



Normalización de las condiciones financieras globales: riesgos, amenazas y desafíos para las economías emergentes

Seminario “*Mirando al 2019 y más allá*”

Organizado por Copeval y Contémpora en beneficio del Hogar de Misión de María

Mario Marcel

Presidente, Banco Central de Chile

20 de noviembre de 2018

Agenda

1. Ciclo global y normalización de política monetaria en economías avanzadas
2. ¿Qué tan vulnerables son las EMEs a las condiciones económicas globales?
3. Fortalezas de la economía chilena
4. Desafíos relevantes



El cambiante entorno macro

- **Dos años atrás...**

- La recuperación de la Crisis Financiera Global en su punto crítico; crecimiento sincronizado en las economías avanzadas (EA); tiempo de pensar en retirar el estímulo acomodaticio y la política monetaria heterodoxa en EAs
- Mientras tanto, China puso en marcha una estrategia para reequilibrar el crecimiento, reduciendo las presiones sobre la inversión de capital, los mercados financieros, y el medio ambiente
- Perspectiva gradual de la normalización, cuidadosamente elaborada y coordinada—inusual para los ciclos económicos internacionales
- Esto se reflejó muy bien en los comunicados de política monetaria de los principales bancos centrales, que generalmente se referían a las condiciones financieras globales y riesgos
- Existían riesgos sustanciales que se esperaba se contuvieran mediante un ajuste gradual y *forward guidance*, dando la oportunidad a diferentes actores de adaptarse y prevenir

- **El Brexit y las elecciones en EEUU alteraron significativamente este panorama introduciendo incertidumbre sobre decisiones de política ...**

- La globalización ha sido desafiada desde su núcleo duro
- Política fiscal procíclica en EEUU

- **... reforzada por incertidumbre sobre temas estructurales**

- Baja inflación de precios y salarios
- Brechas de producto y tasas de interés neutrales inciertas

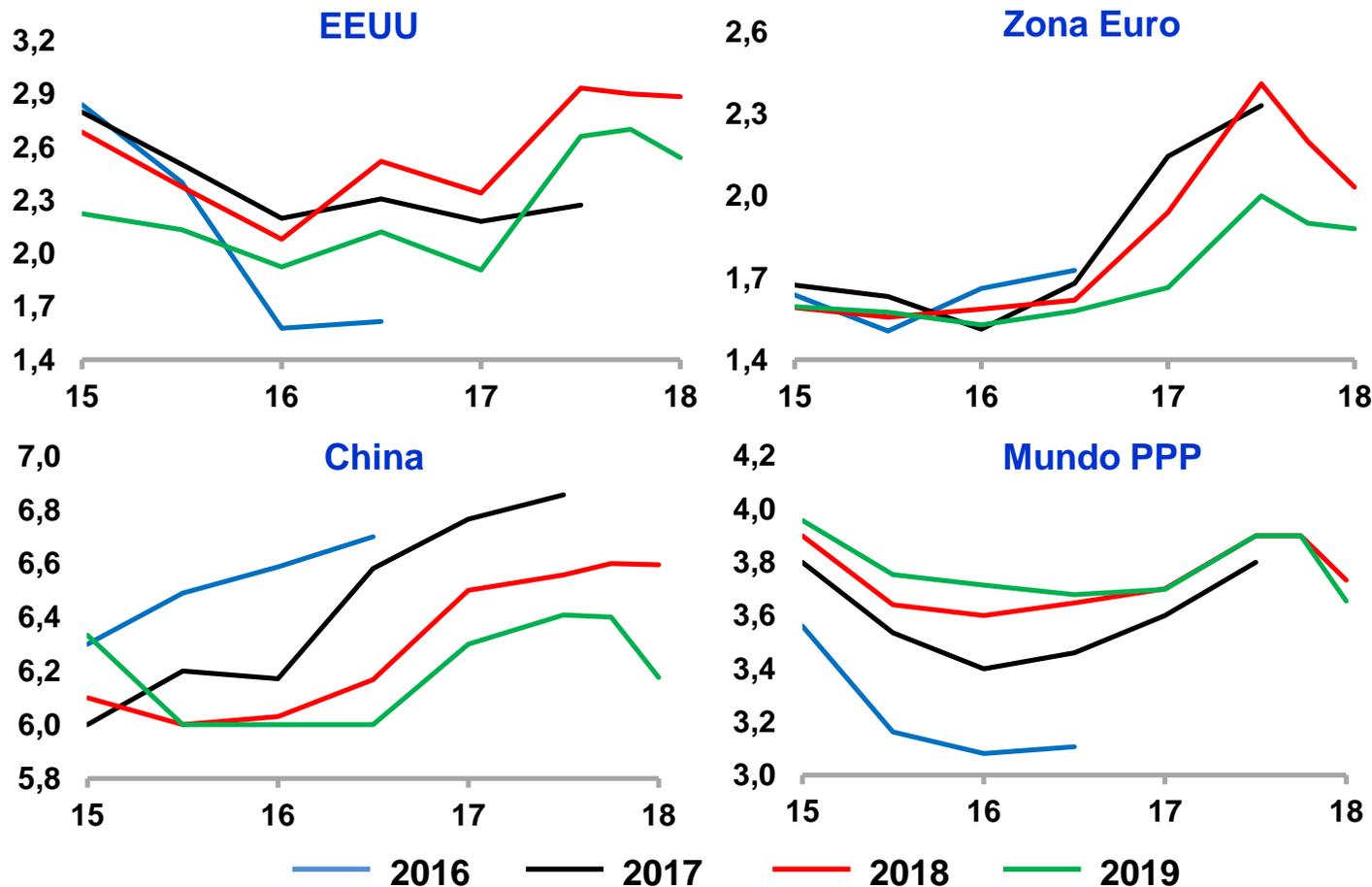
- Si bien las condiciones económicas globales siguen siendo ampliamente favorables, los riesgos a la baja crecen y toman forma, especialmente para economías emergentes (EMEs)



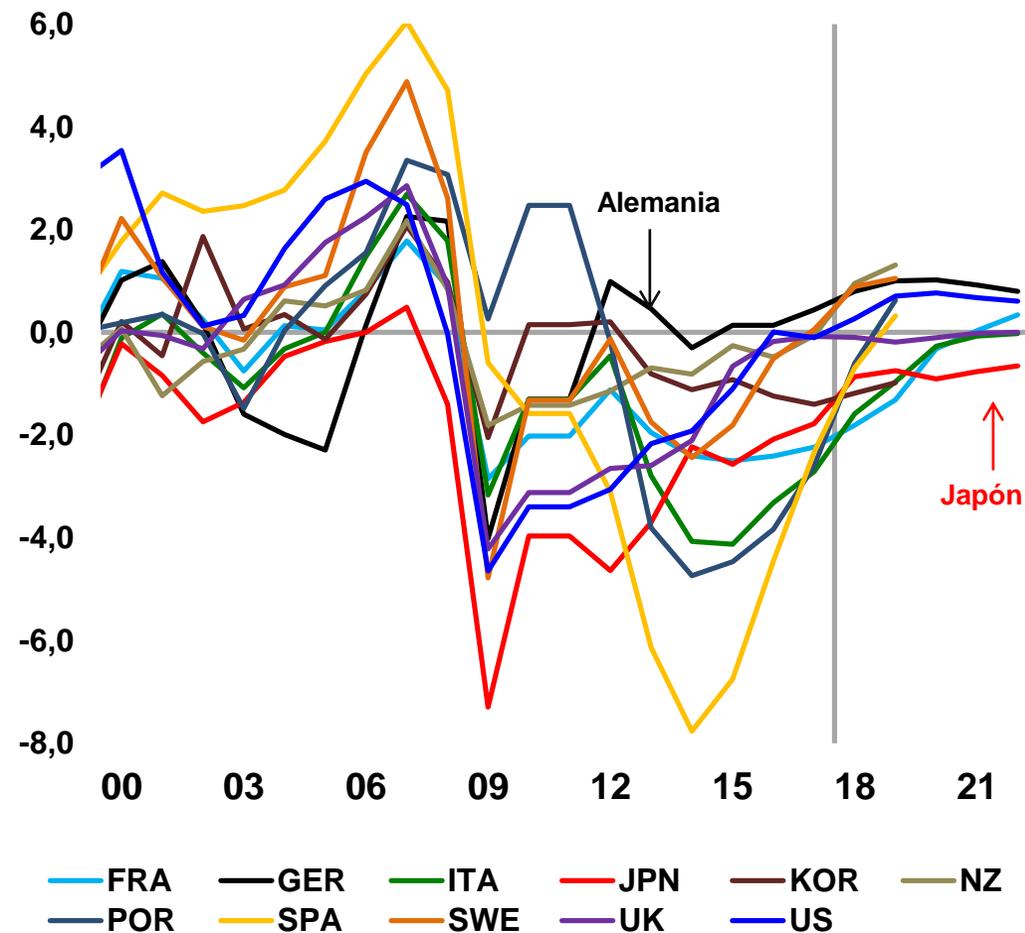
Actividad global

Se modera visión (aún) positiva para el crecimiento de EAs. El peak del ciclo se produjo a fines de 2017 y las brechas de actividad se han ido cerrando

Proyecciones de crecimiento
(variación anual, porcentaje, WEO)

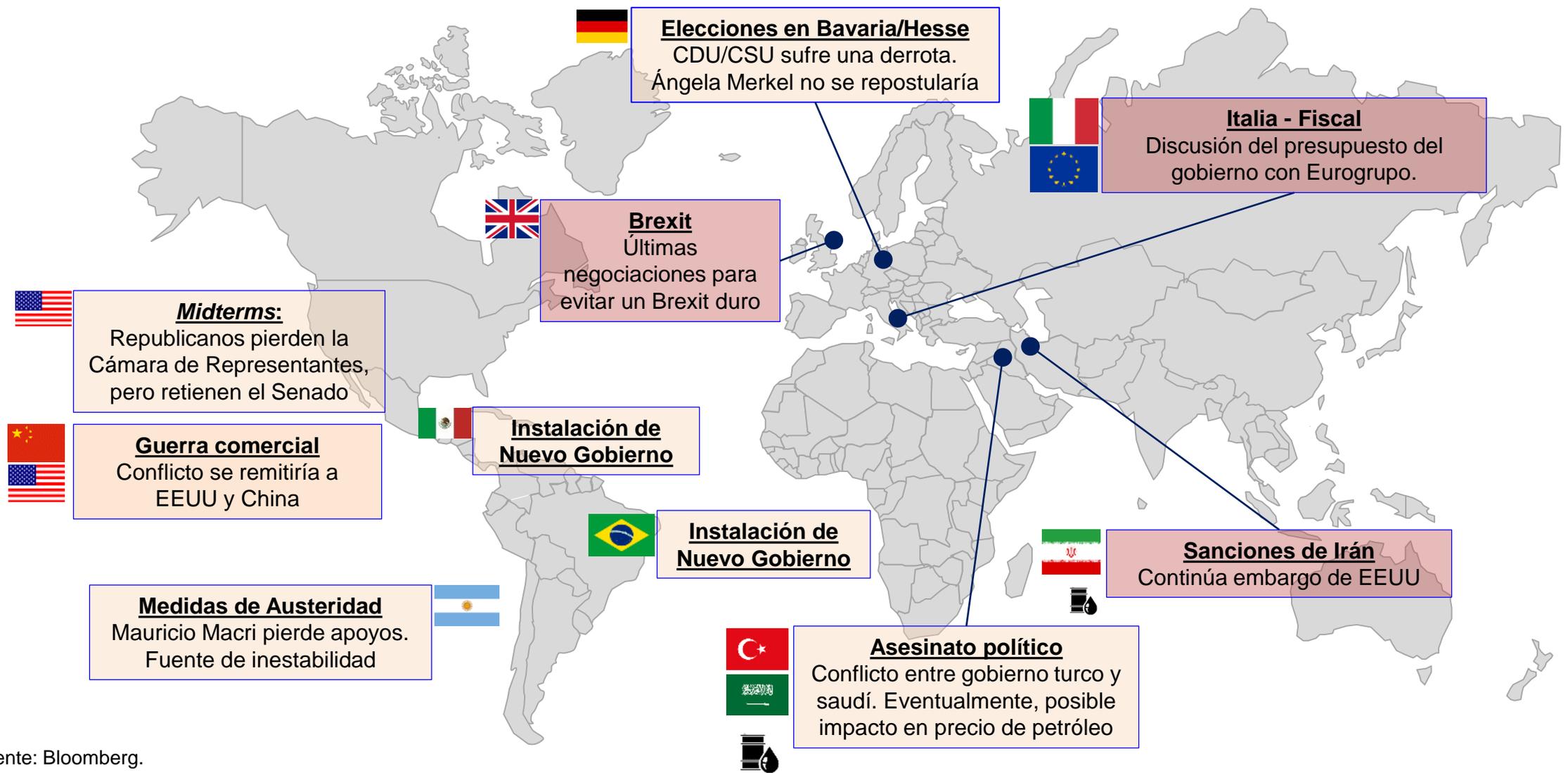


Brechas de producto
(porcentaje del PIB potencial, WEO)



Focos de tensión

Se mantienen varios riesgos y se añaden algunos nuevos en materia de política internacional



Fuente: Bloomberg.

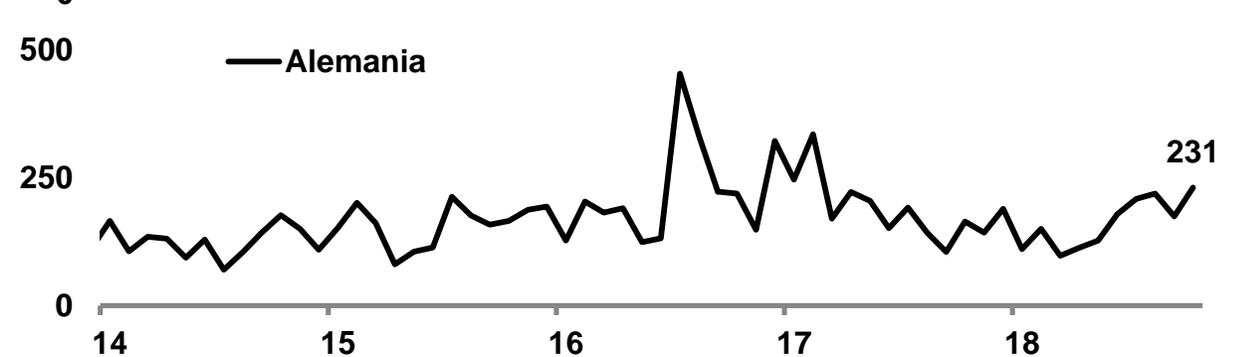
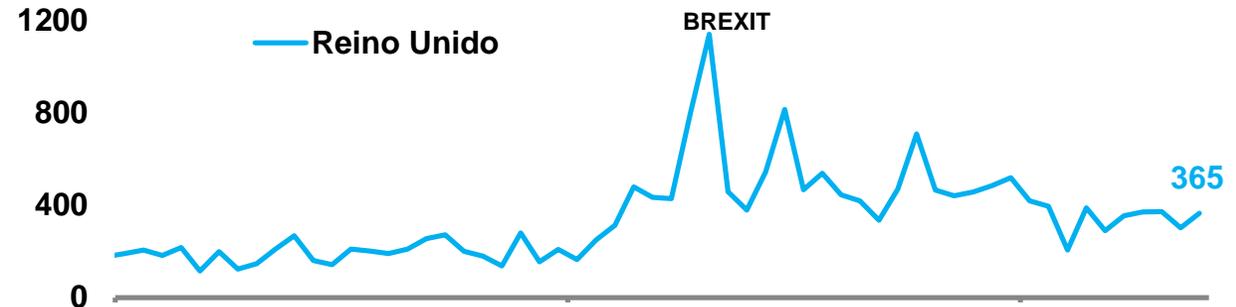
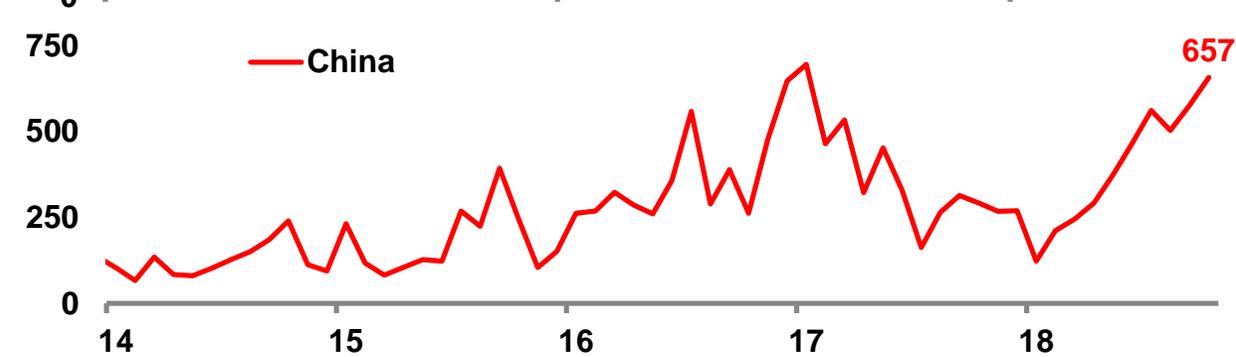
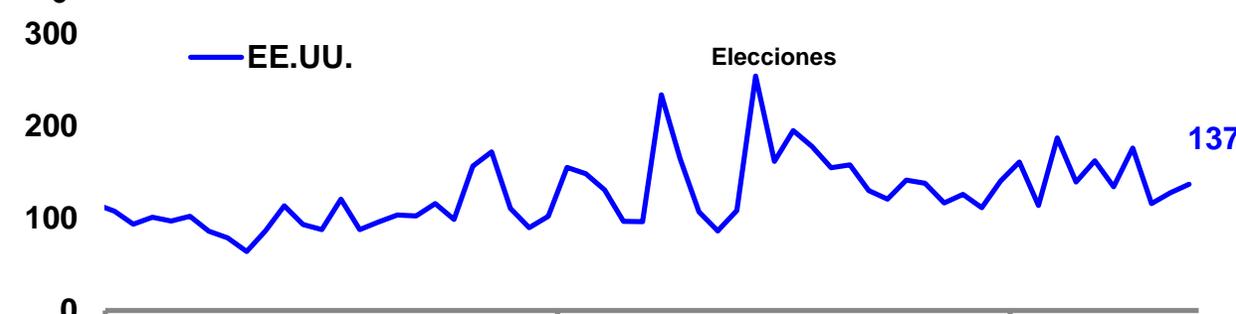


