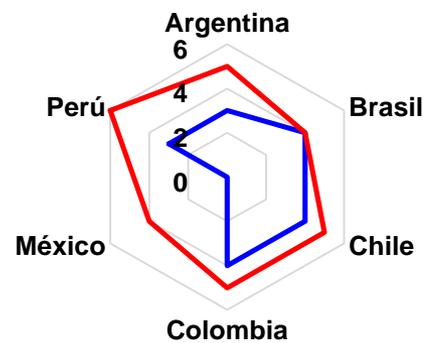


Elementos de soporte: medidas macroprudenciales

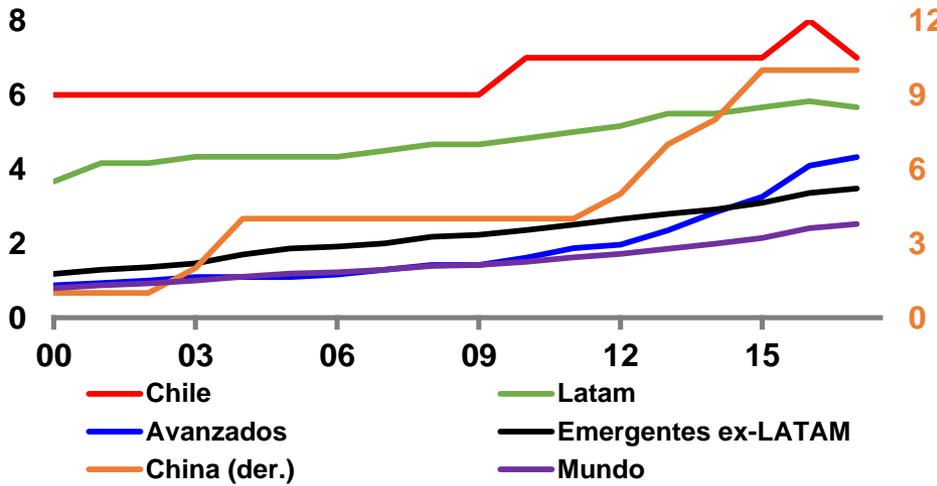
Los países de la región han avanzado en la implementación de medidas macroprudenciales, especialmente financieras

- Medidas sobre instituciones financieras**
(Cerutti *et al.*, 2015)
- DP:** Dynamic Loan-Loss Provisioning in upturns
 - CTC:** General countercyclical capital buffer
 - LEV:** Leverage Ratio (limit to exceed a fixed minimum ratio)
 - SIFI:** Capital surcharges on Systemically Important Fin. Institutions
 - INTER:** Limits on Interbank Exposures
 - CONC:** Concentration Limits
 - FC:** Limits on Foreign Currency Loans
 - RR_REV:** FX and/or Countercyclical Reserve Requireriments
 - CG:** Limits on Domestic Currency Loans
 - TAX:** Levy / Tax on Financial Institutions

Medidas macroprudenciales sobre instituciones financieras
2007 vs 2017



Medidas macroprudenciales
(número)

