



Desafíos y oportunidades de los desarrollos financieros recientes

Mario Marcel
Banco Central de Chile



Escenario internacional

- Las expectativas de crecimiento económico siguen siendo positivas y altamente sincronizadas entre los países. Estimaciones recientes se han revisado al alza, principalmente debido al impacto de la política fiscal de EEUU en los países desarrollados...

...lo que significa una mayor inflación esperada en los próximos años.

- Las tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas aumentaron entre 15 y 50 pb en los últimos seis meses...

...el rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU es el que más aumentó (~50 pb), explicado principalmente por su componente de tasa neutral.

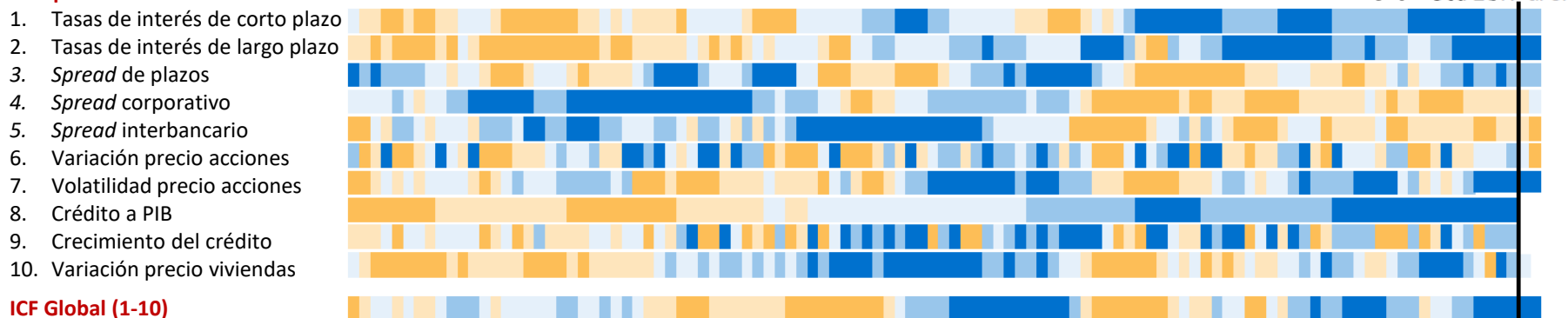
- El premio por plazo se ha mantenido bajo a pesar de las medidas de la Reserva Federal (aumentos de la tasa de fondos federales [FFR] y reducción del balance).
- La incertidumbre sobre variables clave como crecimiento, inflación, FFR; o cambios en el apetito de riesgo por los bonos del Tesoro, pueden llevar a una descompresión de las primas a plazo y un endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes.



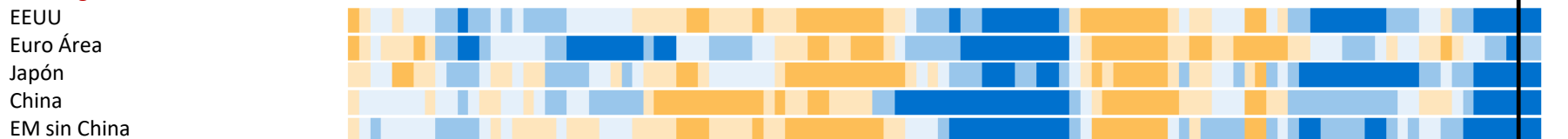
Las condiciones financieras globales siguen siendo favorables

Indicadores de condiciones financieras globales, regionales, y sus componentes (*)

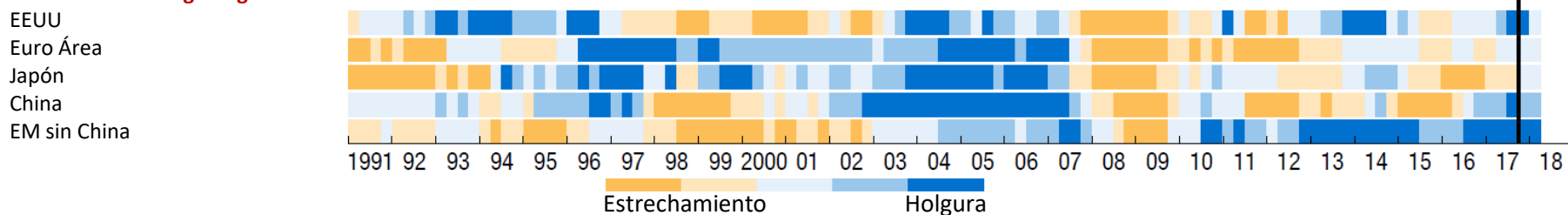
Componentes ICF Globales



ICFs Regionales



ICF Precio del Riesgo Regional



(*) La figura muestra los quintiles de series y componentes de ICF globales y regionales relativos a su propia historia. Los resultados se comparan con un ICF de "Precio de riesgo", que incluye solo información basada en el precio (componentes 1-7). La reducción de las condiciones se muestra en azul y los aumentos en amarillo. Para los componentes de ICF, el sombreado se basa en su contribución al índice de ICF, por ejemplo, un estrechamiento de los diferenciales de crédito en relación con las normas históricas estaría contribuyendo a la flexibilización de ICF, y por lo tanto, se muestra en azul.

EM = Economías Emergentes; ICF = Indicador de Condiciones Financieras; GFSR = Informe de Estabilidad Financiera Global (*Global Financial Stability Report*).

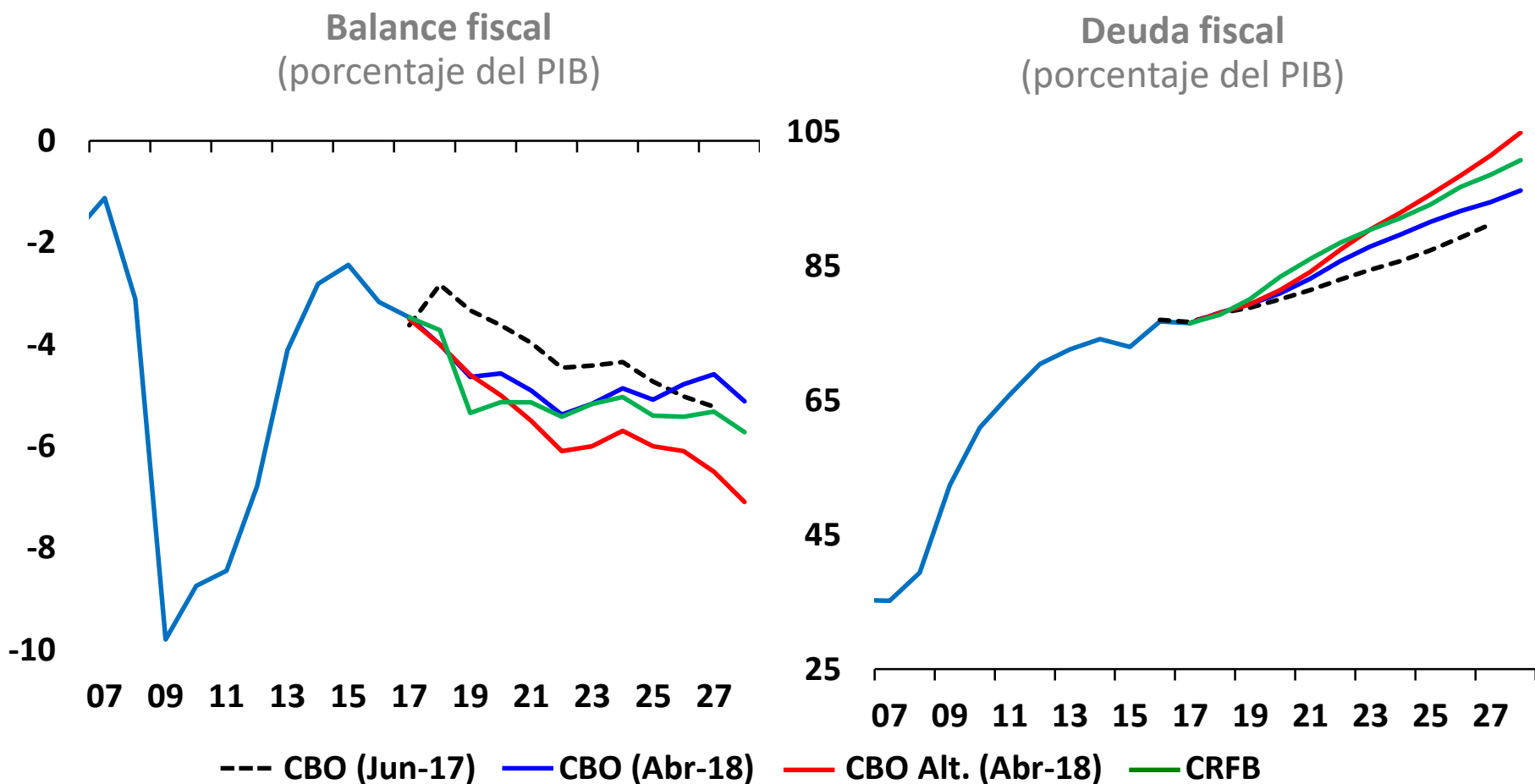
Fuente: FMI *Global Financial Stability Report*. Abril 2018.