Indicadores de incertidumbre de política económica

El EPU se mantiene relativamente elevado, especialmente en China. A nivel global aún está bajo otros episodios recientes

Índice de Incertidumbre de Política Económica

(índice)

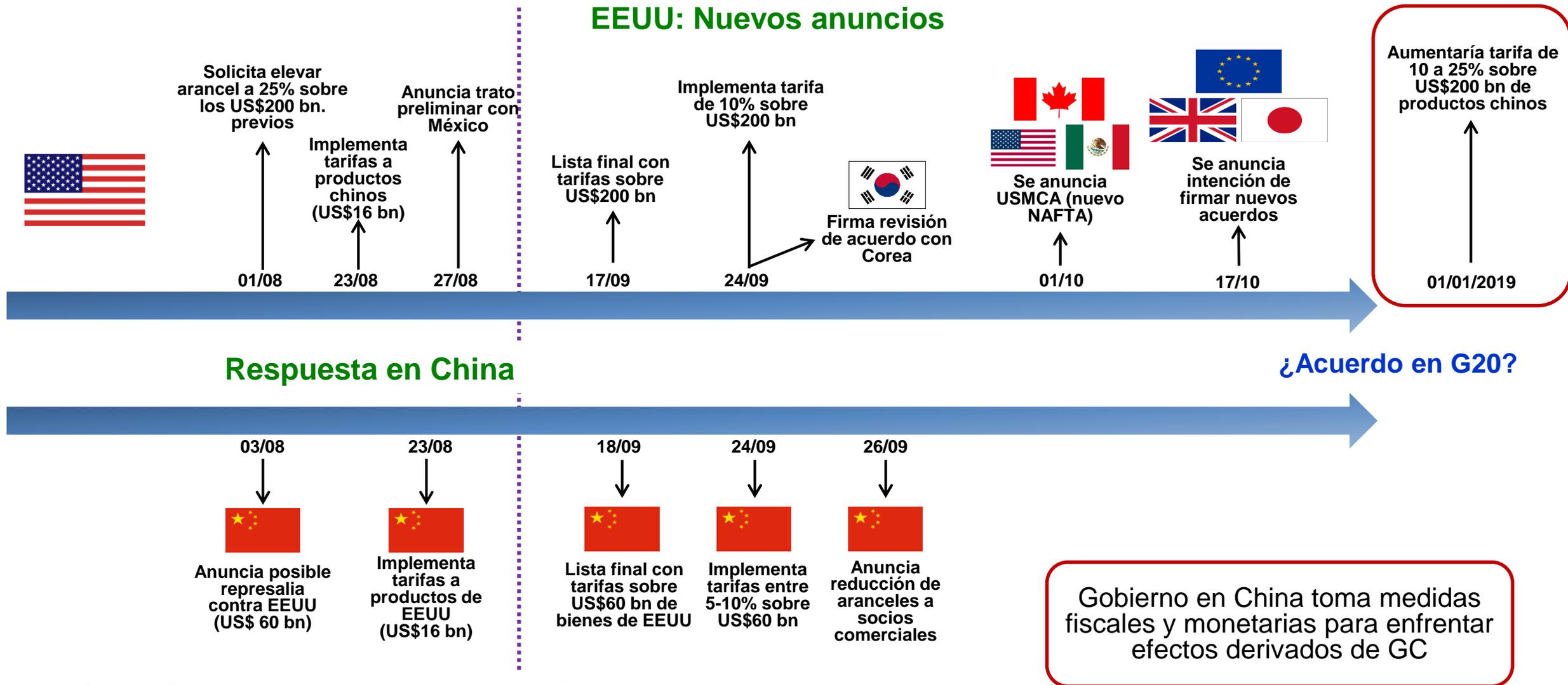


Fuente: Bloomberg.



Tensiones comerciales

Conflicto comercial entre EEUU y China añade incertidumbre al escenario global



Política en EAs

Por su parte, en Europa sobreviven varios focos de tensión, donde destaca la negociación del Brexit y presupuesto italiano



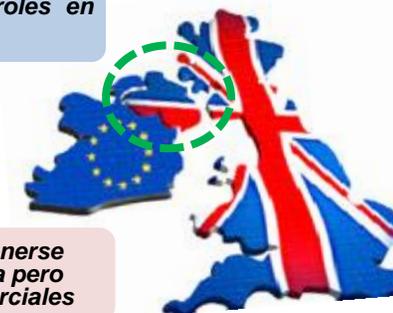
Brexit

- Se anuncia acuerdo de salida; situación en Irlanda como tema clave
- PM presenta acuerdo a gabinete, renuncian ministros claves
- Partidarios y detractores del Brexit critican el acuerdo, que debe ser sometido a votación “significativa” en el Parlamento
- Se reúnen firmas para voto de confianza en PM
- Mecanismos para prolongar periodo de transición un año más (Diciembre-2021)

UE propone controles en puertos británicos



RU propone mantenerse en Unión Aduanera pero con tratados comerciales



Presupuesto Italiano

- Gobierno euroescéptico propone elevar déficit fiscal
- Valores propuestos amenazan senda de convergencia fiscal
- Borrador fue rechazado por la Comisión Europea
- Italia tiene un plazo de tres semanas para presentar cambios (13/nov)
- De no hacerlos, el país se expone a PDE
- Eventuales sanciones llegarían a 0.5% del PIB (*nunca aplicadas*)

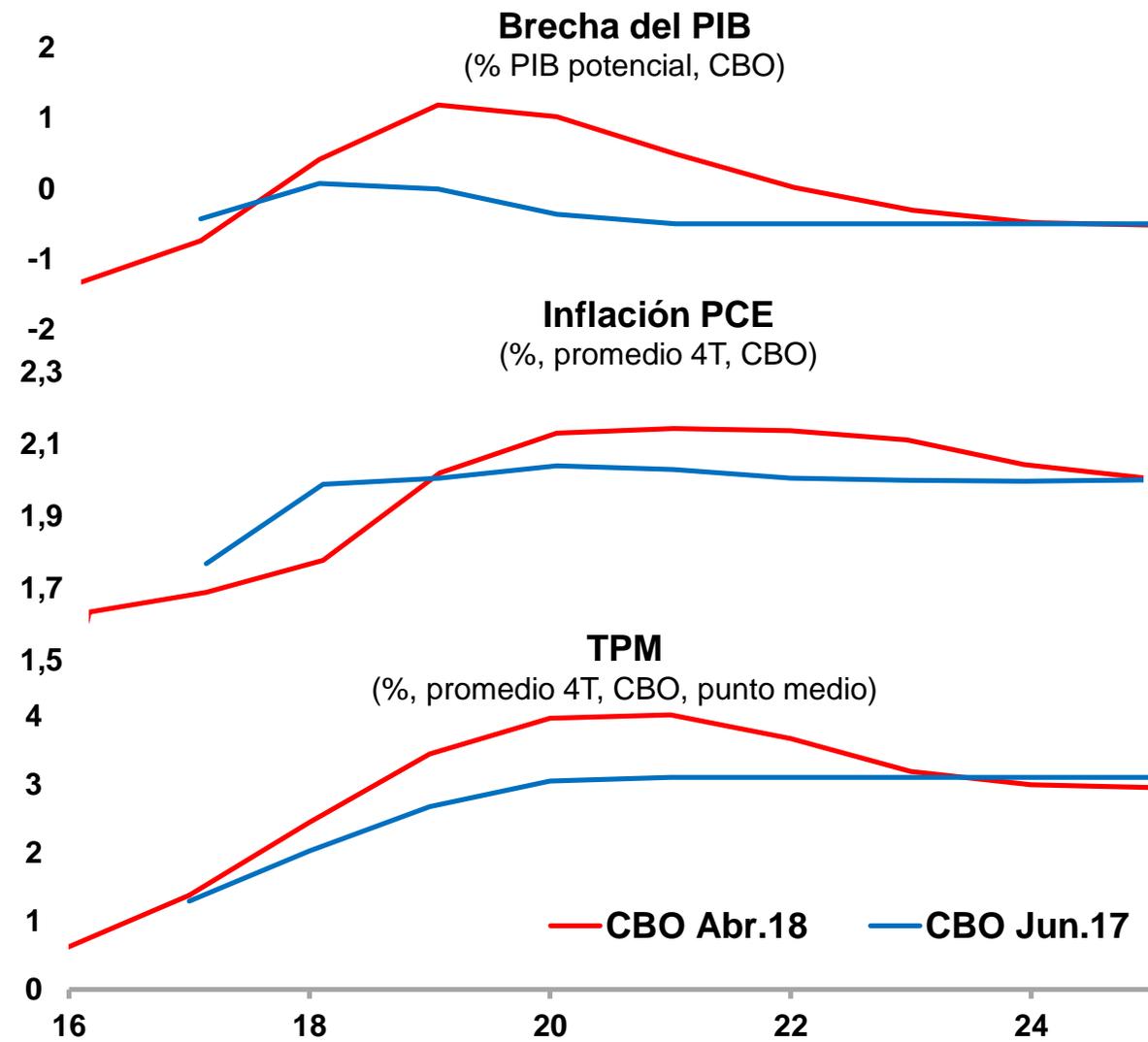
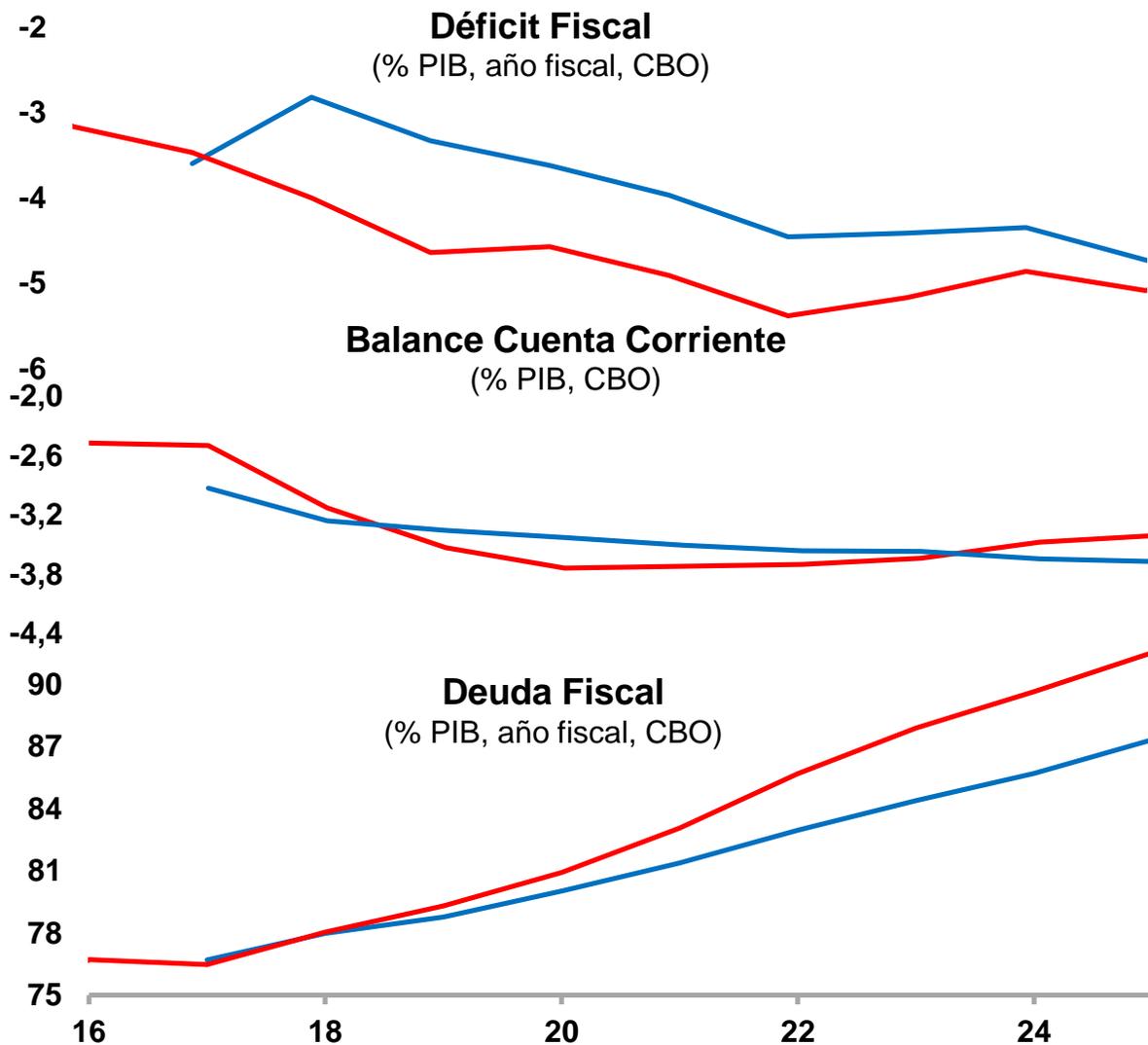
Sinopsis Macro

(porcentaje, UBS)

Indicador	Reporte	2018	2019	2020	2021
Balance Fiscal	<i>Abril</i>	-1,6	-0,8	0,0	0,2
	Act.	-1,8	-2,4	-2,1	-1,8
<i>Crec. PIB</i>	<i>Abril</i>	1,5	1,4	1,3	1,2
	Act.	1,2	1,5	1,6	1,4
<i>Deuda/PIB</i>	<i>Abril</i>	130,8	128	124,7	122
	Act.	130,9	130	128,1	126,7
Balance Estructural	<i>Abril</i>	-1,5	-0,8	-0,2	-0,2

Riesgos en EEUU

En EEUU hay un riesgo de sobrecalentamiento por impulso fiscal, que podría derivar en mayor endurecimiento de la Fed. Crece probabilidad de hard landing a fin del horizonte

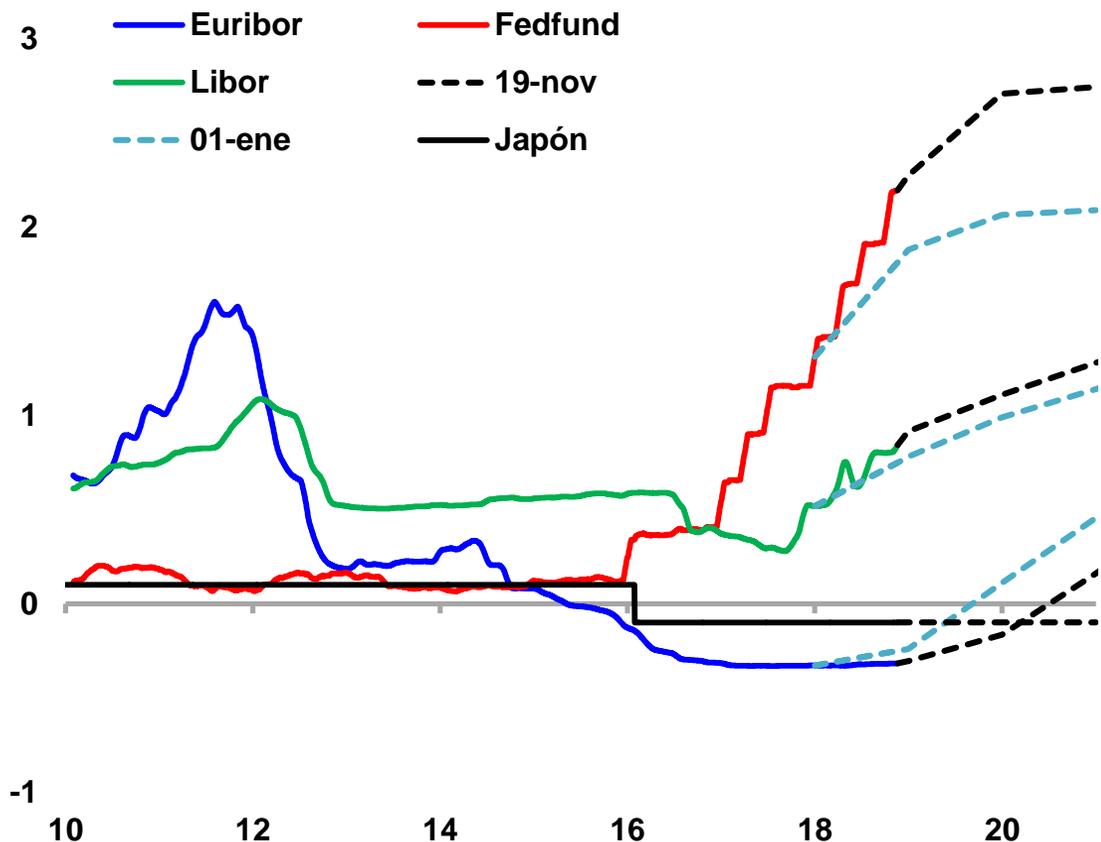


Normalización monetaria: *de facto*

La Fed está a medio camino del proceso de normalización de la política monetaria, mientras que el resto de EAs están a punto de iniciar ajustes en sus programas de QE