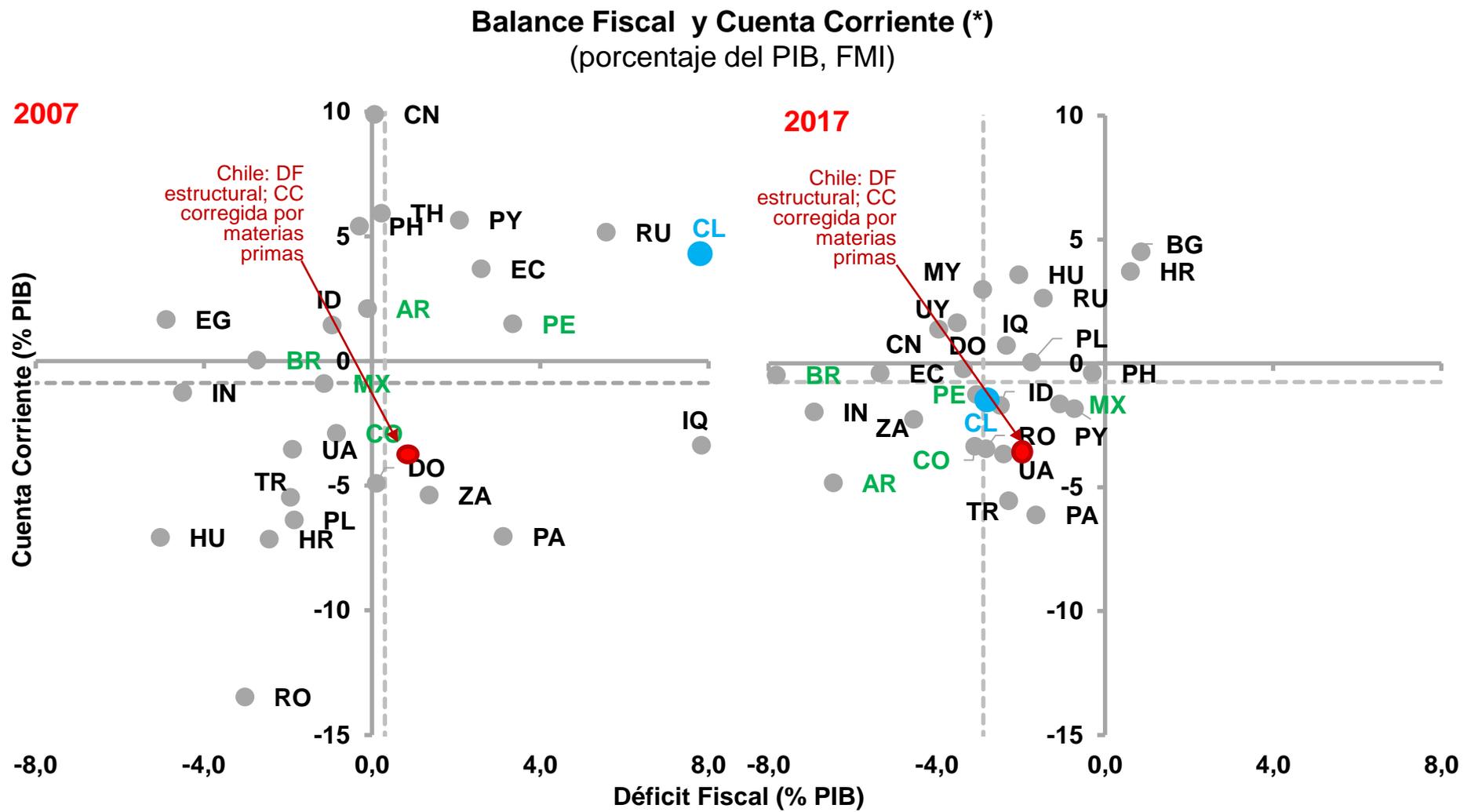


Fuente: Actualización 2018 de Cerutti, Claessens, y Laeven (2017) "Macroprudential Policy Dataset," de Cerutti, Claessens, y Laeven (2017) "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence," *Journal of Financial Stability* 28: 203-224.



Vulnerabilidades: déficit fiscal y cuenta corriente

En estas dimensiones las economías de la región estarían en una peor posición respecto a 2007, pero las diferencias se aminoran al considerar el efecto del ciclo de precios de materias primas



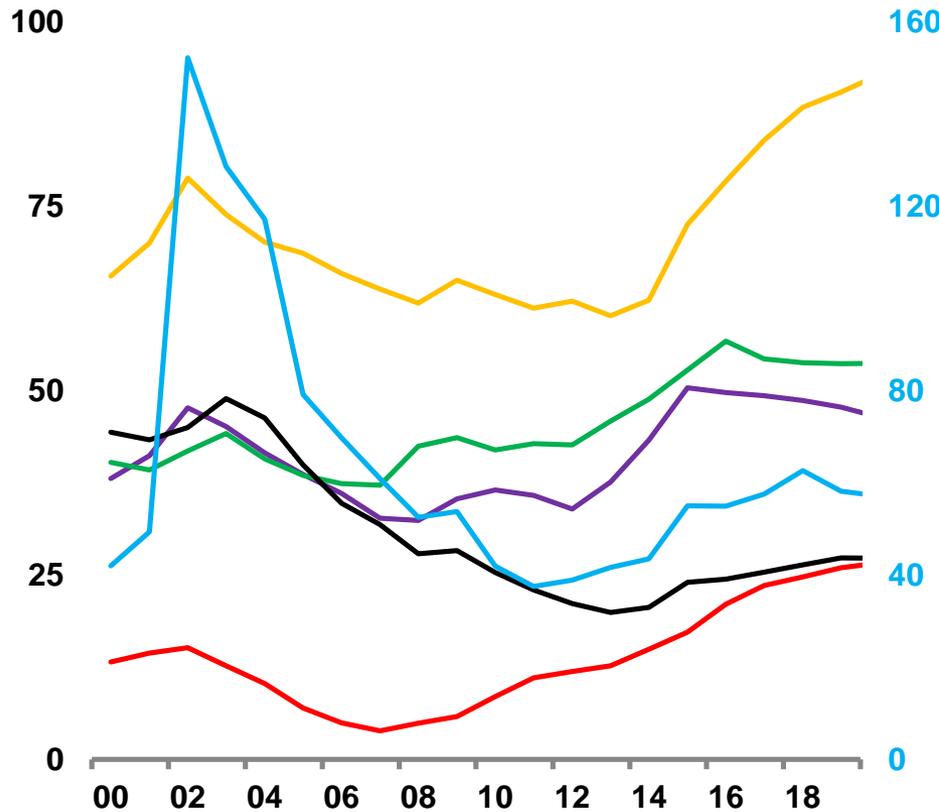
(*) Línea punteada corresponde al promedio anual respectivo a series sin considerar el valor mínimo y máximo. Fuente: FMI y BCCh.