...pero están surgiendo nuevas fuentes de riesgo

- Política fiscal procíclica en EEUU y presión sobre la Reserva Federal
- Renovada divergencia de la política monetaria en países avanzados
- Volatilidad del tipo de cambio
- Riesgos geopolíticos
- Posibles tensiones en la Euro Zona
- Escalada de los precios del petróleo
- Vulnerabilidad de algunas economías emergentes

Fuentes de riesgo: política fiscal en EEUU

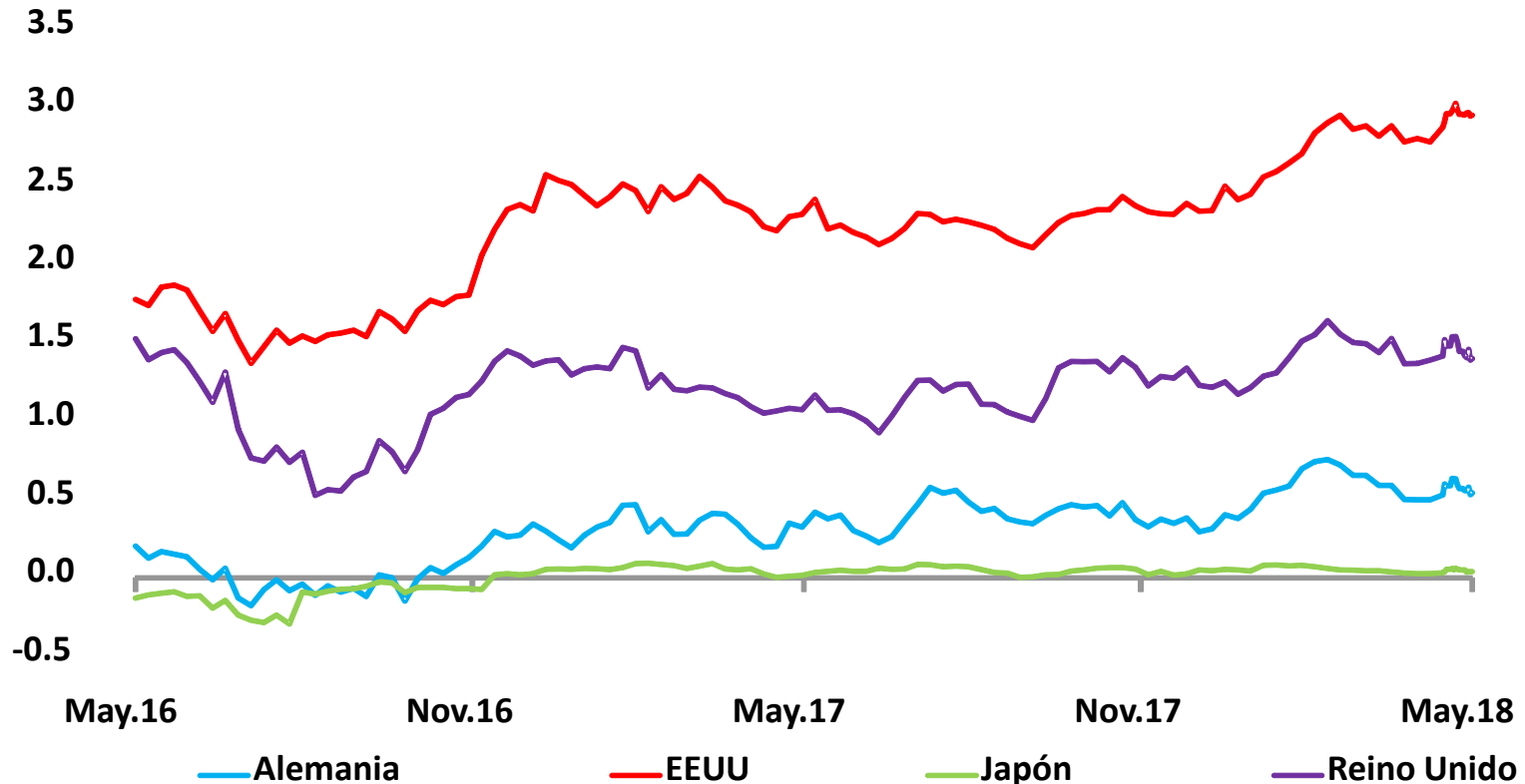


Fuentes: Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO), Comité para un Presupuesto Federal Responsable (CRFB), y FMI.



Las tasas de largo plazo se han normalizando en los países desarrollados, especialmente en EEUU...

Tasas de interés de bonos soberanos a 10 años
(porcentaje)

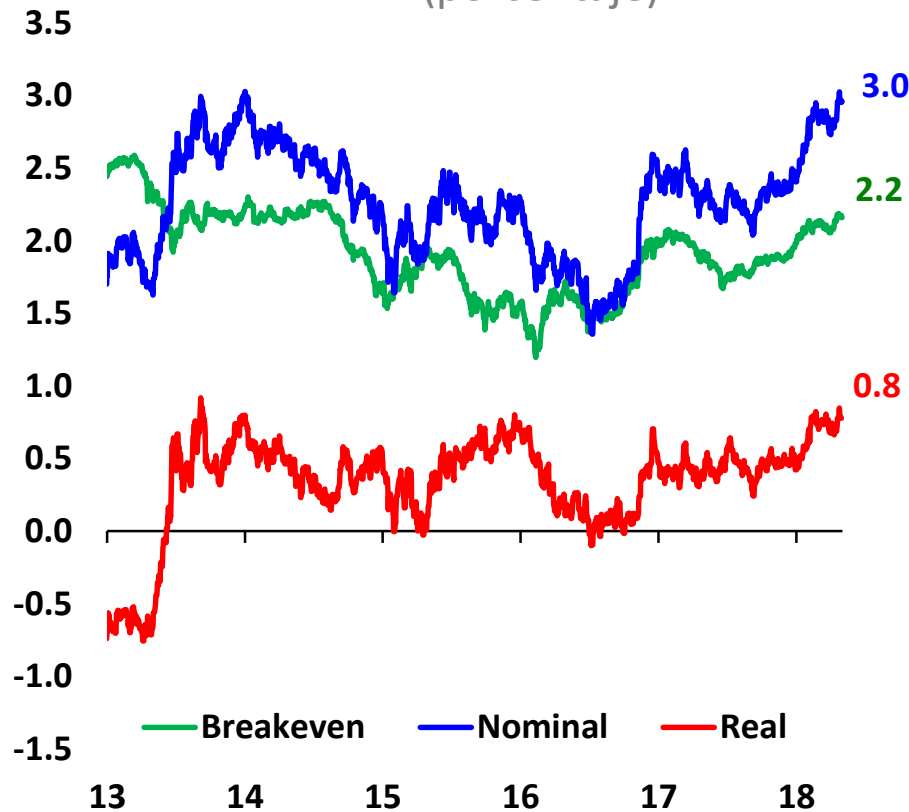


Fuente: Bloomberg.