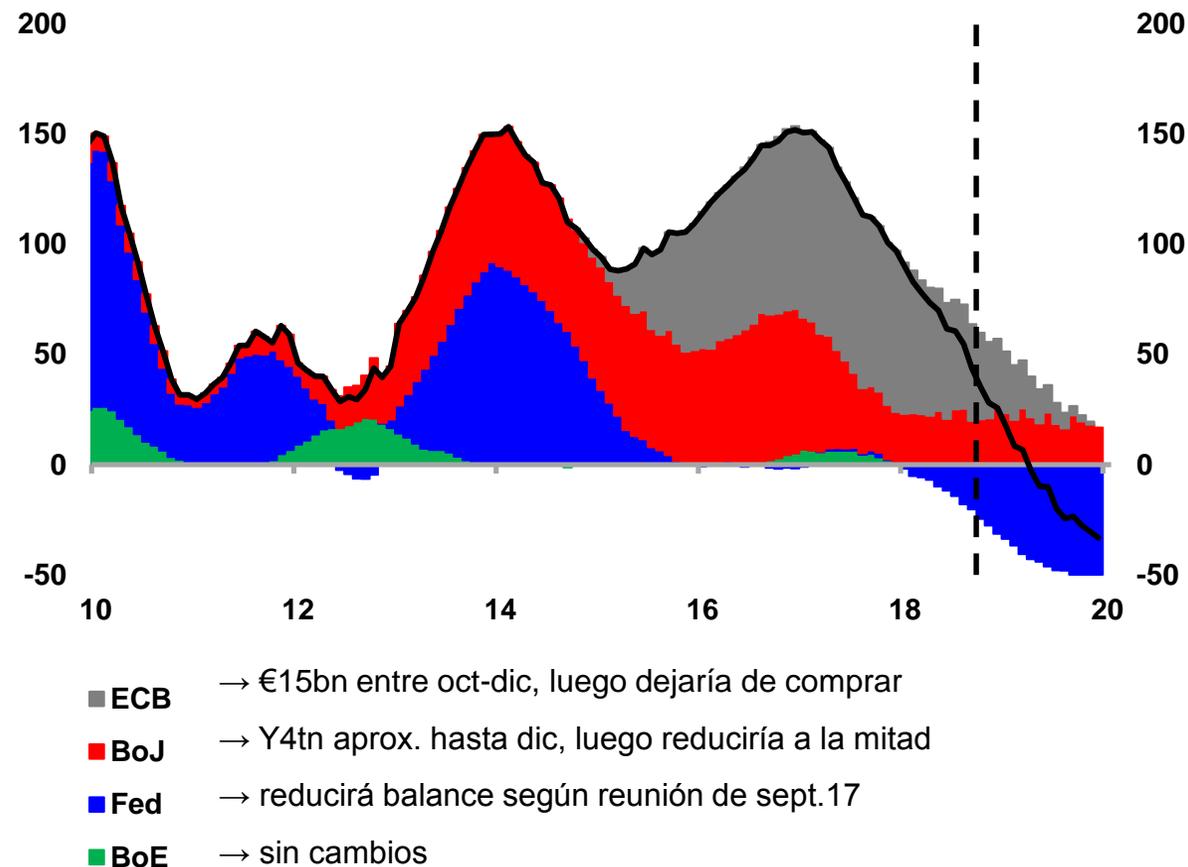
Expectativas de tasa de política monetaria

(a diciembre de cada año; porcentaje)



Flujos de principales bancos centrales

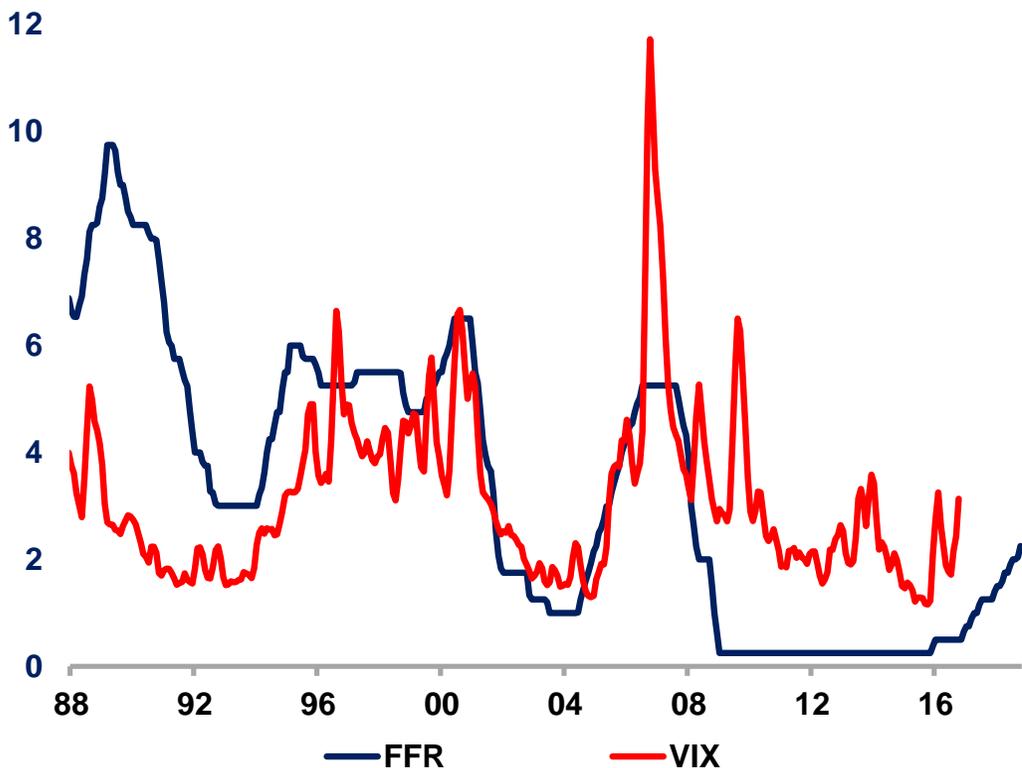
(US\$ bn, promedio móvil 12 meses)



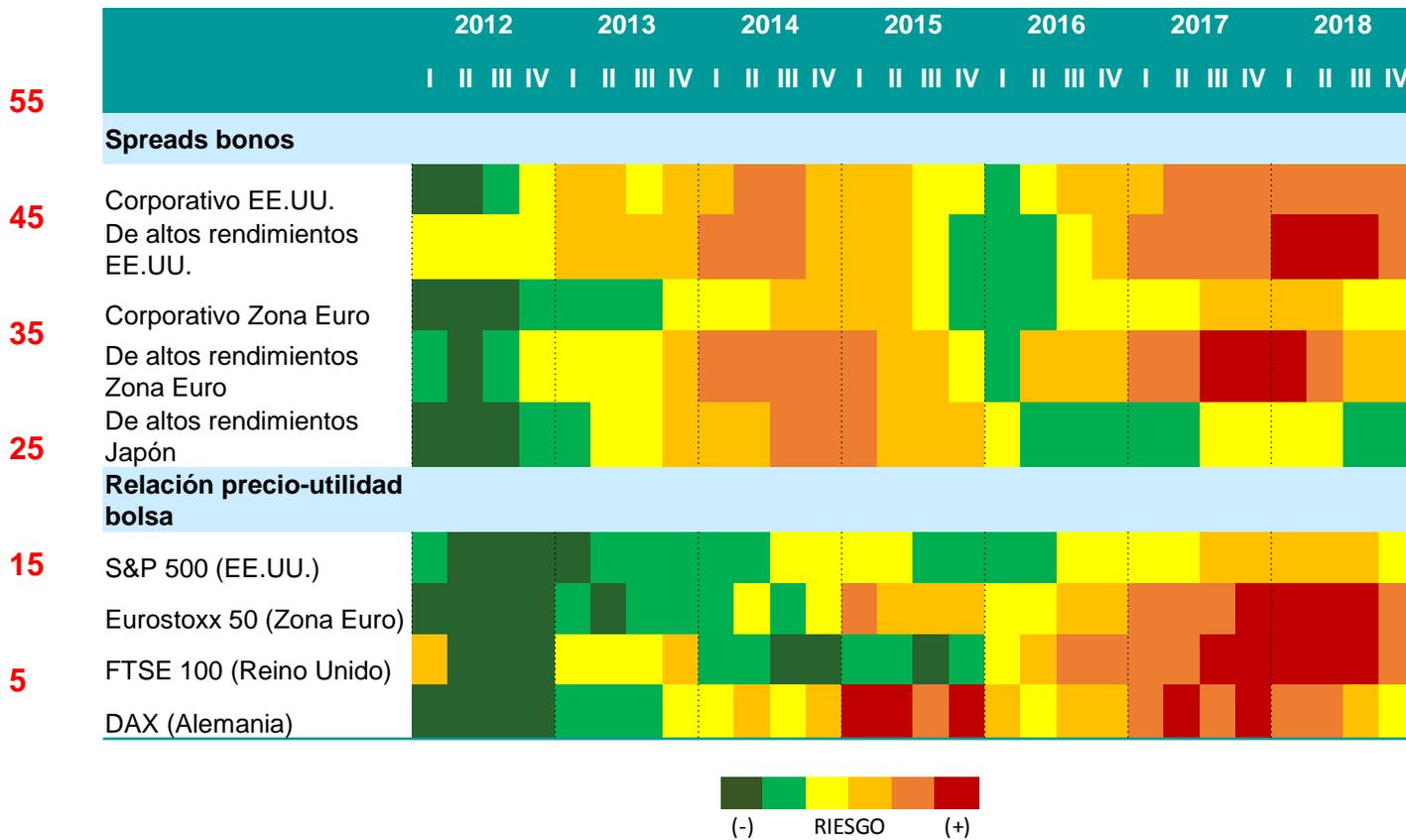
Situación en EAs

Se hacen mas probables ajustes en el apetito por riesgo de los inversionistas, que se encuentran altos según diversos indicadores

VIX y FFR
(porcentaje)



Mapa térmico de vulnerabilidades relacionadas a valoración (*)



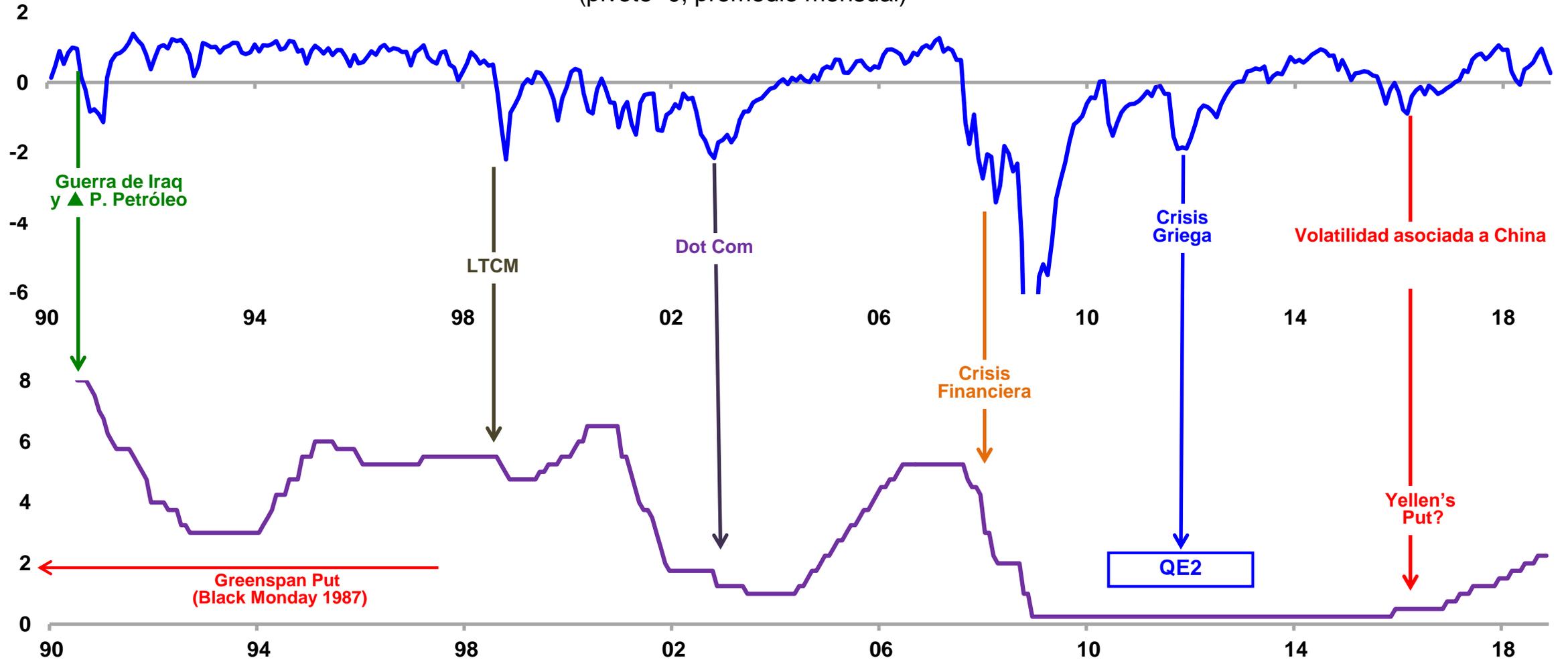
(*) Spreads bajos y relación precio-utilidad elevada son indicativos de riesgo alto. Categorías de riesgo construidas a partir de los sextiles de la distribución de cada variable. Corporativo corresponde a categoría *Investment Grade* (superior a BBB), alto rendimiento considera categoría *High Yield* (inferior a BBB). Utilidad por acción ajustada cíclicamente considerando el promedio móvil de 10 años. Para EEUU, corresponde a S&P 500 y para Zona Euro a Eurostoxx 50. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.



La Fed y condiciones financieras

Un ajuste en precios de activos (con impacto en EEUU o de escala global) es consistente con una recalibración en el ritmo de normalización

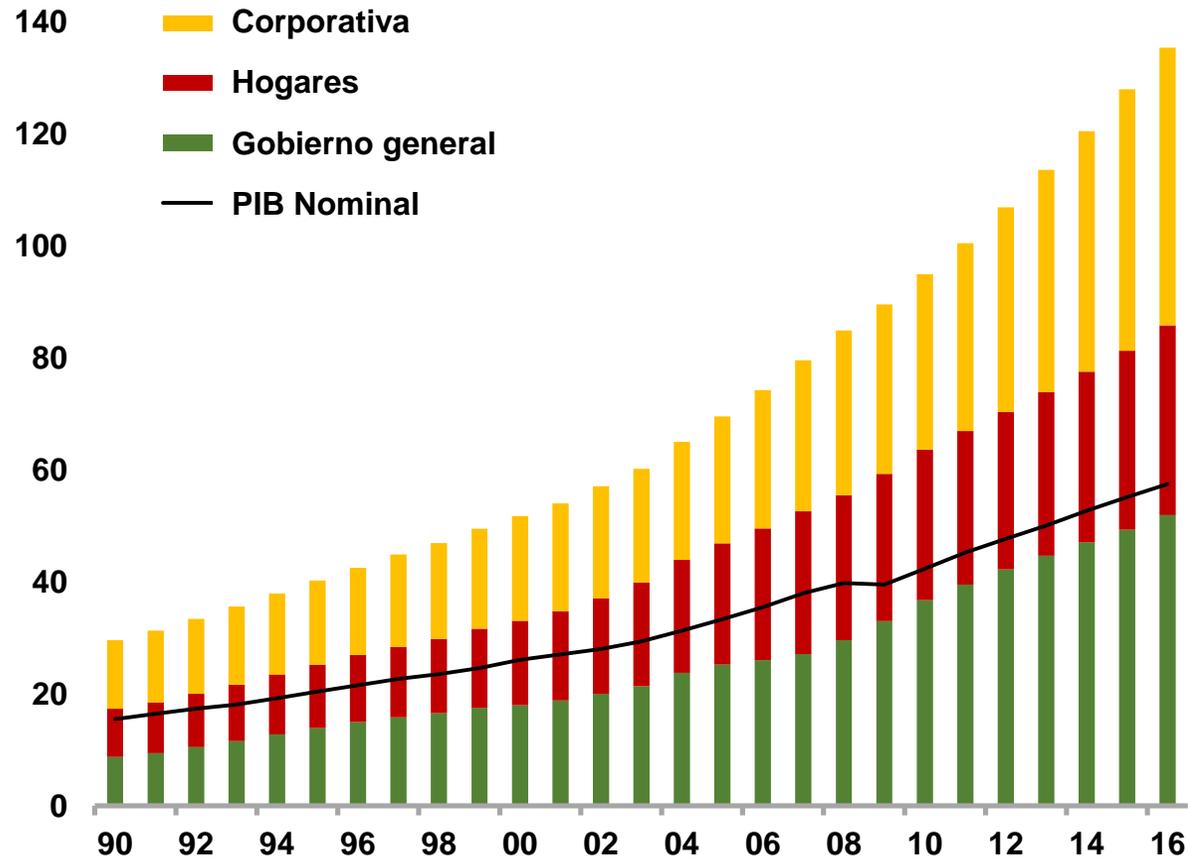
Índice de Condiciones Financieras y FFR: EEUU
(pivote=0, promedio mensual)



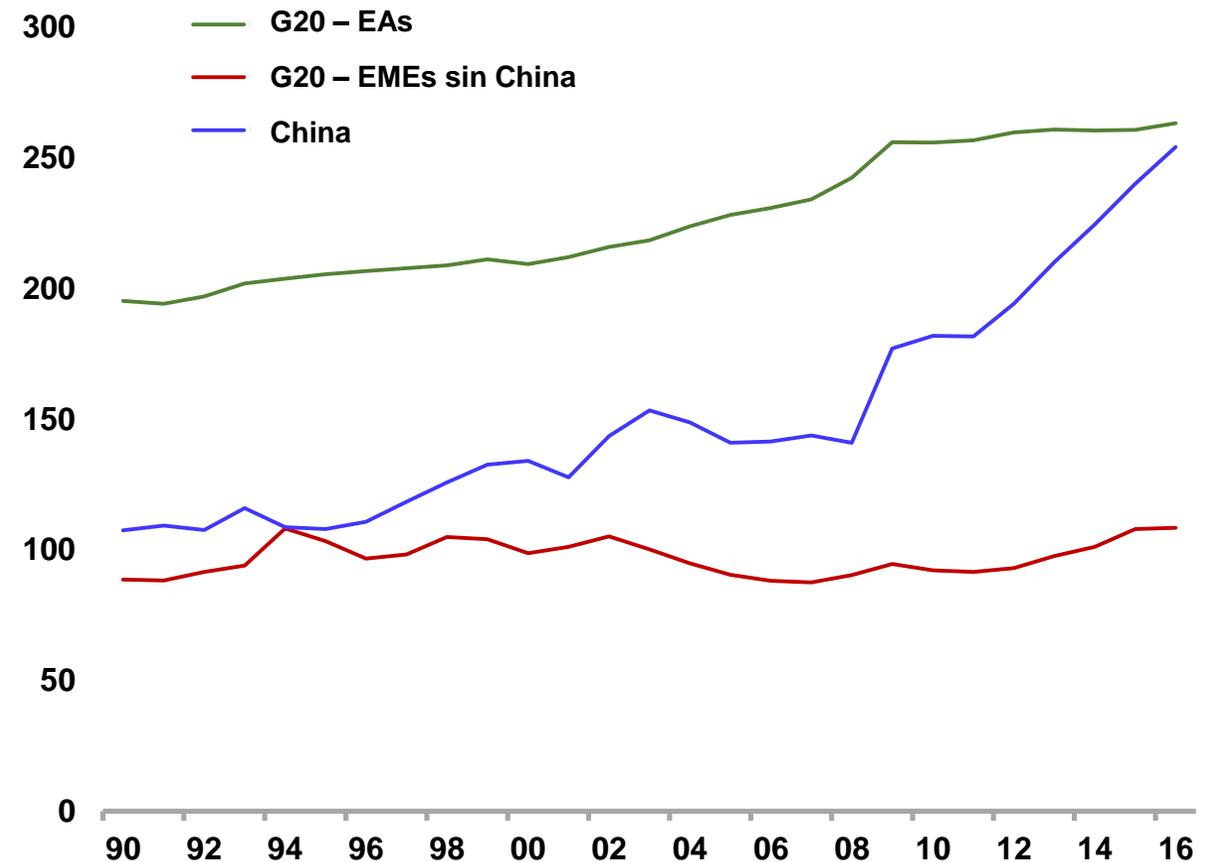
Riesgos comunes a EAs y EMEs

Todo esto se da en un contexto donde los ratios de deuda agregada a PIB son mucho más altos que antes de la Crisis Financiera Global, especialmente en EA y China