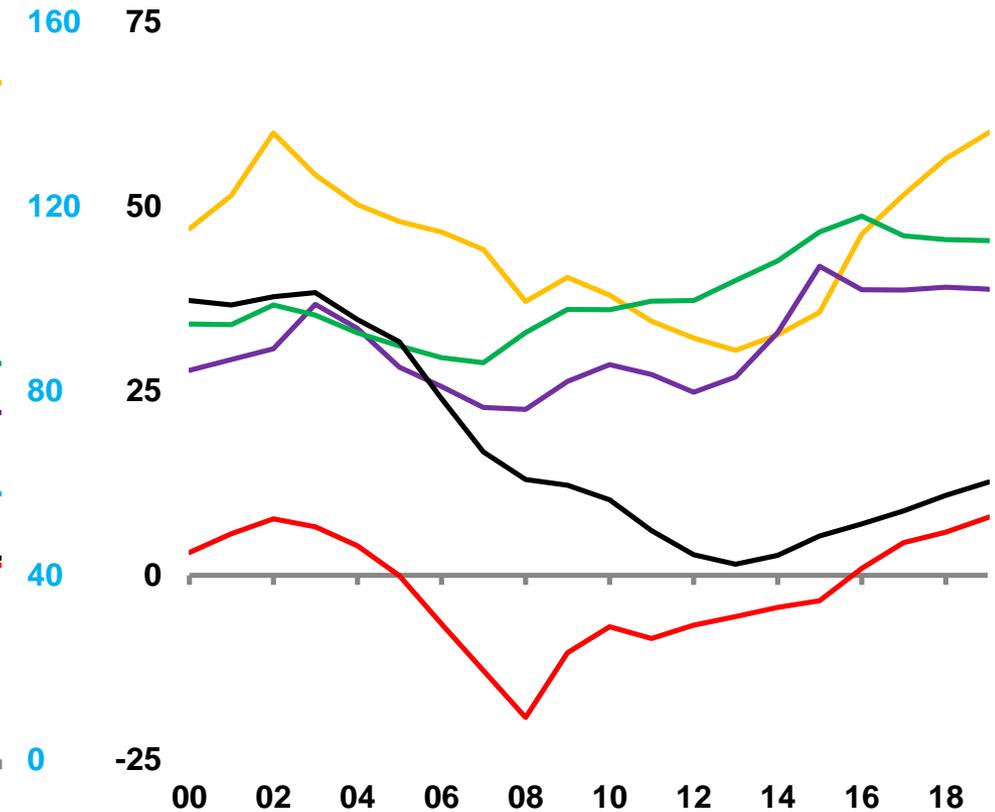
Vulnerabilidades: deuda bruta y neta

En general, los niveles de deuda pública han crecido respecto a 2007, lo que limitaría el accionar fiscal

Deuda bruta gobierno general (porcentaje del PIB)



Deuda neta del gobierno general (porcentaje del PIB)



— ARG — BRA — CHL — COL — MEX — PER

Fuente: FMI.



Comentarios finales

- A diez años de la CFG, los bancos centrales de EAs aun se encuentran en un proceso de normalización de la política monetaria. Decisiones de política, especialmente en EEUU, hacen que el proceso de normalización sea más inusual e incierto de lo que originalmente pensaban los principales bancos centrales
- Las EMEs están expuestas a cambios en el sentimiento del mercado. Algunas ya han sufrido, aunque en general, la volatilidad continúa contenida y los mercados han discriminado entre EMEs. Hasta ahora, parecen dominar las características idiosincrásicas
- Sin embargo, es probable que la volatilidad de las EMEs continúe y se avecinen más episodios de menor riesgo. En momentos como estos, tanto los inversores como las autoridades deben mirar más allá de los indicadores convencionales para evaluar las fortalezas y debilidades financieras de los países
- Los fundamentos macro siguen siendo tan importantes como siempre. La composición y estructura de la deuda puede ser tan importante como su tamaño. Lo mismo se aplica a las reservas. El marco de política macro es una señal adicional de vulnerabilidad o resiliencia



Comentarios finales

- El régimen cambiario es un componente crucial del marco de política macro en EMEs para amortiguar *shocks* externos, especialmente cuando es implementado por un banco central creíble. La credibilidad, sin embargo, no se crea por decreto
- Un régimen de tipo de cambio flexible es más efectivo como amortiguador cuanto menor es la exposición de tipo de cambio de los agentes económicos clave. Los países con flotación cambiaria pueden experimentar tanta volatilidad de tipo de cambio como otros. Así, la volatilidad no es una medida de la vulnerabilidad del país.
- Existen algunos focos de atención en la perspectiva futura: recuperación de holguras consumidos durante años previos que permiten a la política macroeconómica actuar de manera contracíclica (mayor capitalización bancaria y consolidación fiscal)





Latinoamérica ante episodios de volatilidad financiera

Seminario interno CEPAL
“Latin America and EU Regionalism”

Mario Marcel

Presidente

Banco Central de Chile

10 de enero de 2019