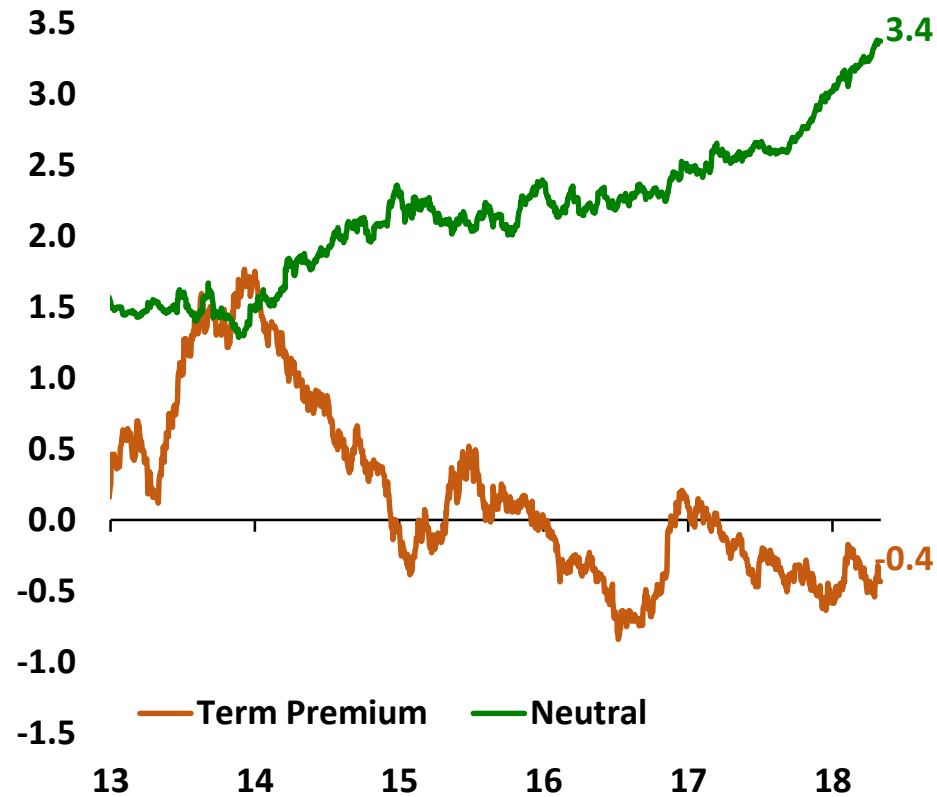


...donde la tendencia alcista en la normalización de la política monetaria se ha equilibrado, en parte, con premios por plazo comprimidos

Descomposición de la tasa de interés:
Nominal, real, y *breakeven*
(porcentaje)



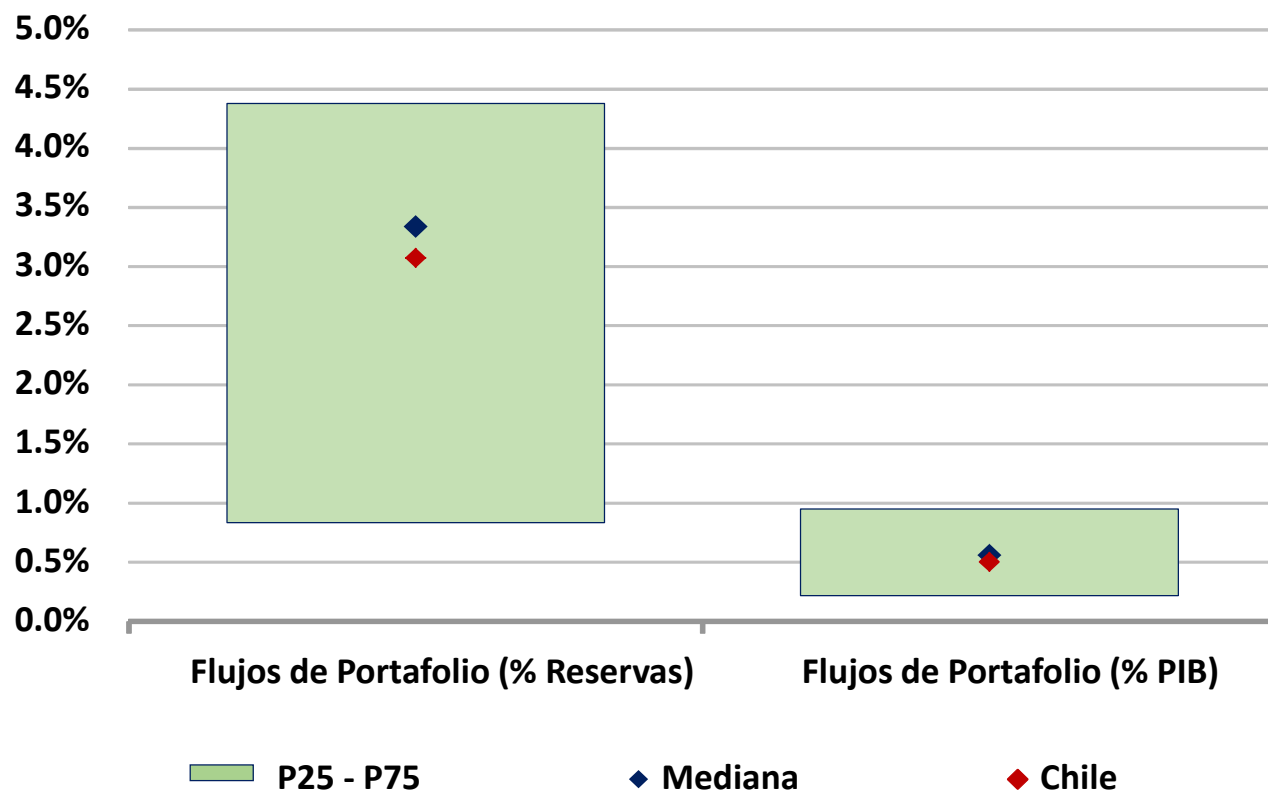
Descomposición de la tasa de interés:
Neutral y premio por plazo
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

¿Cómo puede la descompresión de los premios por plazo afectar el flujo de fondos a las economías emergentes?

Disminución de los flujos de fondos a las economías emergentes (1)(2)(3)
(porcentaje acumulado en 12 meses)



(1) El escenario de expectativas crecientes es idéntico al experimentado en 2013 (+190 pb). Además, el aumento en el *spread* de los bonos corporativos de BBB sería similar a lo ocurrido en 2011 (+125 pb).