Deuda bruta y PIB (US\$ trn)

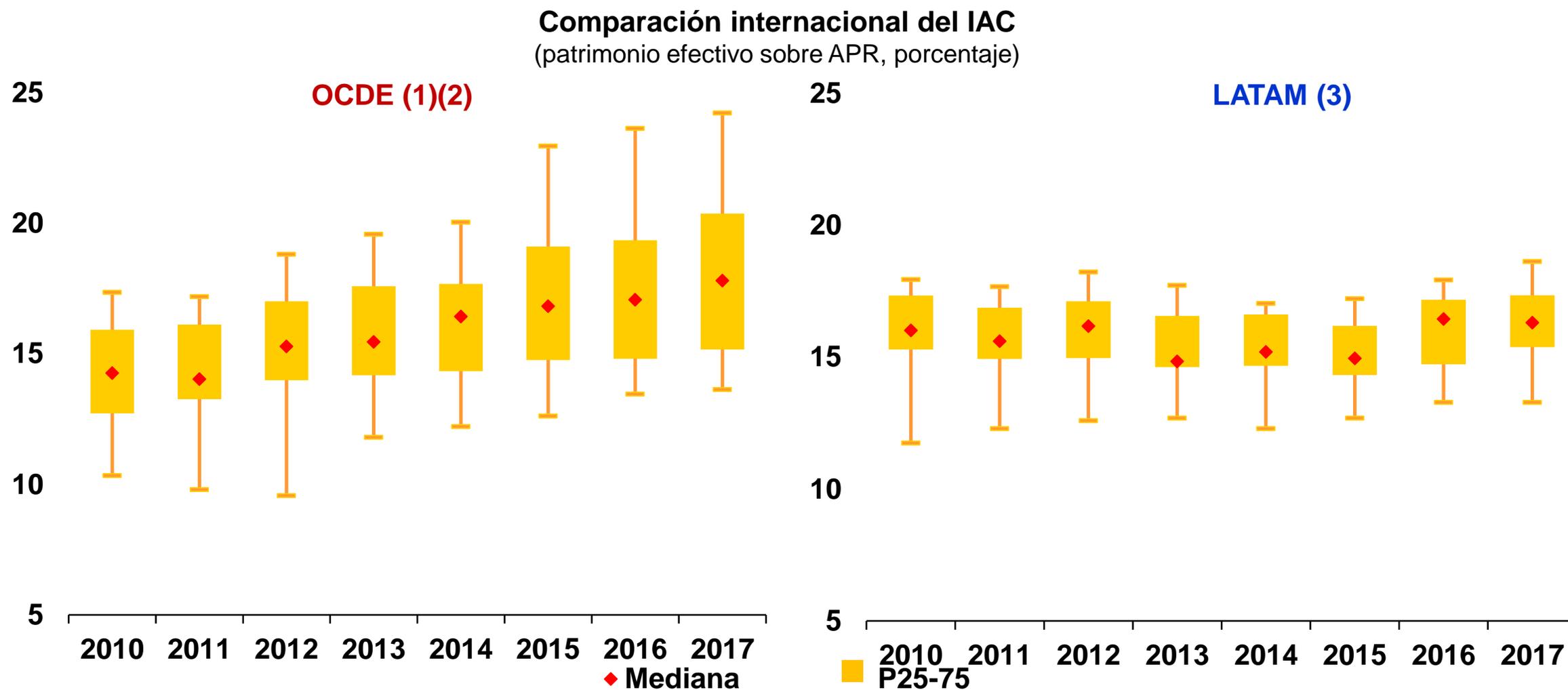


Ratio deuda bruta a PIB por región (porcentaje)



Solvencia bancaria

La solvencia bancaria ha mejorado de acuerdo al índice de adecuación de capital, mayormente en países OCDE que en Latinoamérica



(1) Corea con último dato disponible para 2014. (2) El máximo para países OCDE corresponde al percentil 90. (3) Bolivia con último dato disponible para 2016. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de SBIF y FMI.

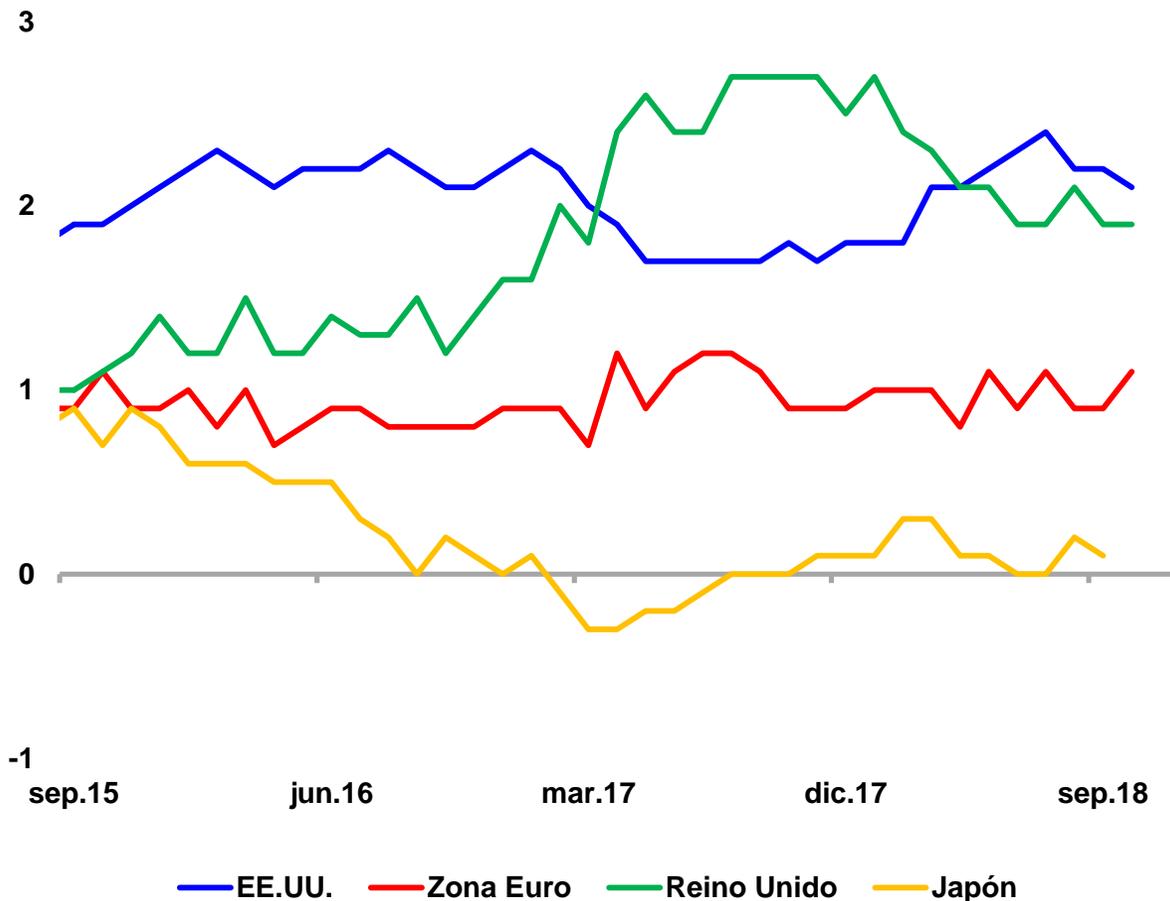


EAs: inflación

Si bien en EEUU la inflación se ubica sobre la meta, factores externos amortiguarían alzas adicionales. En el resto de EAs la inflación se mantiene contenida

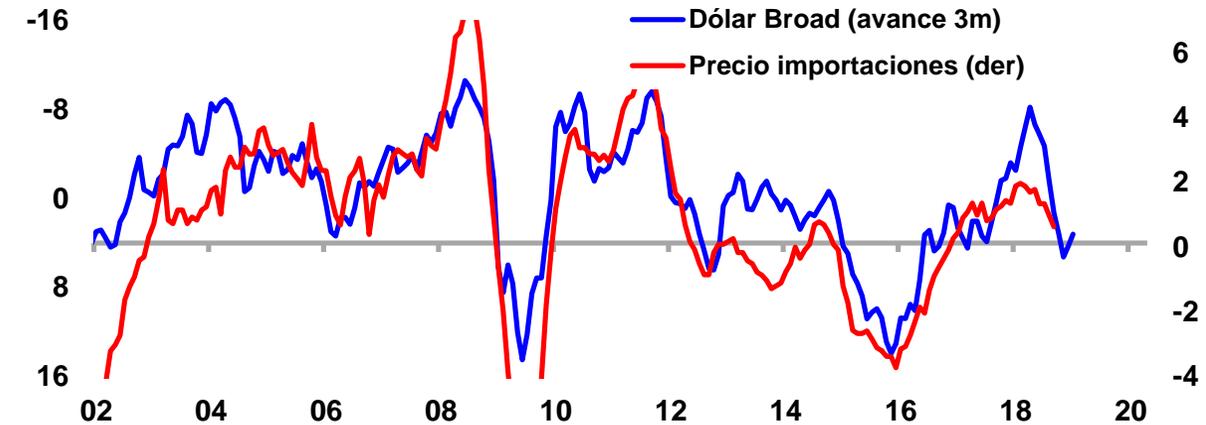
Inflación subyacente

(variación anual, porcentaje)



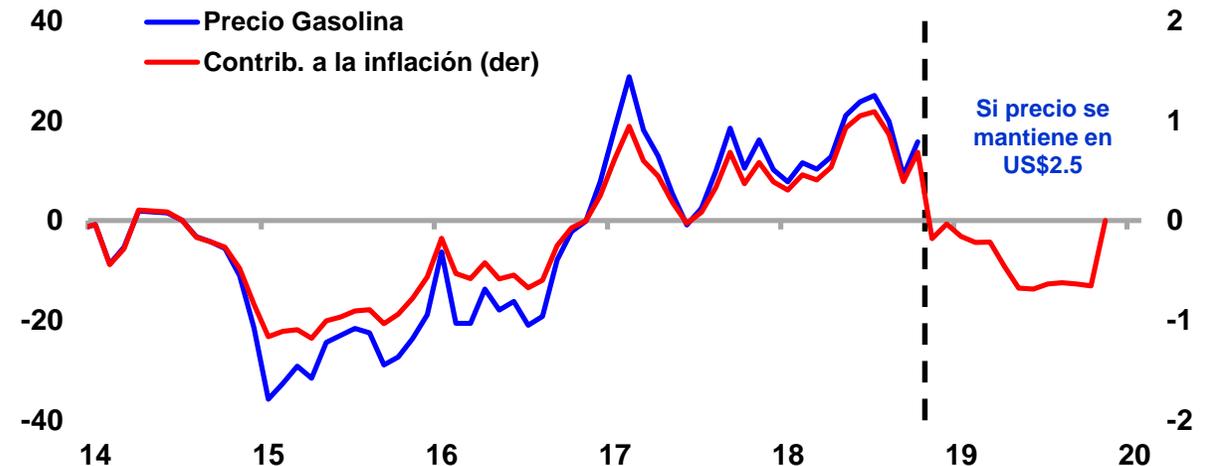
Dólar Broad y precio de importaciones

(variación anual, porcentaje)



Precio de la gasolina y contribución al IPC

(variación anual, porcentaje; pp)



En resumen

- 1. De la mano de políticas monetarias altamente expansivas, las economías desarrolladas experimentaron una significativa recuperación que alcanzó su punto máximo, en velocidad y sincronización, a fines de 2017. Desde entonces se ha producido una desaceleración gradual**
- 2. Esta desaceleración se reforzará en la medida que, de acuerdo a lo anunciado, continúe avanzando la normalización de la política monetaria en estos países. Esto se refleja en las proyecciones de crecimiento para los próximos dos años**
- 3. Una desaceleración del crecimiento o incluso el paso a una fase más baja del ciclo económico no es lo mismo que recesión o crisis económica. Una normalización de la economía mundial no es algo indeseable si va de la mano de mayor estabilidad en los mercados financieros y menores desequilibrios globales**
- 4. Al mismo tiempo, sin embargo, han ido surgiendo factores de riesgo, que pudieran gatillar un ajuste más abrupto. Los principales están relacionados a decisiones de política económica, particularmente en el plano comercial y fiscal. Una respuesta más drástica de la política monetaria, cambio en las percepciones de riesgo de los mercados y altos niveles de endeudamiento pueden actuar como amplificadores**
- 5. No obstante, existen también mitigadores importantes de estos riesgos. Las instituciones financieras se han capitalizado significativamente y se ha fortalecido la regulación, no existen presiones inflacionarias significativas y se ha desarrollado un instrumental macroprudencial que antes no existía**



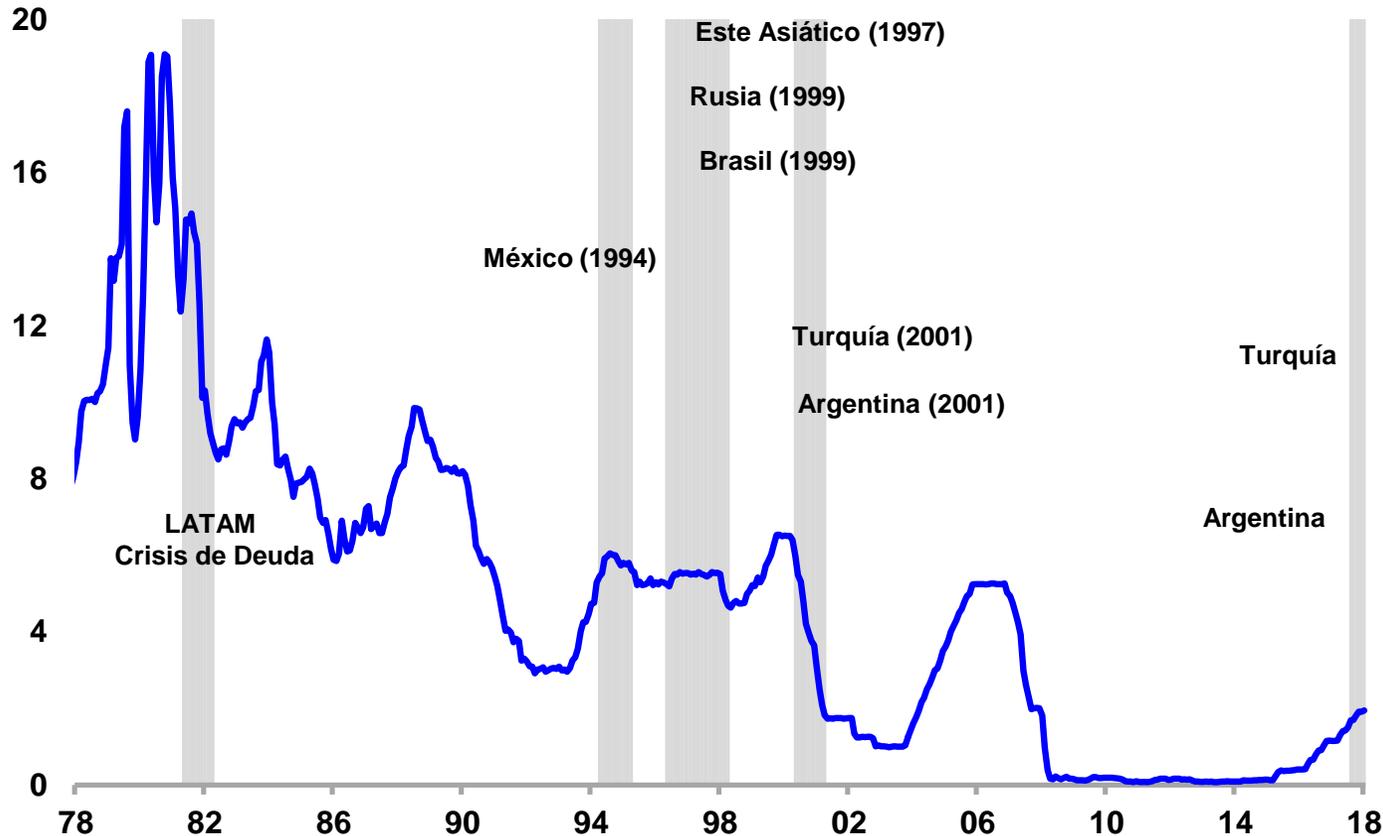
Agenda

1. Ciclo global y normalización de política monetaria en economías avanzadas
2. ¿Qué tan vulnerables son las EMEs a las condiciones económicas globales?
3. Fortalezas de la economía chilena
4. Desafíos relevantes

Riesgos comunes a EAs y EMEs

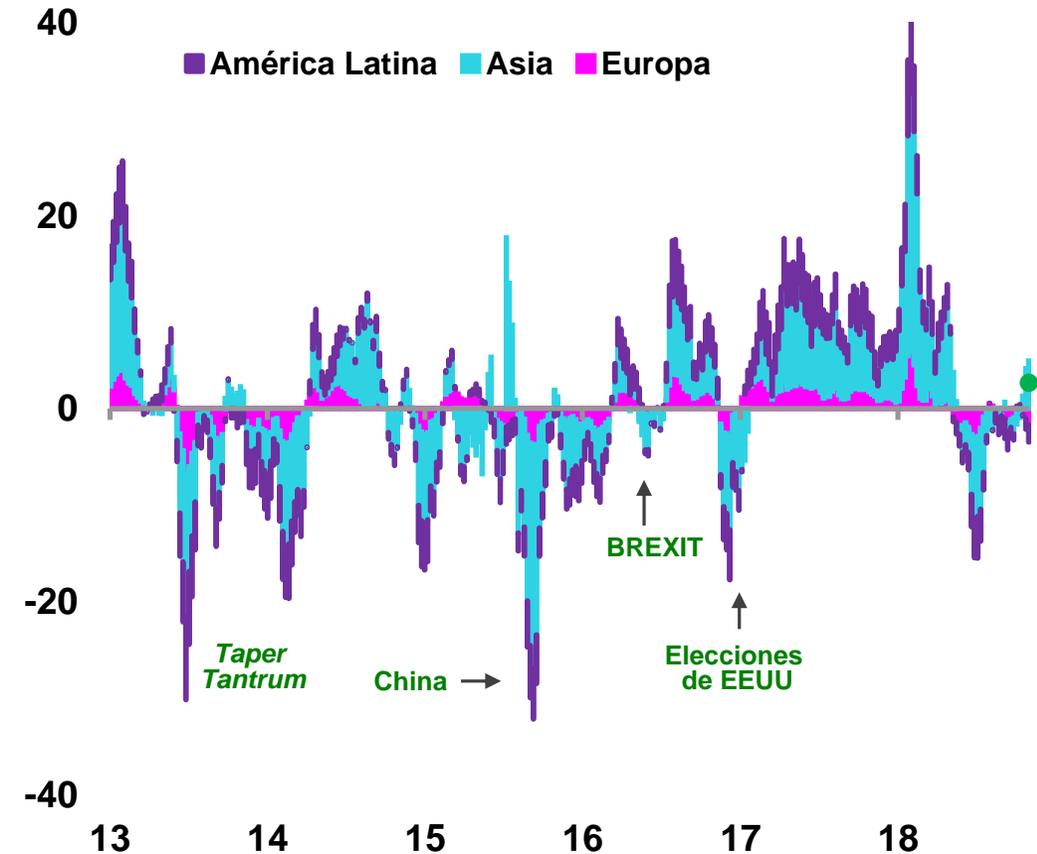
Episodios previos de normalización de política monetaria han provocado ajustes en los precios de los activos y en el ciclo financiero hacia EMEs

Tasas FF y crisis en países emergentes
(porcentaje)



✓ Episodio actual no supera en intensidad y longitud otros recientes

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



Vulnerabilidades de las EMEs

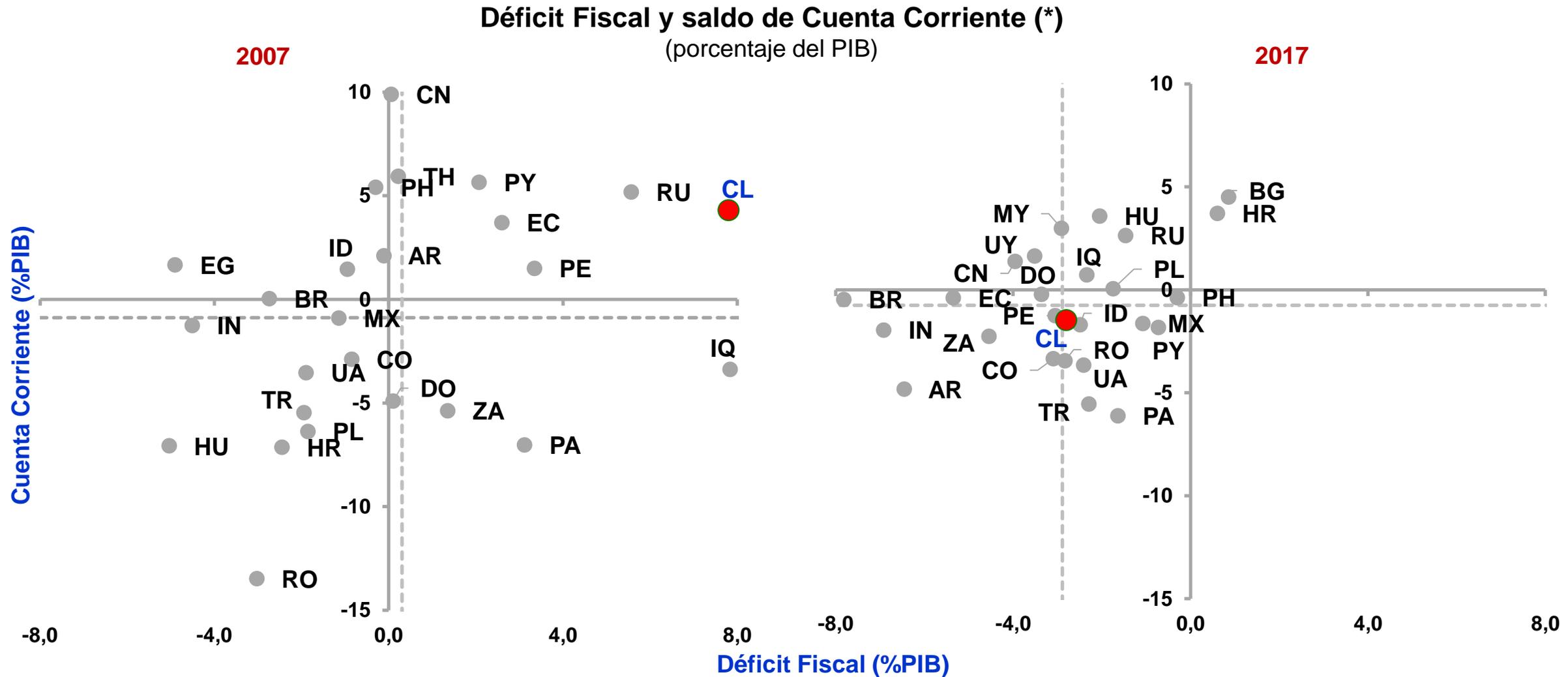
Las EMEs deben estar preparadas para enfrentar un entorno más desafiante

<i>Shock</i> externo	Canal de transmisión	Riesgo	Mitigadores	Resultados
Financiero Economía real Términos de intercambio	Costos de fondeo Reversión de capital Comercio Tipos de cambio	Riesgo financiero Riesgo de refinanciamiento Riesgo de monedas Contagio doméstico, interacción macro Riesgo de política	Ahorro doméstico Estructura de deuda externa y composición de balances Profundidad mercado de capitales doméstico Tipo de cambio como amortiguador Instrumentos de cobertura cambiaria y financiera	Liquidez Solvencia Política



Vulnerabilidades: déficit fiscal y cuenta corriente

Desde el punto de vista fiscal y de cuenta corriente, las EMEs están más expuestas que el 2007 para enfrentar un sudden stop. Chile no es una excepción

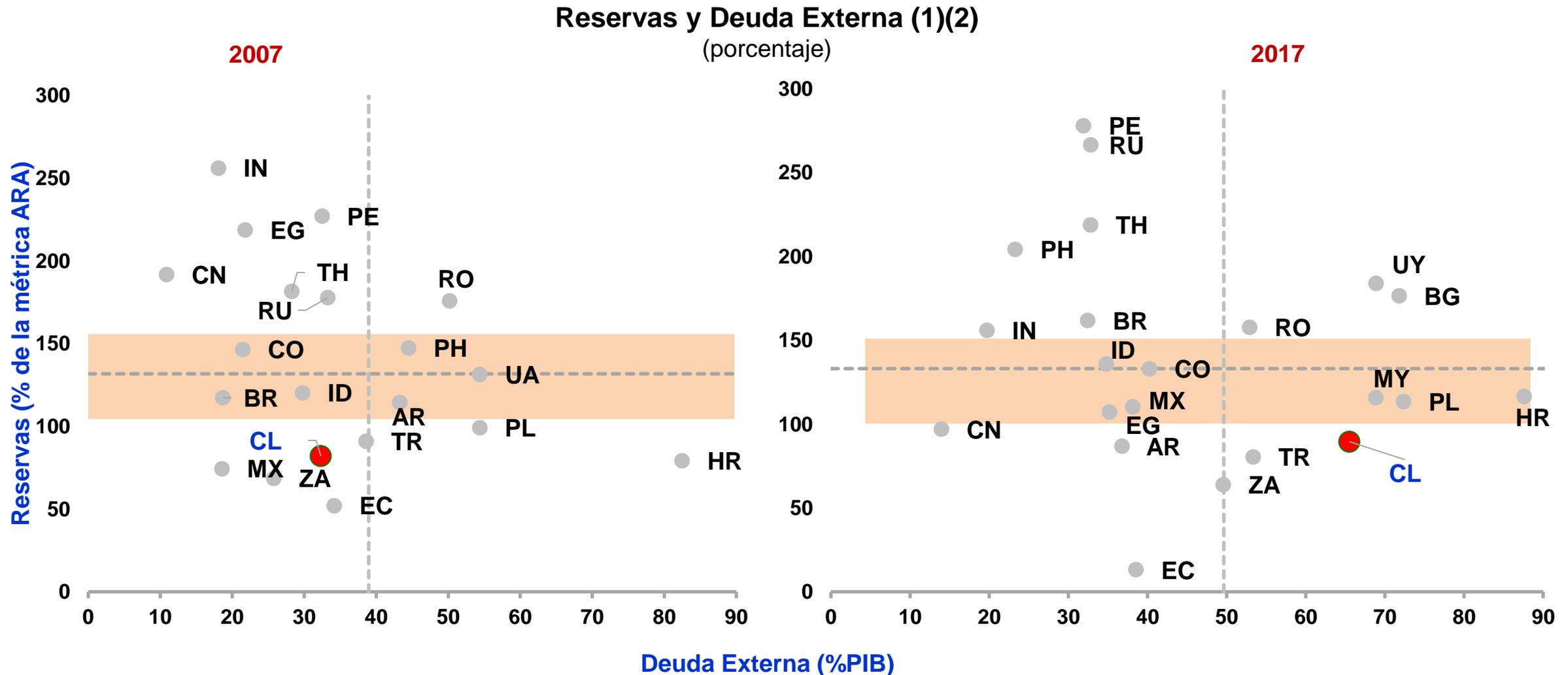


(*) Líneas de puntos: promedio anual de las series respectivas sin considerar los valores mínimo y máximo. Fuentes: FMI y Banco Central de Chile.



Vulnerabilidad: deuda externa y reservas

Entre 2007 y 2017, la deuda externa de EMEs creció más allá de la acumulación de reservas. A primera vista, Chile tampoco parecería ser excepcional en esta materia



(1) Métrica de ARA: Tipo de cambio fijo (flotante) = 10 (5)% × Exportaciones + 10 (5)% × Dinero en efectivo + 30% × Deuda corto plazo + 20 (15)% × Otros pasivos. (2) Marca de líneas de puntos: Promedio anual de las respectivas series sin considerar los valores mínimo y máximo. Fuente: FMI, Banco Mundial y Banco Central de Chile.



Agenda

1. Ciclo global y normalización de política monetaria en economías avanzadas
2. ¿Qué tan vulnerables son las EMEs a las condiciones económicas globales?
3. Fortalezas de la economía chilena
4. Desafíos relevantes



Vulnerabilidades: Chile

- **En tiempos de inestabilidad externa, Chile ha sido identificado como una economía potencialmente vulnerable**
- Cuando algunos países sufren, se buscan potenciales casos de vulnerabilidad. La búsqueda comienza con indicadores convencionales:
 - *Apertura financiera*
 - *Endeudamiento*
 - *Reservas internacionales*
 - *Volatilidad del tipo de cambio*
 - *Movimientos de capital*
- Sin embargo, estos pueden tergiversar la verdadera vulnerabilidad a los cambios en las condiciones financieras y crear incentivos erróneos. También puede subestimar la relevancia de los *shocks* idiosincrásicos
- **En tiempos de incertidumbre, tanto los inversionistas como las autoridades deben ser capaces de mirar más allá de los indicadores convencionales para analizar las fortalezas y debilidades de las economías**



Efectos sobre precios de activos en EMEs

No todas las economías emergentes se encuentran igualmente preparadas para afrontar un cambio en las condiciones financieras. Chile destacaría positivamente

From 1 to 33

Short Term Obligation/FR

Country	Average Ranking	Moody's	π	CA Def	Fiscal Def	Gob Debt	External Debt	Foreign Reserves	External Vulnerability	Dollarization
Ukraine	6,8	Caa2	11,0	-3,7	-2,4	75,6	103,9	13,9	395,4	45,4
Argentina	8,0	B2	22,7	-4,8	-6,5	52,6	36,5	7,9	164,7	36,7
Egypt	8,1	B3	20,1	-6,5	-11,4	103,3	33,7	11,9	92,9	30,0
Ghana	8,2	B3	8,7	-4,5	-5,0	71,8	49,8	11,7	151,6	26,7
Venezuela	8,8	C	13864,6	2,0	-31,8	34,9	108,9	1,2	1337,1	0,2
Turkey	10,8	Ba3	11,4	-5,5	-2,3	28,5	53,2	9,7	188,6	42,8
Ecuador	11,8	B3	1,0	-0,4	-5,4	45,0	38,2	1,6	250,7	100,0
Dom. Rep.	13,2	Ba3	4,4	-0,2	-3,4	37,7	41,1	9,0	129,2	36,6
South Africa	13,3	Baa3	5,3	-2,3	-4,5	52,7	49,9	12,3	94,9	4,2
Uruguay	13,4	Baa2	7,0	1,6	-3,5	66,2	65,4	26,3	106,4	69,0
Romania	14,2	Ba3	4,7	-3,5	-2,8	36,9	53,1	18,3	119,9	31,9
India	15,4	Baa2	5,0	-2,0	-6,9	70,2	22,5	15,4	70,6	1,3
Colombia	16,1	Baa2	3,5	-3,4	-3,1	49,4	40,2	14,7	87,4	--
Hungary	16,2	Baa3	2,7	3,6	-2,1	69,9	89,1	20,1	151,6	21,0
Paraguay	16,2	Ba1	4,2	-1,8	-0,7	25,6	53,4	26,6	187,8	43,5
Brazil	16,3	Ba2	3,5	-0,5	-7,8	84,0	32,5	17,8	43,4	--
Iraq	17,0	Caa1	2,0	0,7	-2,3	58,0	48,8	24,4	95,6	25,0
Nigeria	17,0	B2	14,0	2,5	-5,8	23,4	10,3	10,5	52,7	24,6
Vietnam	17,6	Ba3	3,8	4,1	-4,7	58,2	48,8	21,7	42,7	10,4
Panama	17,9	Baa2	2,2	-6,1	-1,6	38,2	27,0	3,9	20,8	100,0
Croatia	18,0	Ba2	1,5	3,7	0,6	78,4	87,5	33,5	99,5	60,1
Mexico	18,9	A3	4,4	-1,6	-1,1	54,2	37,0	14,3	47,5	0,0
Indonesia	19,0	Baa2	3,5	-1,7	-2,5	28,9	34,7	12,2	49,5	12,1
Malaysia	19,1	A3	3,2	3,0	-2,9	54,2	65,3	30,5	146,5	--
Poland	19,1	A2	2,5	0,0	-1,7	51,4	72,2	20,6	101,1	--
Chile	20,4	A1	2,4	-1,5	-2,7	23,6	65,5	14,8	63,3	--
Philippines	23,1	Baa2	4,2	-0,4	-0,3	37,8	23,3	22,8	26,4	16,8
Bulgaria	23,8	Baa2	2,0	4,5	0,9	23,9	70,3	45,2	67,4	34,4
Russia	23,8	Ba1	2,8	2,6	-1,5	17,4	33,5	22,3	31,9	27,5
China	24,1	A1	2,5	1,4	-4,0	47,8	14,0	25,7	32,7	--
Peru	24,5	A3	1,6	-1,3	-3,1	25,5	35,7	28,5	32,7	--
Saudi Arabia	26,0	A1	3,7	2,7	-9,0	17,3	23,9	71,2	14,8	--
Thailand	27,4	Baa1	1,4	10,8	-0,6	41,9	33,6	43,7	42,9	3,5

(*) Ext. Vul.: Short-term external debt (<1 year) as a percentage of reserves. Dollarization: Ratio between deposits in foreign currency over the total deposits of the banking system. Inflation corresponds to forecast 2018 (IMF). CA, GD, FD, Ext. Dbt., and Reserves corresponds to effective data 2017. Sources: IMF and Moody's.