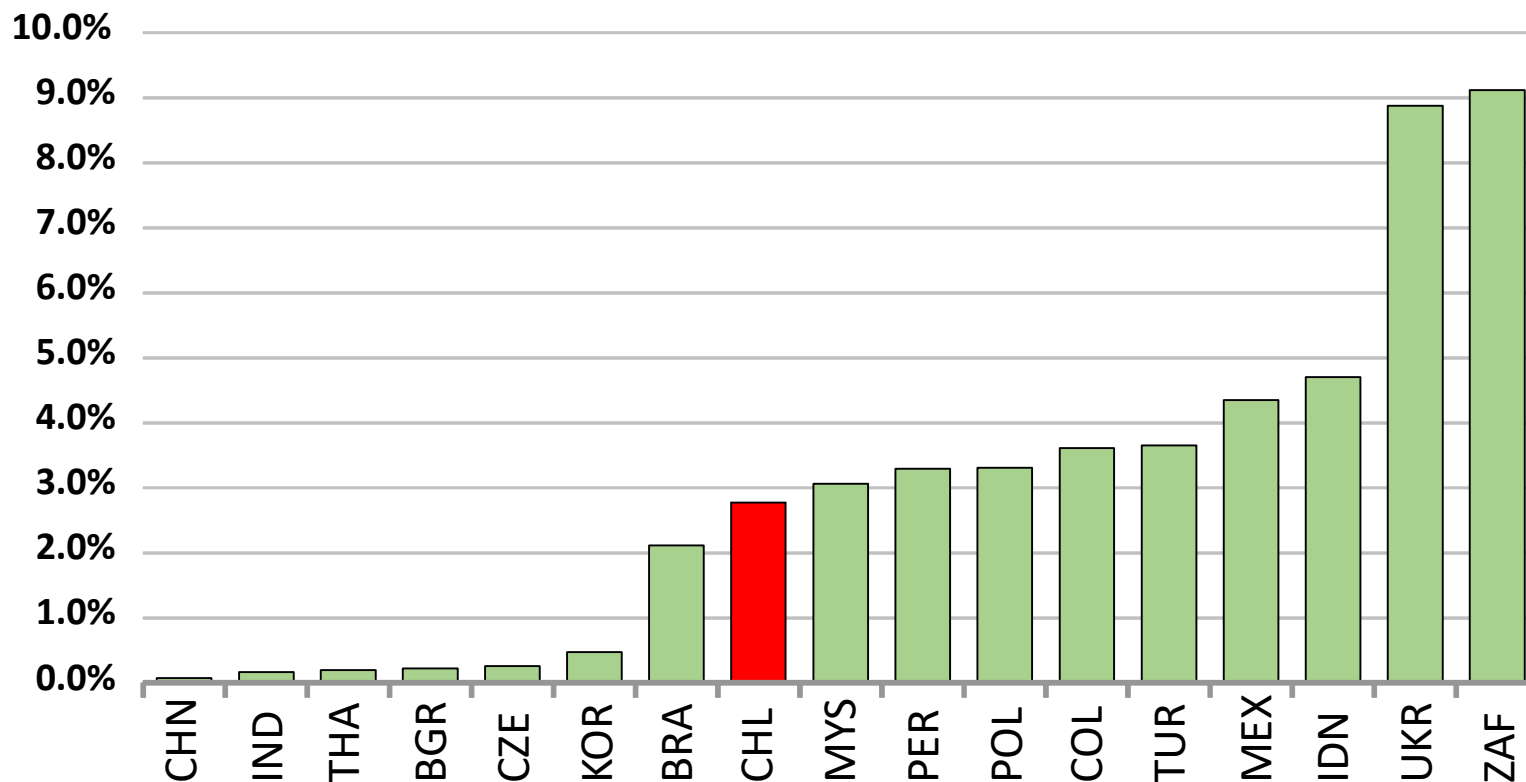
(2) Los países emergentes considerados son Brasil, Bulgaria, Colombia, Chile, China, República Checa, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, y Ucrania.

(3) Modelo basado en Koepke (2015).



Medidas mediante las reservas internacionales, las salidas de capital pueden diferir considerablemente entre las economías emergentes

Disminución de los flujos de fondos a las economías emergentes
(porcentaje de reservas internacionales, acumulado en 12 meses)



- (1) El escenario de expectativas crecientes es idéntico al experimentado en 2013 (+190 pb). Además, el aumento en el *spread* de los bonos corporativos de BBB sería similar a lo ocurrido en 2011 (+125 pb).
- (2) Los países emergentes considerados son Brasil, Bulgaria, Colombia, Chile, China, República Checa, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, y Ucrania.
- (3) Modelo basado en Koepke (2015).



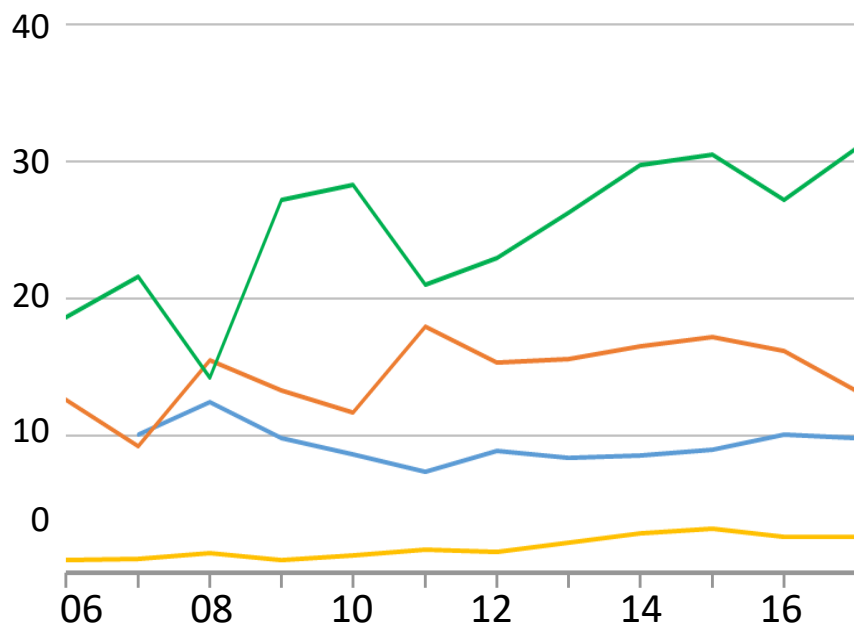
Las economías emergentes deben estar preparadas para enfrentar un entorno más desafiante

- Los indicadores convencionales como la apertura financiera, el endeudamiento, y las reservas de los bancos centrales pueden tergiversar la verdadera vulnerabilidad a las cambiantes condiciones financieras y crear incentivos equivocados
 - Una apertura persistente ayuda a desarrollar resiliencia de largo plazo y confiabilidad
 - Niveles de endeudamiento y perfiles de riesgo
 - Reservas del Banco Central y fuentes complementarias de liquidez externa
 - Definiciones de política: régimen de tipo de cambio
 - Exposición al riesgo por parte de los agentes: bancos, corporaciones no financieras, hogares
 - Profundidad y fortaleza de los mercados de capitales nacionales
- *Tipo de cambio como variable clave*

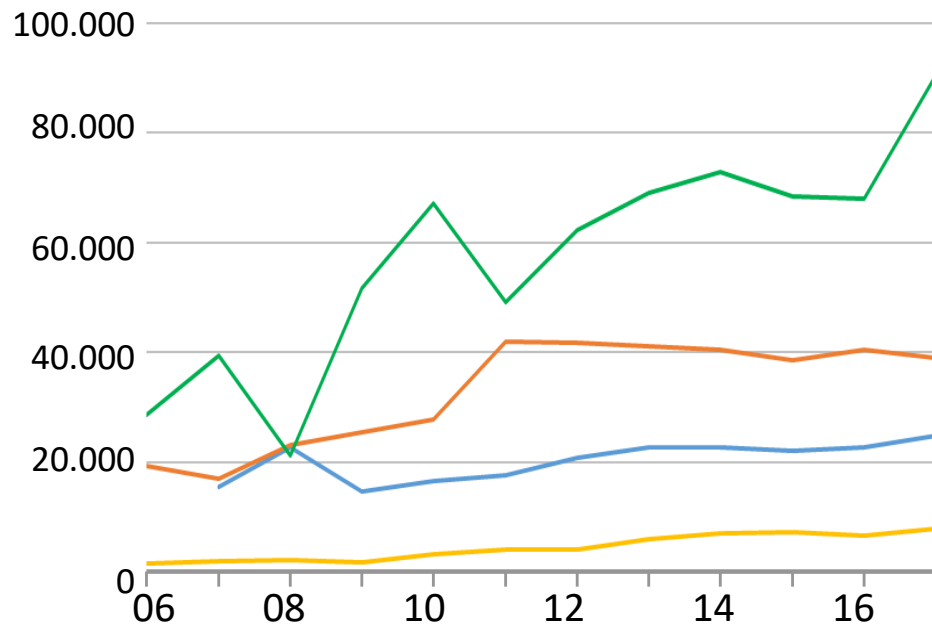


Considerando la imagen completa de la resiliencia externa: los activos externos de Chile