Volatilidad en la práctica

Los movimientos en precios de activos para Chile son inferiores a los observados en otros emergentes y se concentran en la moneda

Mercados financieros durante episodios de liquidación seleccionados (*)

	19/Apr/2018 a 04/Oct/2018 (Sell-off reciente)			06/Jun/2015 a 12/Aug/2015 (China)			21/May/2013 a 23/Jul/2013 (Taper Tantrum)		
	TCN (%) (2)	CDS (pb)	Tasa Sob. 10 años (pb)	TCN (%) (2)	CDS (pb)	Tasa Sob. 10 años (pb)	TCN (%) (2)	CDS (pb)	Tasa Sob. 10 años (pb)
Argentina	90.16	337.46	--	2.17	0.00	--	4.05	-729.8	--
Brasil	15.12	78.62	157.60	11.61	61.10	87.90	8.54	36.42	88.50
Chile	12.15	-0.74	15.73	8.32	27.02	-6.60	3.70	13.51	29.27
Colombia	10.54	11.74	54.30	16.35	35.79	20.30	1.84	31.26	151.00
México	2.95	6.79	53.20	5.68	11.18	-20.80	1.29	26.50	96.60
Perú	3.22	4.31	45.00	2.17	17.01	63.00	5.01	28.66	93.00
China	9.39	-0.11	5.00	2.86	18.65	5.00	0.11	52.09	33.00
Corea	6.44	25.51	-19.50	6.80	-0.50	-20.10	0.58	3.00	49.00
India	11.84	31.03	52.70	1.14	17.91	-9.00	7.85	--	81.00
Indonesia	10.14	42.95	177.10	3.39	32.88	7.40	4.48	47.69	178.60
Malasia	6.57	27.31	8.00	7.46	49.17	10.60	5.30	47.87	61.30
Tailandia	4.49	-2.29	47.80	4.74	30.44	-27.80	4.12	21.78	42.40
Polonia	10.63	18.95	-2.50	1.93	-2.67	-34.90	-1.81	6.62	32.00
Rusia	9.44	9.06	8.20	17.27	17.73	--	3.43	27.54	73.20
Sudáfrica (3)	22.34	67.83	119.40	3.04	21.38	--	1.45	29.37	12.80
Turquía	51.90	220.80	172.90	2.34	22.52	4.40	3.06	66.66	122.10

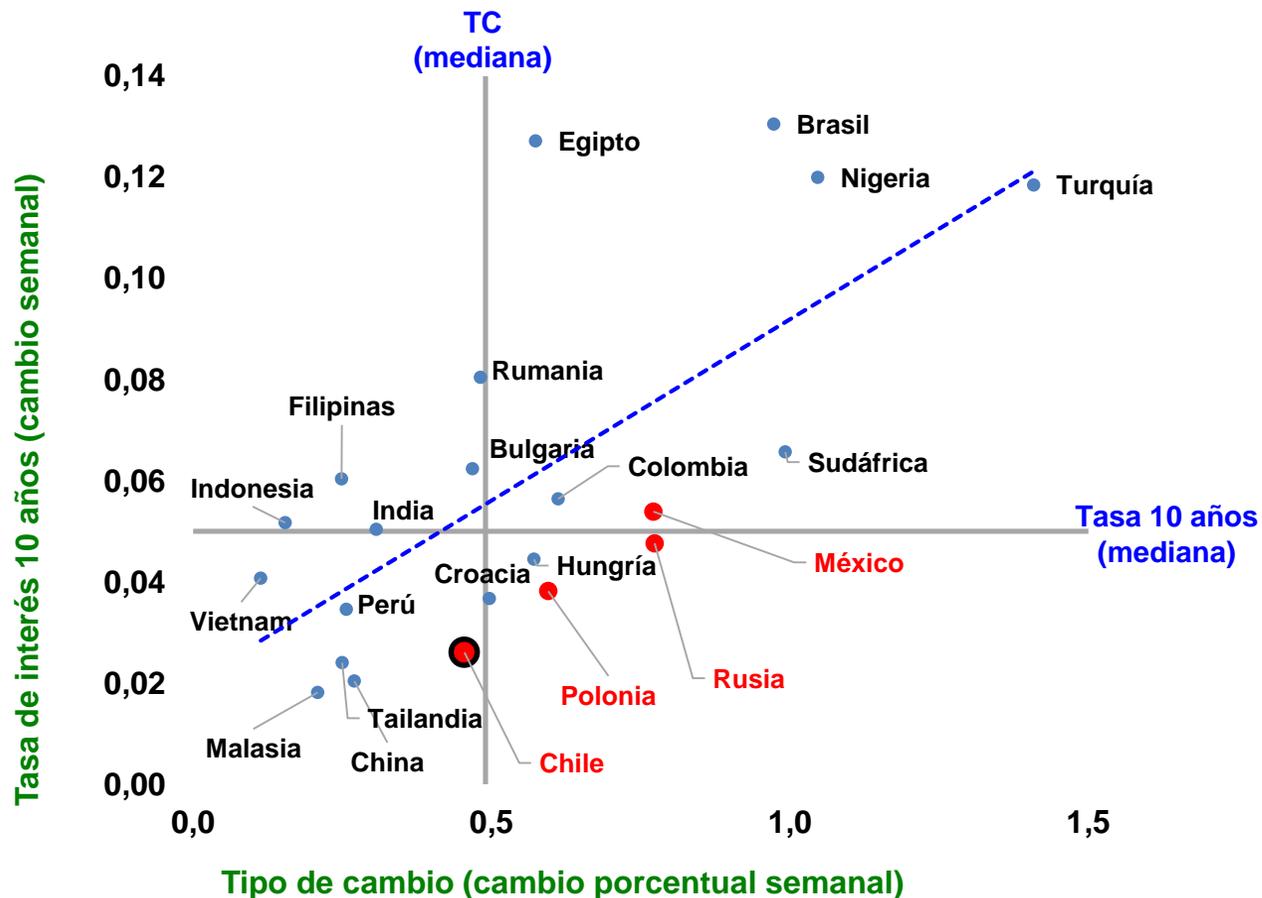
(*) Episodios: sell-off reciente: 19/Abr/18 – 18-19/Sep/18. China: 06/Jun/15 – 12/Ago/15. Taper tantrum: 21/May/13 - 23/May/13. Fuentes: EPFR y Bloomberg.



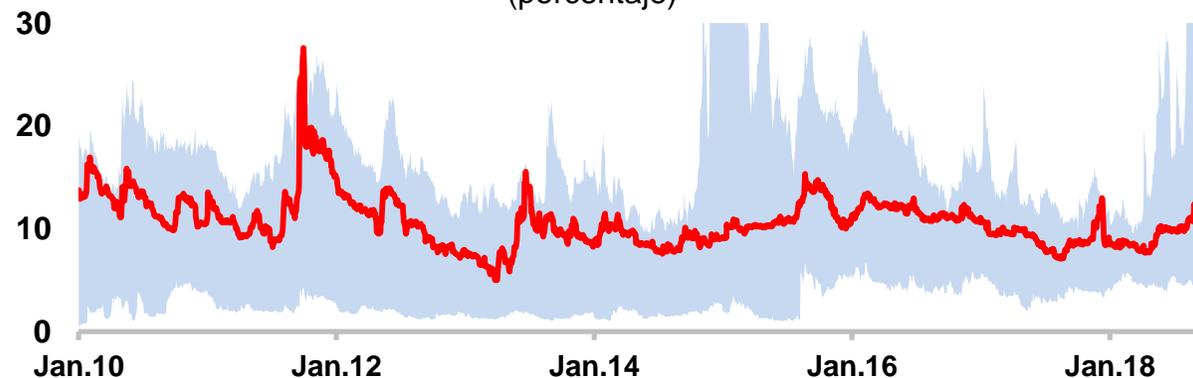
Vulnerabilidades: régimen de tipo de cambio

En Chile, el régimen de flotación libre ha contenido la volatilidad de las tasas de interés, protegiendo al instrumento de política monetaria de condiciones externas

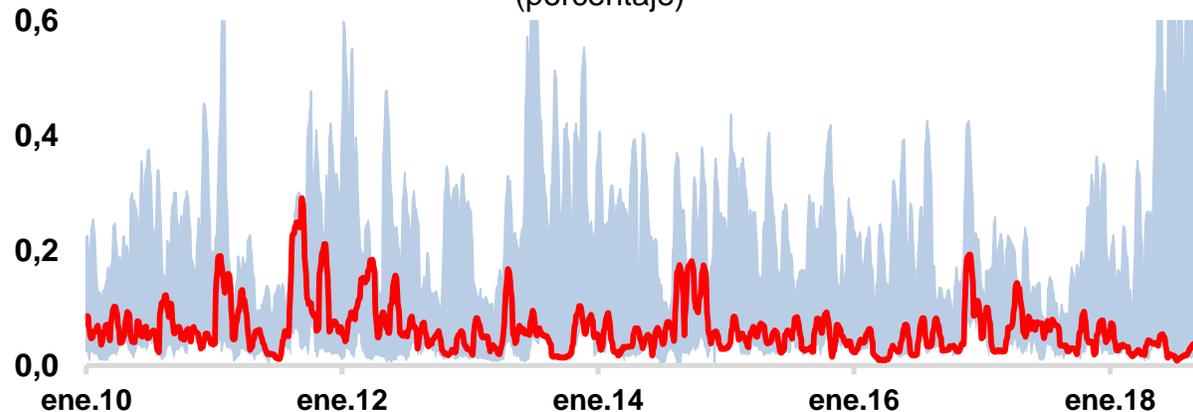
Tasa de interés 10 años y volatilidad del tipo de cambio (*)
(muestra 2017-2018)



Volatilidad implícita de moneda a un mes
(porcentaje)



Volatilidad de tasas de interés 10 años a un mes
(porcentaje)



Min - Max Chile

(*) Los puntos rojos corresponden a las economías con régimen de tipo de flotante libre según la clasificación del FMI (Informe Anual sobre Acuerdos de Tipo de Cambio y Restricciones de Cambio, 2017).
Fuentes: FMI y Bloomberg.



Vulnerabilidades: *checklist*

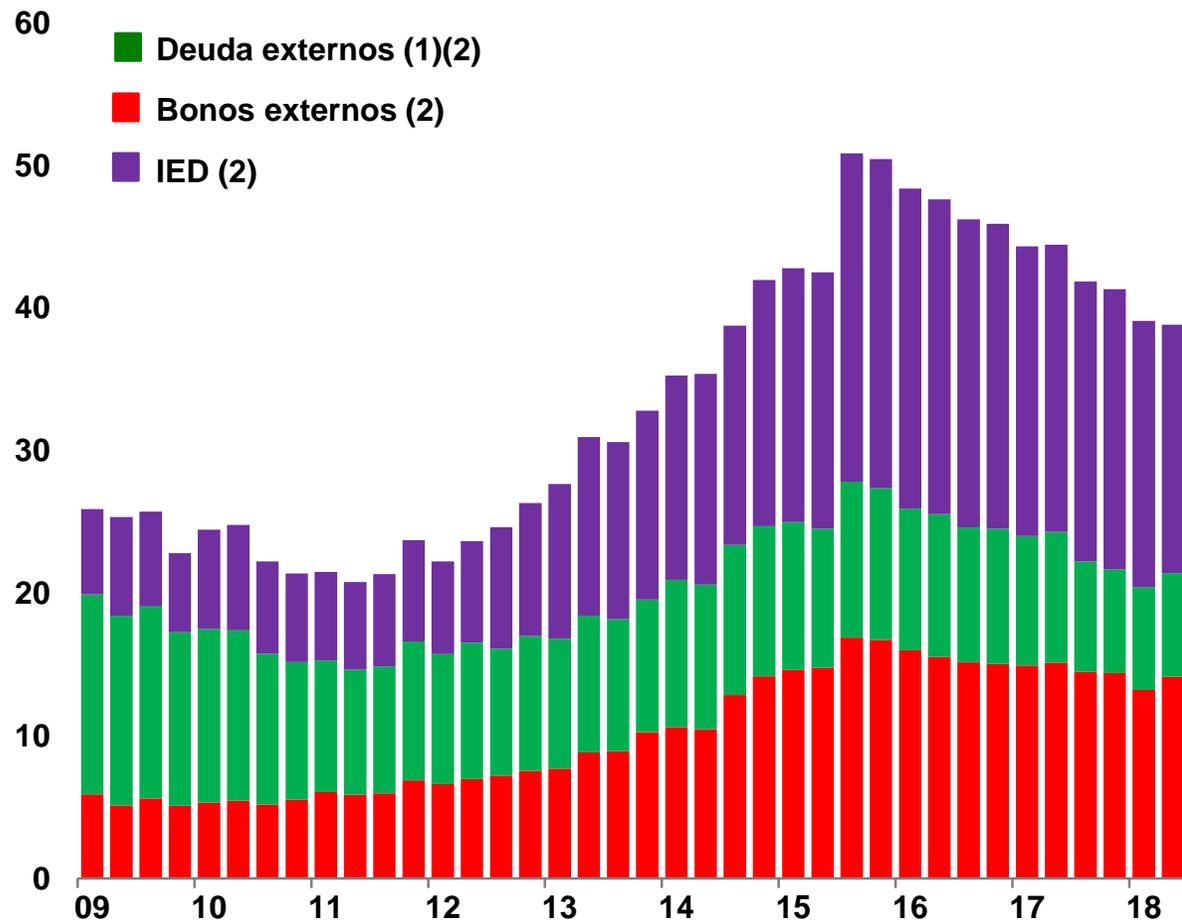
- **Deuda—más allá del tamaño**
 - Composición, estructura
 - Activos y hoja de balance completa
 - Exposición a la tasa de interés, estructura de plazos
- **Reservas—más allá del tamaño**
 - Liquidez de las reservas
 - Tamaño de las reservas en relación a las fuentes de riesgo
 - Activos complementarios
- **Tipo de cambio—más allá de la volatilidad**
 - Descalce de divisas y exposición a riesgo cambiario
 - Régimen de tipo de cambio y *miedo a flotar*
 - Traspaso de inflación
- **Fiscal—más allá de los flujos**
 - Balance del gobierno y exposiciones al riesgo.
 - Tolerancia a la deuda y espacio fiscal.
- **Macroeconomía: flexibilidad cambiaria y mercados financieros domésticos**



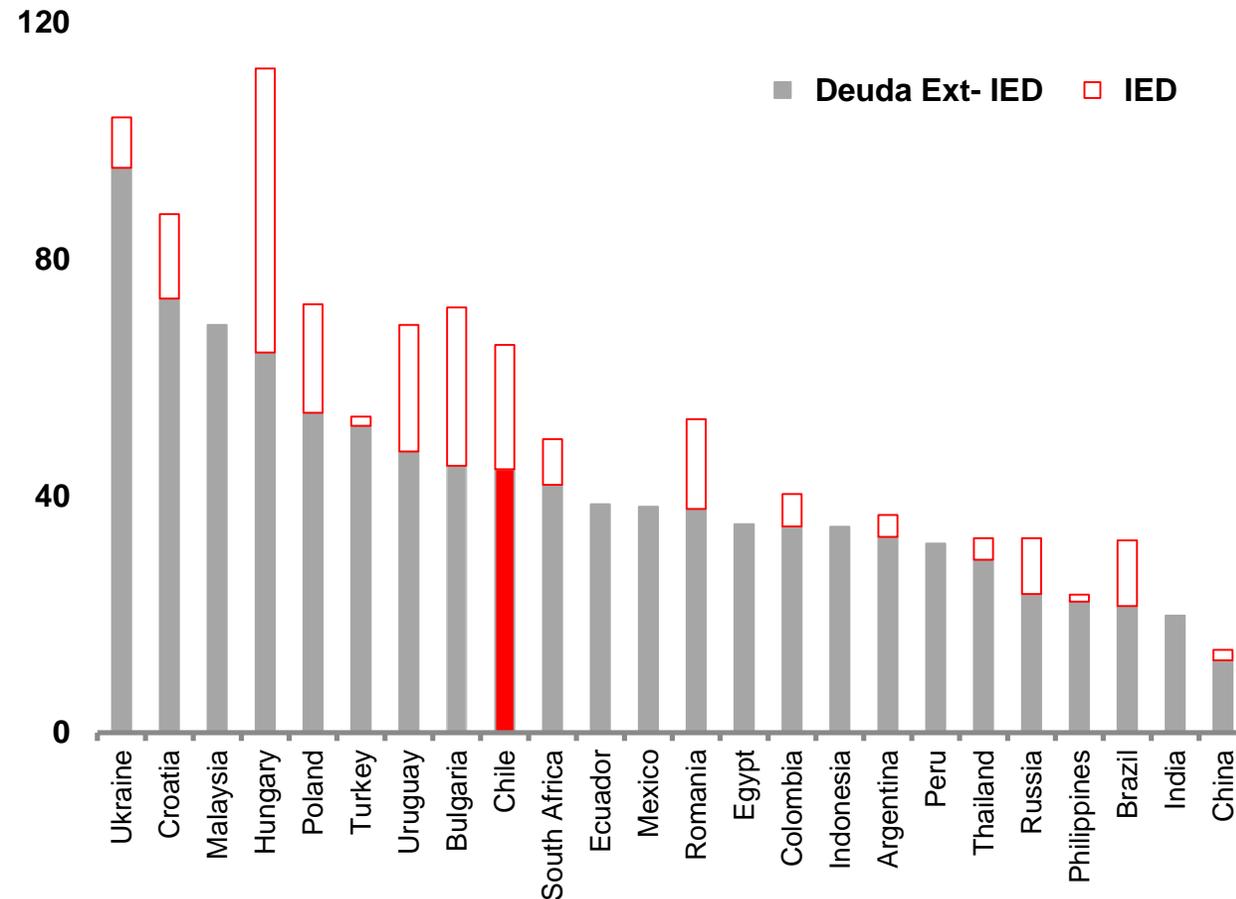
Vulnerabilidades: deuda externa

El crecimiento de la deuda externa de Chile se relaciona con IED, tanto recibida como realizada

Deuda total de empresas no bancarias (3) (porcentaje del PIB)



Deuda externa total e IED (4) (porcentaje del PIB)



(1) Incluye organizaciones multilaterales. (2) Convertido a pesos chilenos de acuerdo con el promedio de TC del último mes de cada trimestre (3) Incluye empresas gubernamentales. (4) Incluye deuda pública.

Fuentes: Banco Mundial (deuda externa total e IED) y BCCh, con base en datos de ACHEF, SBIF y CMF.

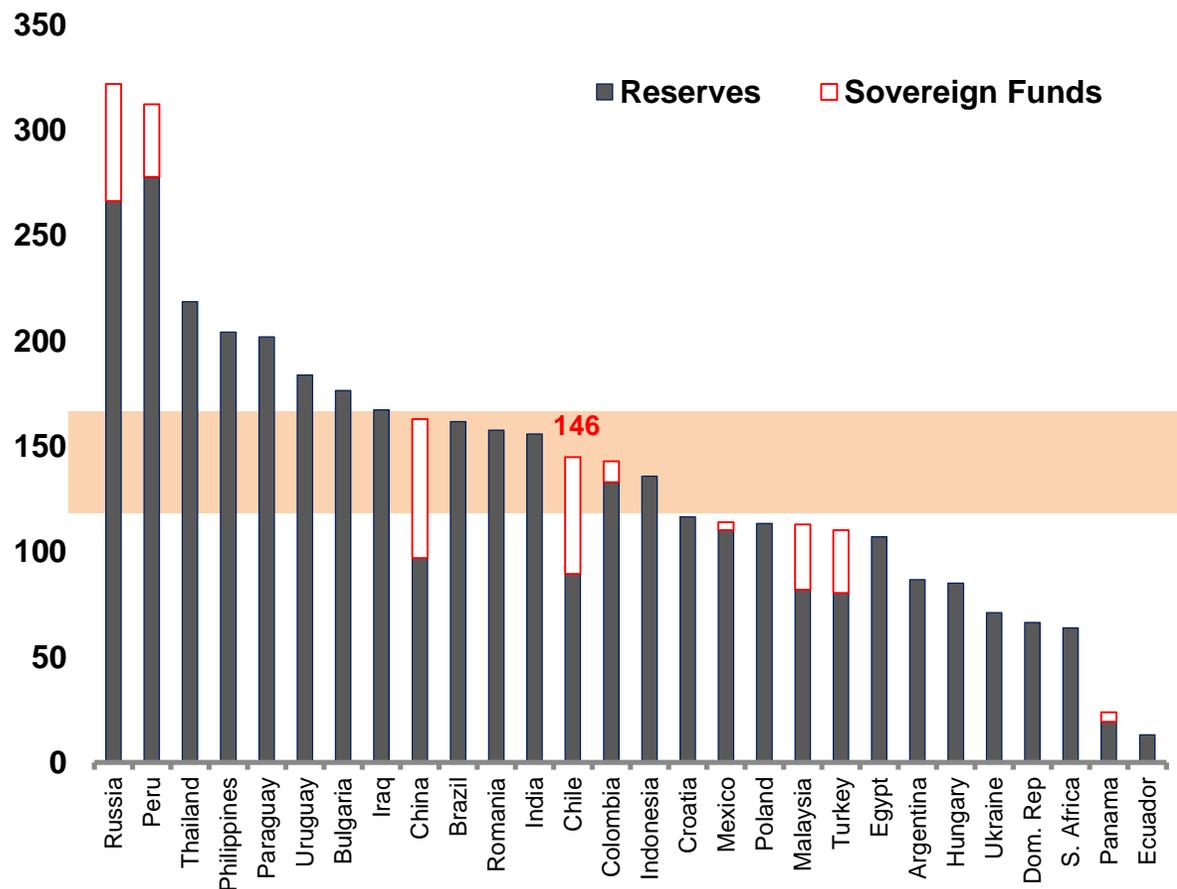


Vulnerabilidades: reservas

Al considerar los fondos soberanos en las reservas internacionales Chile se ubica en una mejor posición en términos relativos

Reservas + fondos soberanos (1)

(porcentaje métrica ARA)



Medidas de reservas internacionales (2)(3)

(porcentaje, 2017)

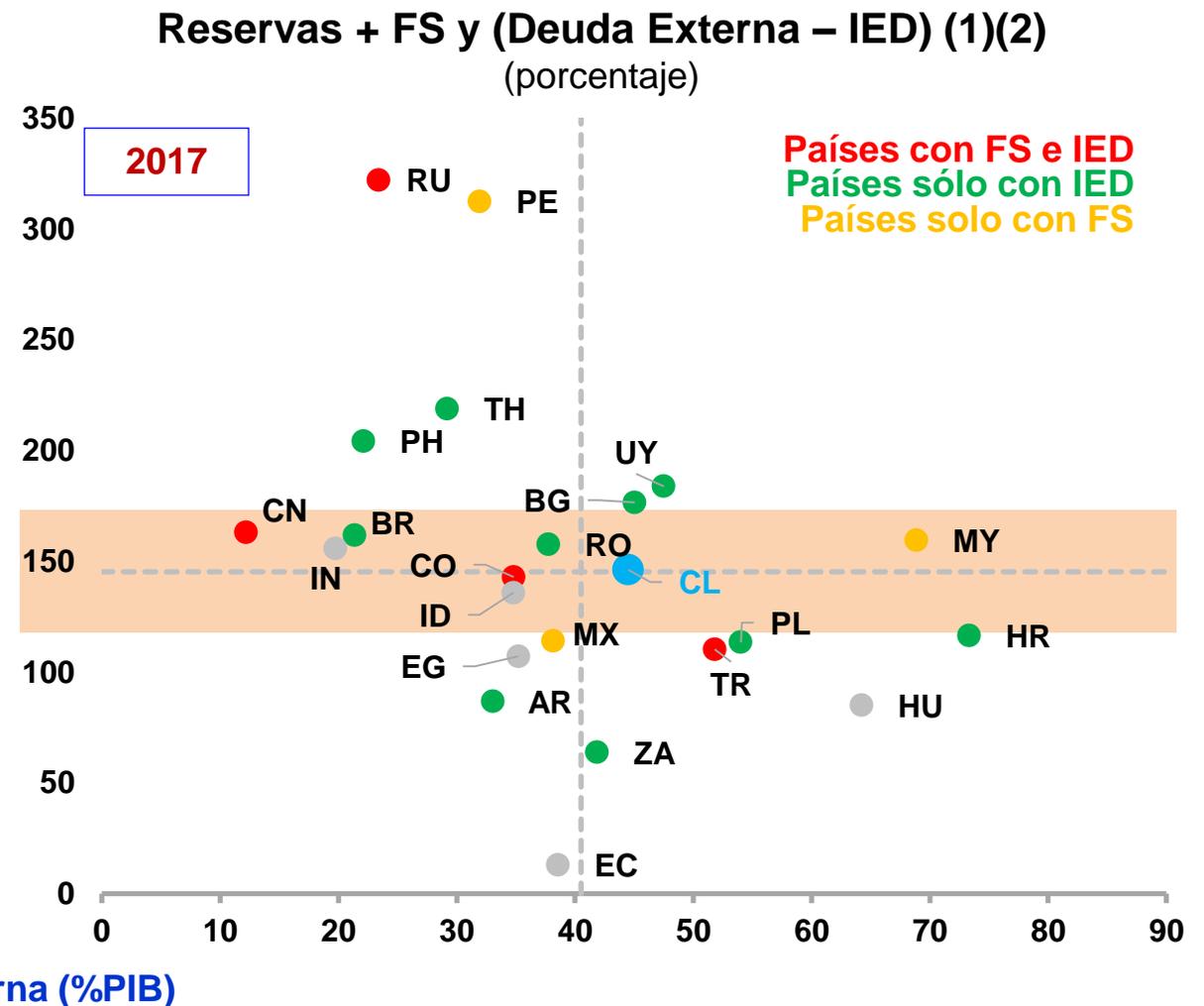
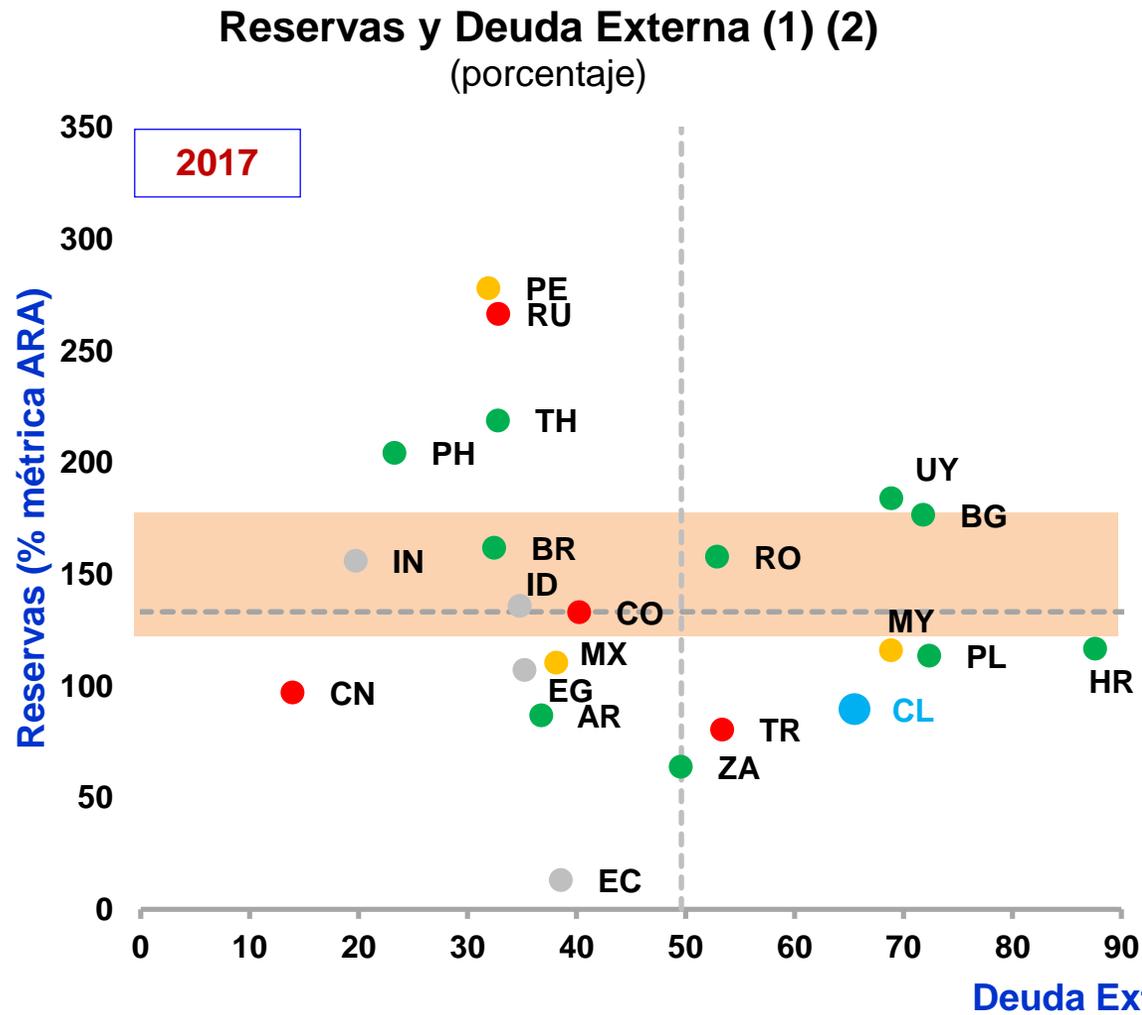
	Reservas / Import.	Reservas + FS / Import.	Reservas / Deuda Ext. CP	Reservas + FS / Deuda Ext. CP
Iraq	66.82	66.82	2623.18	2623.18
Paraguay	63.48	63.48	565.74	565.74
Bolivia	93.40	104.37	487.13	544.30
Rusia	132.66	160.31	434.10	524.59
China	146.28	245.95	291.70	490.48
Peru	134.23	150.87	397.79	447.10
Filipinas	71.40	71.40	408.60	408.60
Tailandia	81.33	81.33	281.71	281.71
Brasil	168.80	168.80	272.66	272.66
Indonesia	70.10	70.10	233.67	233.67
Egipto	45.31	45.31	210.30	210.30
Bulgaria	79.08	79.08	203.59	203.59
Colombia	82.81	88.99	177.89	191.16
Rep. Dominic.	31.96	31.96	190.46	190.46
India	72.26	72.26	179.78	179.78
Chile	52.37	85.61	104.90	171.50
México	38.34	39.66	154.68	159.97
Croacia	74.81	74.81	131.98	131.98
Hungría	21.94	21.94	130.11	130.11
Uruguay	124.46	124.46	115.37	115.37
Polonia	43.28	43.28	103.15	103.15
Sudáfrica	50.84	50.84	101.21	101.21
Malasia	50.55	69.64	71.47	98.47
Rumania	49.15	49.15	92.24	92.24
Turquía	43.37	59.49	59.91	82.17
Argentina	62.61	62.61	37.10	37.10
Ecuador	9.27	9.27	26.52	26.52
Panamá	18.72	23.17	10.58	13.10

(1) Métrica de ARA: Tipo de cambio fijo (flotante) = 10 (5)% × Exportaciones + 10 (5)% × Dinero en efectivo + 30% × Deuda corto plazo + 20 (15)% × Otros pasivos. (2) Las áreas sombreadas muestran países con fondos soberanos. (3) Deuda externa corto plazo residual. Fuentes: FMI y SWFI.



Vulnerabilidades: deuda externa y reservas

La evaluación de vulnerabilidades de la economía chilena cambia significativamente al considerar la composición de pasivos y activos externos



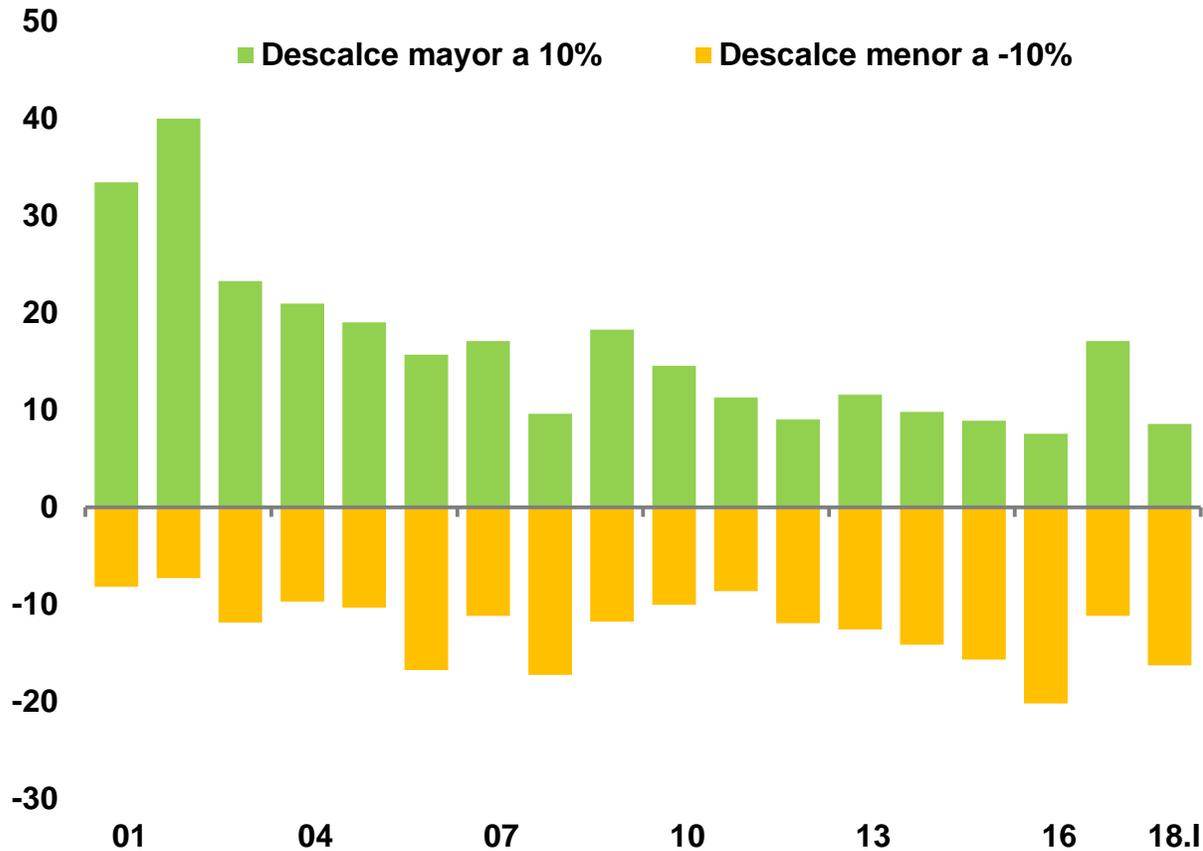
(1) Métrica de ARA: Tipo de cambio fijo (flotante) = 10 (5)% × Exportaciones + 10 (5)% × Dinero en efectivo + 30% × Deuda corto plazo + 20 (15)% × Otros pasivos. (2) Las líneas de puntos marcan el promedio anual de las series respectivas sin considerar los valores mínimo y máximo. Fuentes: Banco Central de Chile, Banco Mundial, FMI, y SWFI.



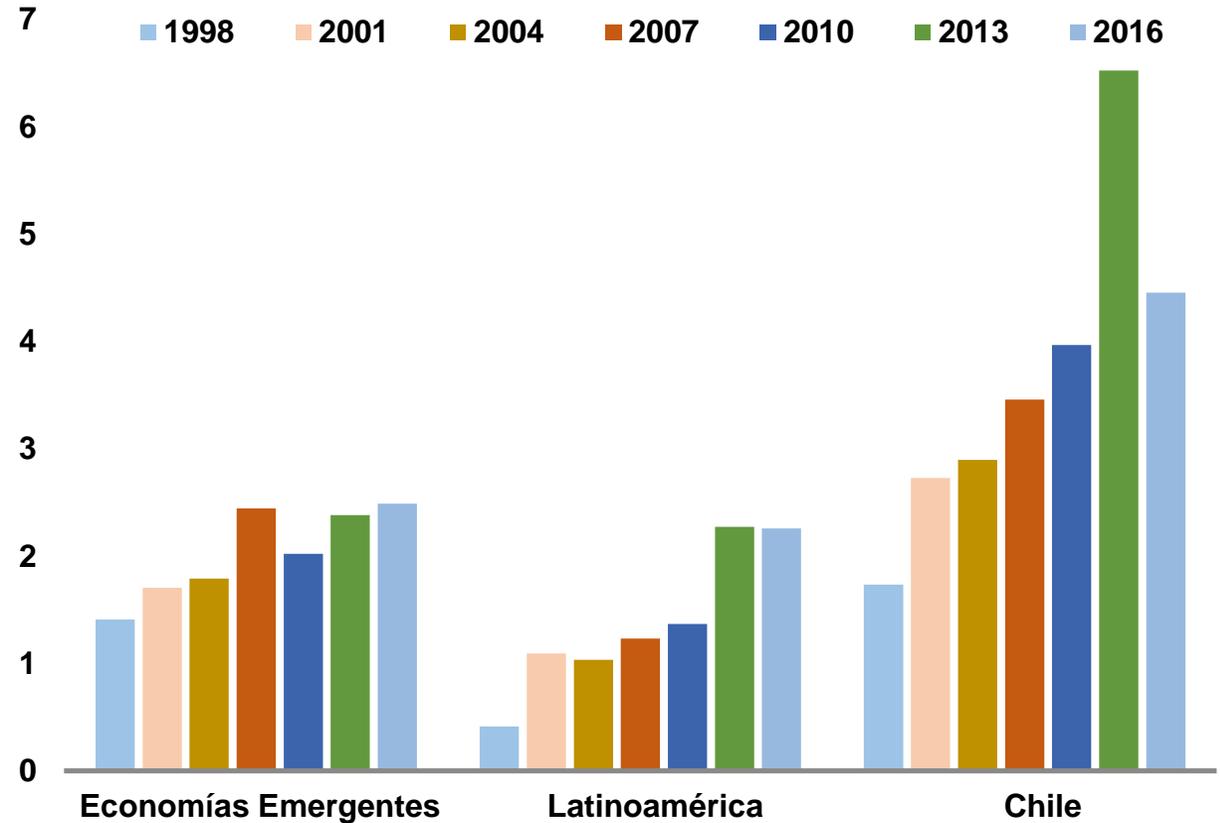
Vulnerabilidades: deuda externa corporativa