Activos internacionales de Chile
(porcentaje del PIB)



Activos internacionales de Chile
(millones de USD)



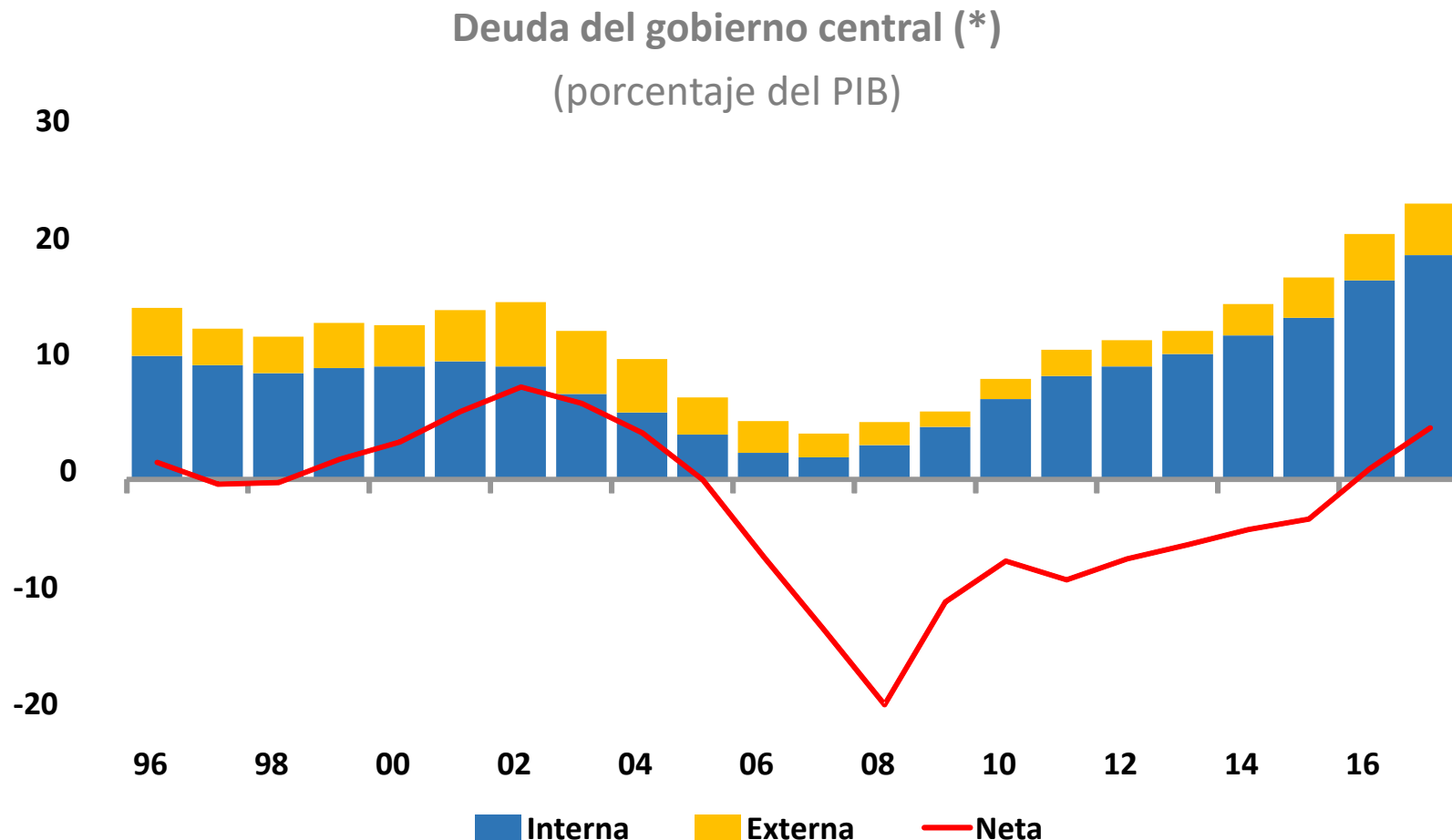
Fondos Soberanos
Act. Int. Fondos de Pensión

Reservas del Banco Central
Act. Int. Compañías de Seguro

Fuentes: Banco Central de Chile, CMF, y SP.



El papel del endeudamiento local y el Fondo Soberano en el balance del gobierno



Fuente: Banco Central de Chile basado en datos de DIPRES.



¿Cuál es el efecto derrame (*spillover*) esperado de FFR en las tasas de largo plazo de las economías emergentes?

Un estudio reciente del BCCh encuentra que un *shock* de 100 pb en el FFR tiene un impacto de 29 pb en las tasas a largo plazo de las economías emergentes. Este impacto es mayor cuando se considera el componente de premio por plazo o el período posterior a la Crisis Financiera Global

Spillovers desde FFR ()*

	<i>Economías avanzadas</i>		<i>Economías emergentes</i>	
	2003-2016	Post Nov.08	2003-2016	Post Nov.08
<i>Tasa de interés a 10 años</i>	0.335***	0.429***	0.293***	0.557***
<i>Tasa de interés esperadas</i>	0.331***	0.234***	0.054	0.136**
<i>Premio por plazo</i>	0.005	0.196***	0.239***	0.421***
<i>Depreciación de tipo de cambio</i>	7.50***	10.920***	3.520***	6.660**

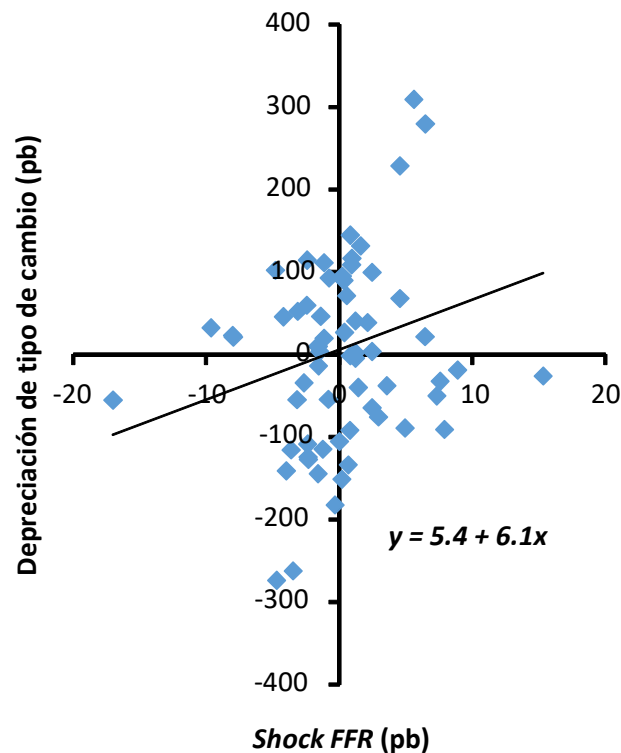
(*) La muestra incluye 12 economías emergentes y 12 economías desarrolladas. Regresión del panel con datos diarios entre enero-2003 y diciembre-2016. Las unidades representan un efecto de 1 punto base (pb), dado un *shock* de 1 pb en la tasa de política monetaria de EEUU. (***), (**), (*) implican significancia al 1, 5 y 10% de nivel de confianza, respectivamente.

Fuente: Albagli *et al.* (2018).

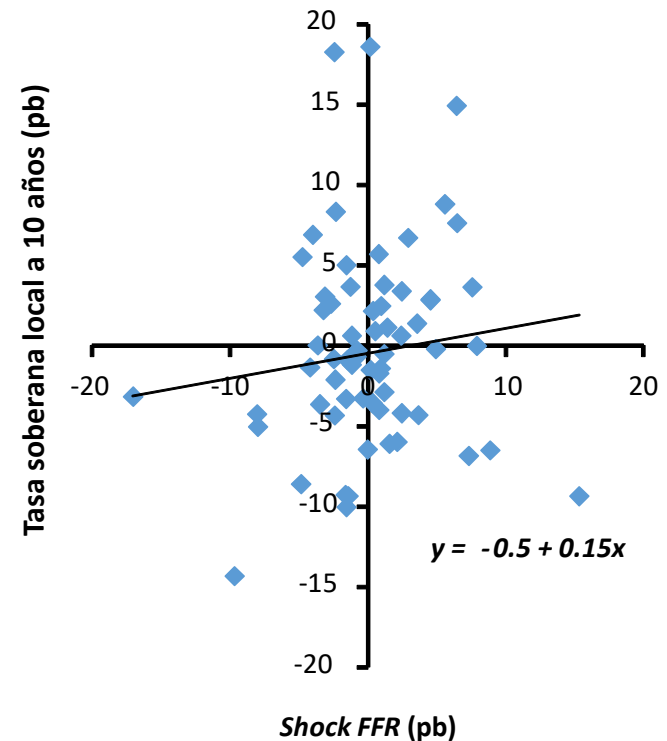


Para Chile, la sensibilidad de las tasas soberanas locales a 10 años a *shocks* de FFR es cercana a 0.15. Esta elasticidad es más alta en el caso de la tasa de cambio

Spillovers a tipo de cambio (*)



Spillovers a tasa de interés de largo plazo (*)



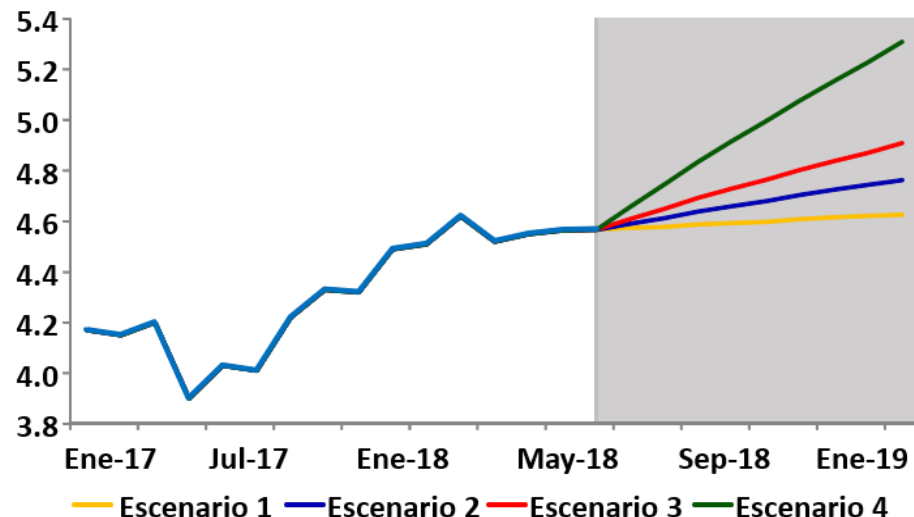
(*) Un aumento del tipo de cambio corresponde a una depreciación de la moneda local en relación con el dólar estadounidense. Los *shocks* de FFR se definen como cambios en la tasa de bonos estadounidenses a 2 años dentro de un período de 2 días alrededor de la reunión de la Reserva Federal.

Fuente: Albagli *et al.* (2018)



Escenarios alternativos de aumentos del FFR, premio por plazo, y EMBI Chile, afectarían la tasa local a largo plazo y representarían un promedio de traspaso de 0.15 a 0.25

Impacto en la tasa soberana a 10 años
(porcentaje)



Escenarios y efectos sobre la tasa soberana a
10 años (1)
(puntos base)

	Shocks (var. 12 meses)			Var. Tasa BCP10 ⁽²⁾	
	FFR ⁽³⁾	Pr. Plazo	EMBI	Jun. 18	Dic. 18
Escenario 1	50	0	0	3	7
Escenario 2	50	50	0	6	18
Escenario 3	75	100	0	10	32
Escenario 4	75	100	100	20	68

(1) Estimaciones basadas en un modelo VAR(1) que utiliza las siguientes variables: tasa sombra de EEUU, tasa neutral a 10 años, premio por plazo a 10 años, depreciación esperada del peso chileno, EMBI Chile, tasa BCP a 10 años. Proyección fuera de muestra durante el período de marzo de 2018 a enero de 2019.

(2) Variación con respecto a marzo de 2018.

(3) Aumentos de 25 pb en junio, septiembre y diciembre de 2018, según corresponda.