En materia de exposición al riesgo cambiario, el porcentaje de empresas vulnerables ha caído en el tiempo, junto con un creciente uso de instrumentos de cobertura

Descalce de empresas del sector corporativo (*)
(porcentaje de los activos totales)



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



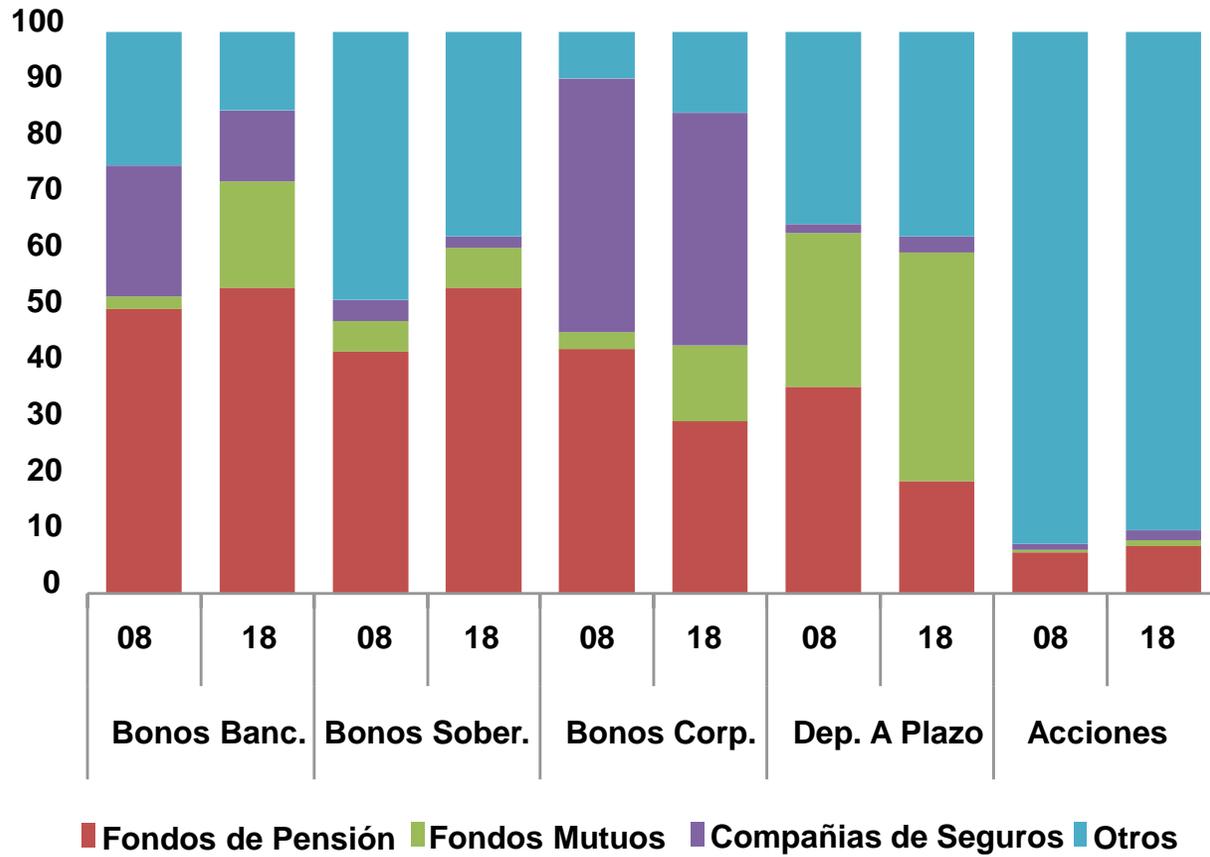
(*) Basado en una muestra de empresas que reportan su balance en pesos. El descalce de moneda es la diferencia entre los pasivos en moneda extranjera y los activos en moneda extranjera, menos la posición neta en derivados (la diferencia entre las posiciones de compra y venta en contratos de derivados). Fuentes: BM, FMI, BIS y Banco Central de Chile basados en datos de la CMF.



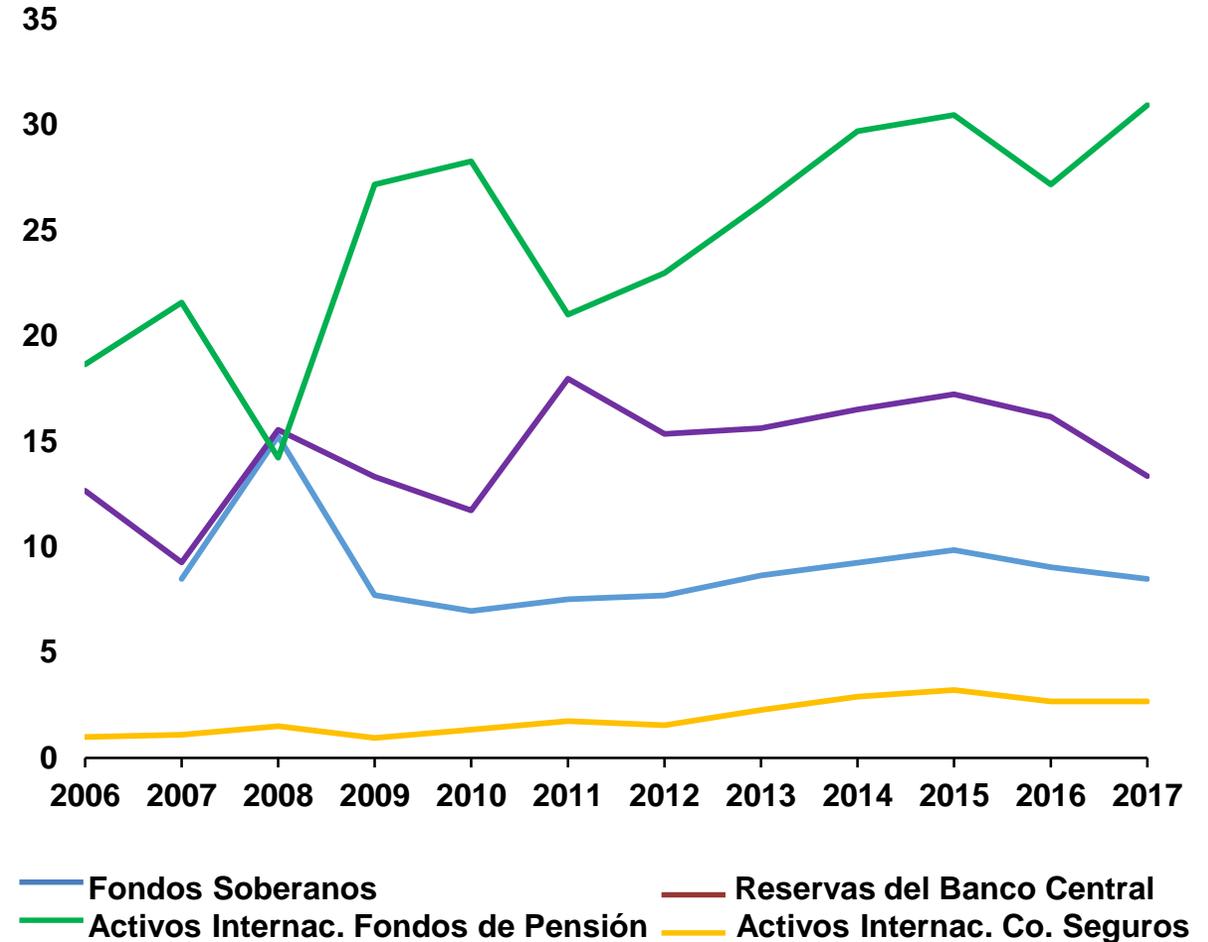
Vulnerabilidades: fondos de pensión

El rol anticíclico de los fondos de pensiones contribuye a reducir la volatilidad en los mercados financieros

Principales agentes tenedores de activos
(porcentaje)



Activos internacionales de Chile
(porcentaje del PIB)



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

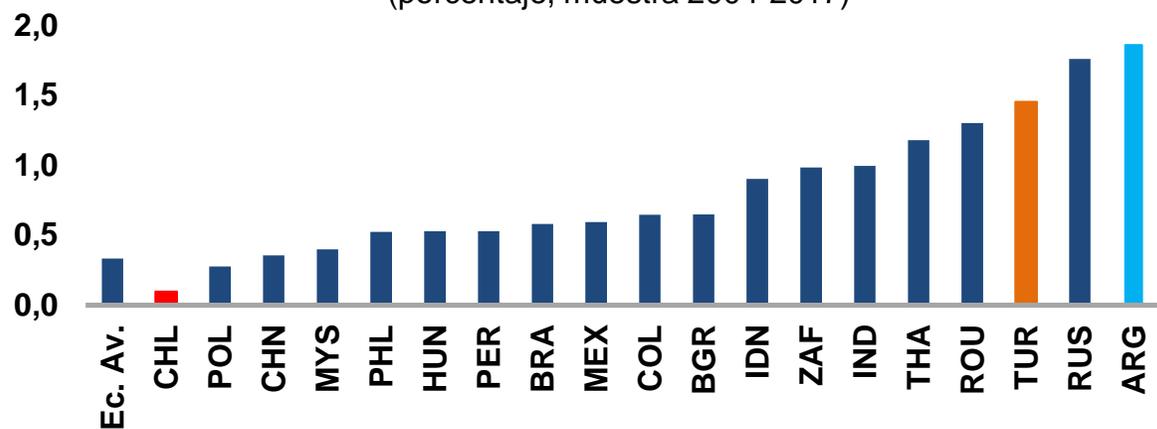


Vulnerabilidades: expectativas de inflación

En el caso de Chile las expectativas de inflación se encuentran ancladas, dando espacio a la política monetaria para suavizar el ciclo

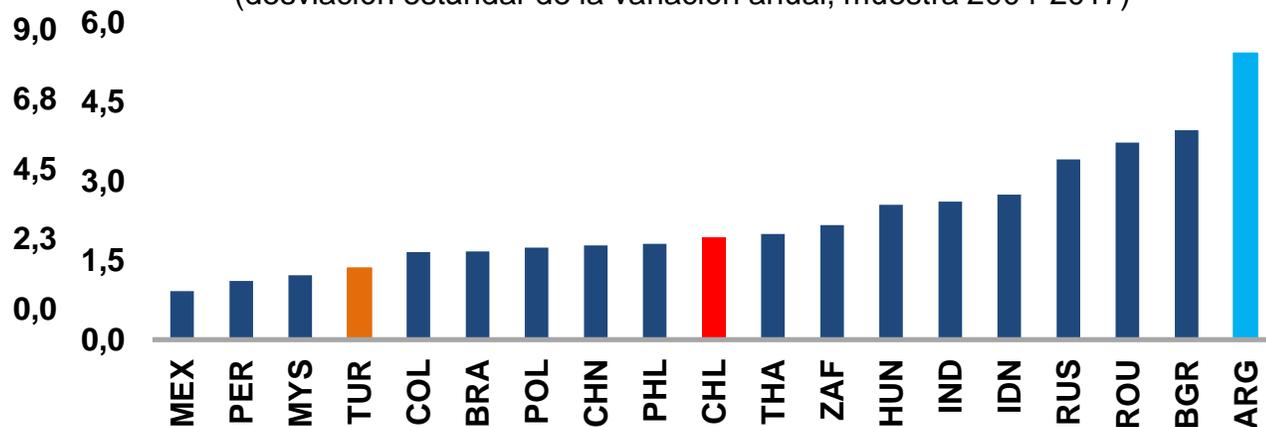
Desviación de las expectativas a largo plazo de la meta

(porcentaje, muestra 2004-2017)



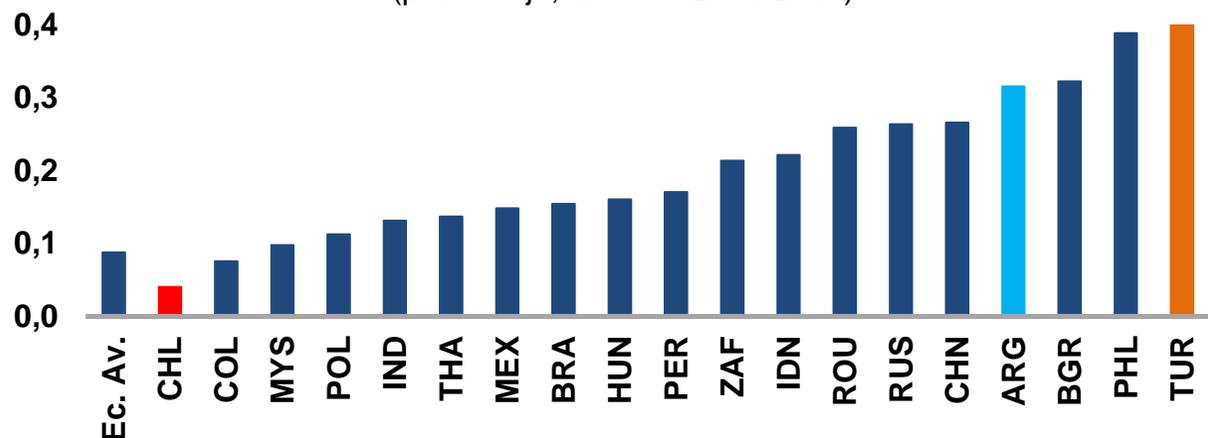
Volatilidad de inflación

(desviación estándar de la variación anual, muestra 2004-2017)



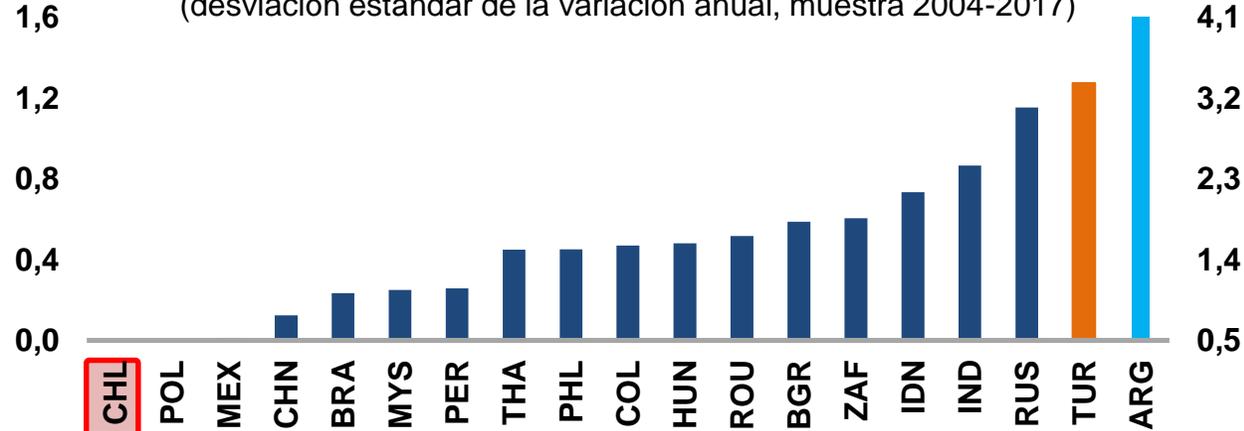
Sensibilidad de las expectativas a largo plazo respecto a sorpresas

(porcentaje, muestra 2004-2017)



Volatilidad de la expectativa de inflación a largo plazo (*)

(desviación estándar de la variación anual, muestra 2004-2017)



(*) Proyección a 5 años. Fuentes: FMI y Banco Central de Chile.



Capacidad de respuesta de la política macroeconómica

- El marco de política macroeconómica vigente en Chile es eficaz para enfrentar nuevas turbulencias externas, como ha quedado demostrado crecientemente desde 2000
- En comparación con la antesala de la CFG, las finanzas públicas no son tan fuertes, pero el mercado financiero es más profundo y la exposición a riesgos cambiarios es menor
- Actualmente la política monetaria tiene un amplio rango de maniobra
 - La inflación está controlada
 - Se ha fortalecido la flotación cambiaria y la credibilidad del Banco Central
 - La TPM está por debajo de su nivel neutral y por sobre el “piso cero”
- Pero las respuestas deben reservarse para cuando los riesgos se materialicen



En resumen

- Las EMEs están expuestas a cambios en actitudes frente al riesgo. 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 complejos. 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
- El régimen cambiario es un componente clave 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 surge de la noche a la mañana.
- 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. La volatilidad no es una medida de la vulnerabilidad del país.
- Un desafío especialmente vigente después de la CFG es compatibilizar estabilidad de precios con estabilidad financiera.



Agenda

1. Ciclo global y normalización de política monetaria en economías avanzadas
2. ¿Qué tan vulnerables son las EMEs a las condiciones económicas globales?
3. Fortalezas de la economía chilena
4. Desafíos relevantes



Desafíos relevantes

- Aunque la economía chilena ha demostrado alta resiliencia frente a shocks externos, aún hay elementos que se pueden fortalecer:
 - Recuperar holguras que se utilizaron durante el período de bajo crecimiento (balances y deuda pública, endeudamiento de los hogares, capitalización de la banca)
 - Desarrollar el mercado de derivados, para elevar la capacidad para mitigar riesgos cambiarios y financieros
 - Fortalecer la institucionalidad económica y la credibilidad de política, especialmente en el ámbito fiscal
 - Ampliar el instrumental macroprudencial, para reducir riesgos provenientes del ciclo financiero
- Junto con ello, es posible elevar la capacidad de crecimiento en el largo plazo, facilitando la reasignación de factores a firmas más eficientes y eliminando barreras al crecimiento de firmas más productivas, sin comprometer estándares ambientales o sociales





Normalización de las condiciones financieras globales: riesgos, amenazas y desafíos para las economías emergentes

Seminario “*Mirando al 2019 y más allá*”

Organizado por Copeval y Contémpora en beneficio del Hogar de Misión de María

Mario Marcel

Presidente, Banco Central de Chile

20 de noviembre de 2018