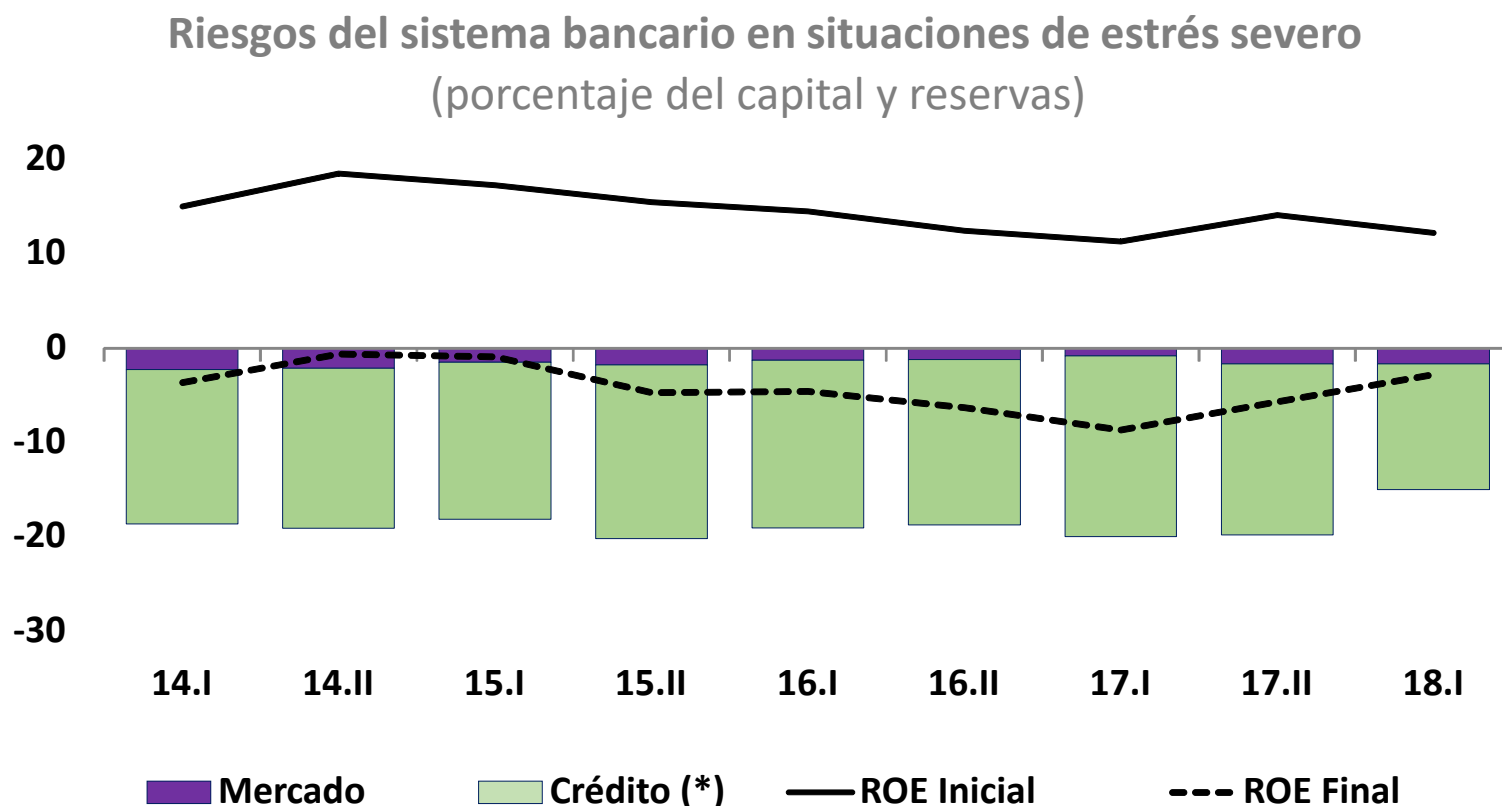


Algunos factores clave que respaldan al tipo de cambio como amortiguador de *shocks* financieros y de precios de materias primas

- **Minimizar la exposición financiera al riesgo de tipo de cambio.** Reducir los desajustes de moneda en el gobierno, las empresas, y balances bancarios a través de la regulación (¿macroprudencial?) y el uso de mecanismos de cobertura de mercado, como los derivados.
- **Un mercado capitales interno profundo y estable** es esencial para contener *shocks* financieros externos en el flujo de crédito. Algunos países lo resuelven mediante una alta propensión al ahorro; otros pueden necesitar forzar ahorros a través de planes de pensiones y seguros.
- Un régimen de tipo de cambio flexible también requiere **superar el miedo a la flotación** de las autoridades monetarias. Esto es especialmente importante dado el traspaso del tipo de cambio a la inflación interna.
- Finalmente, todo lo anterior puede necesitar depender de **buffers financieros sustanciales**, como niveles moderados de endeudamiento de los principales agentes económicos; activos financieros seguros (fondos soberanos de riqueza); bancos bien capitalizados, y otros.



Las pruebas de estrés al sistema bancario muestran que el riesgo de mercado, que incluye el riesgo de tasa de interés, es bajo en comparación con el riesgo de crédito...

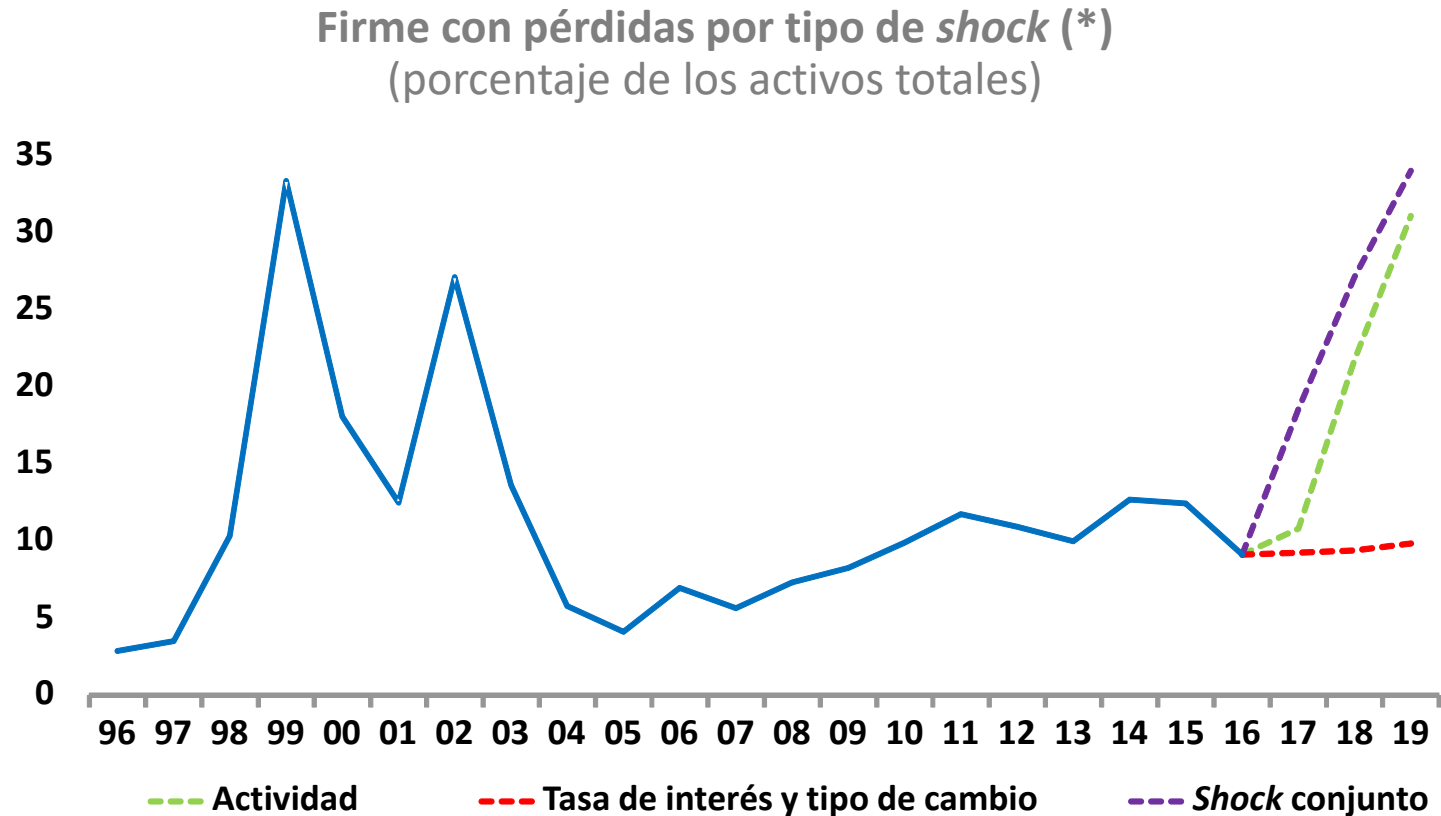


(*) Riesgo de crédito neto de margen.

Fuentes: Banco Central de Chile basado en Martínez *et al.* (2017) e información de la SBIF.



...resultados similares se encuentran para el sector corporativo, donde un *shock* de tasa de interés tiene un bajo impacto en el rendimiento



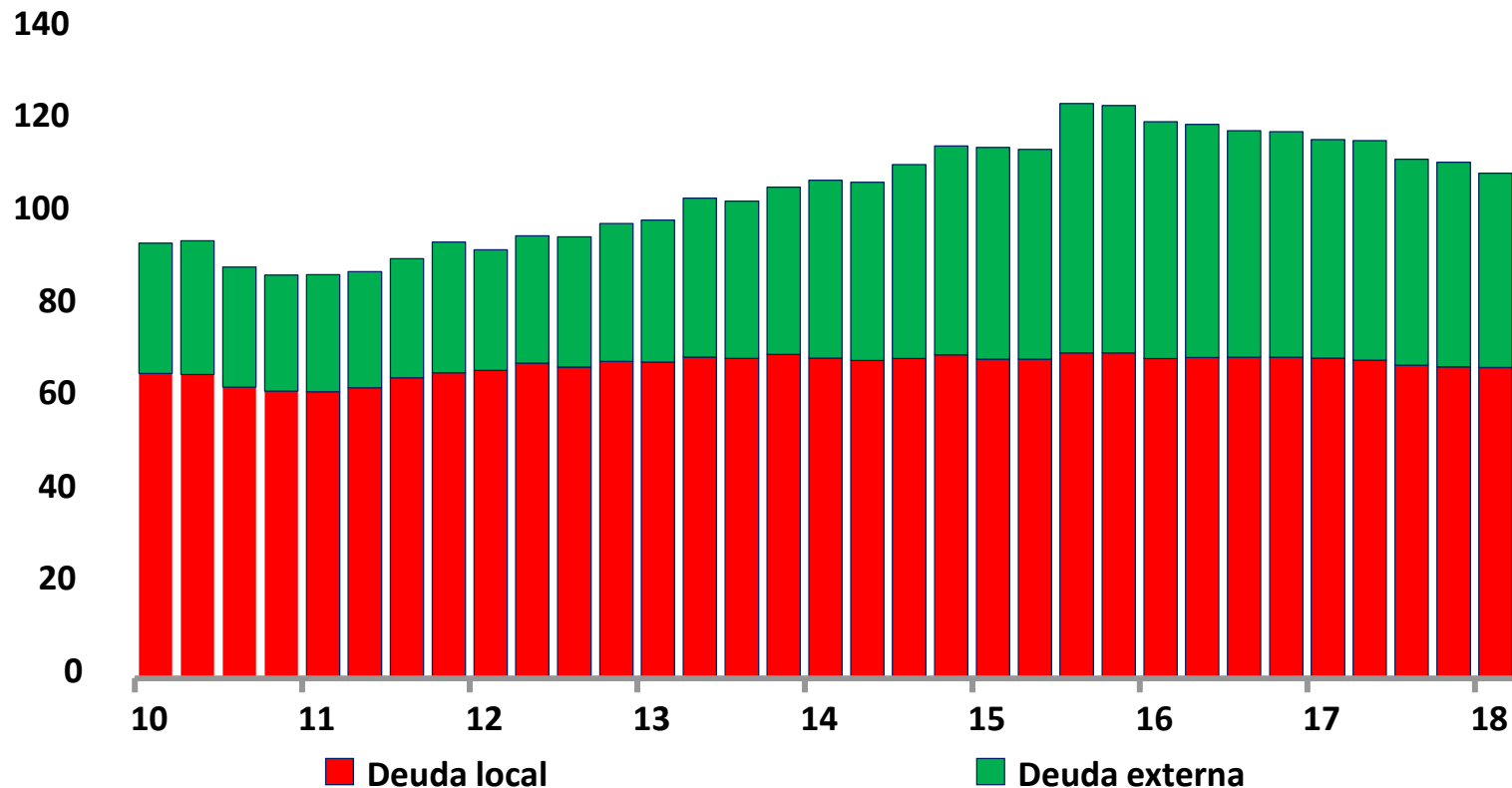
(*) Las empresas con pérdidas tienen una cobertura de intereses menor a uno. Datos individuales de diciembre de cada año. Las líneas discontinuas indican el horizonte de proyección.

Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de CMF.



El endeudamiento corporativo ha disminuido después de haber sido impulsado por préstamos relacionados con IED...

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

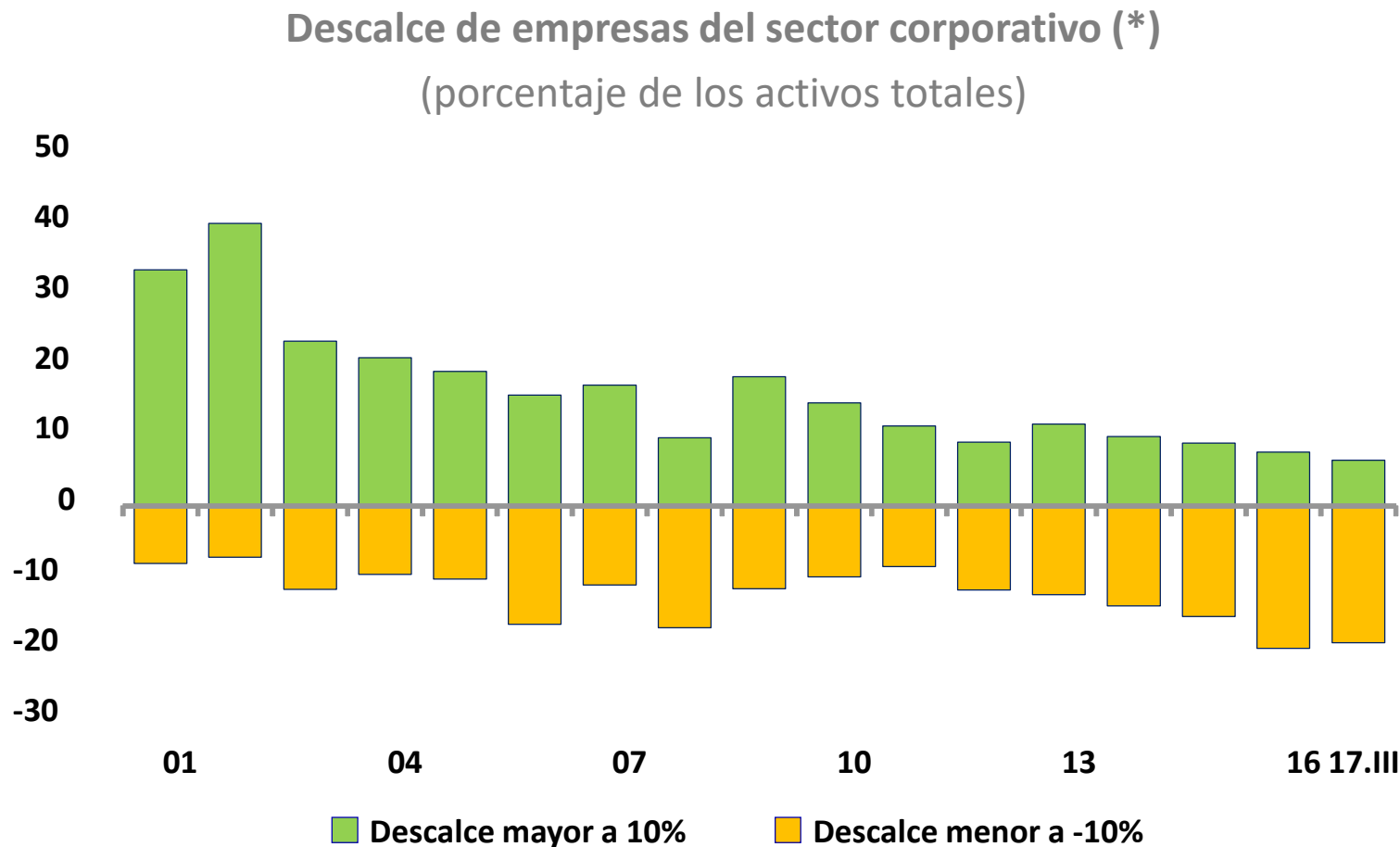


(*) Basado en datos a nivel de empresa, con la excepción de factoring, leasing y otros, bonos securitizados y papeles comerciales.

Fuente: Banco Central de Chile en base a datos de ACHEF, SBIF y CMF.



...mientras que el descalce de moneda ha continuado declinando



(*) Basado en una muestra de empresas que informan su balance general en CLP. Datos preliminares para 2017.III.

Fuente: Banco Central de Chile basado en datos de CMF.



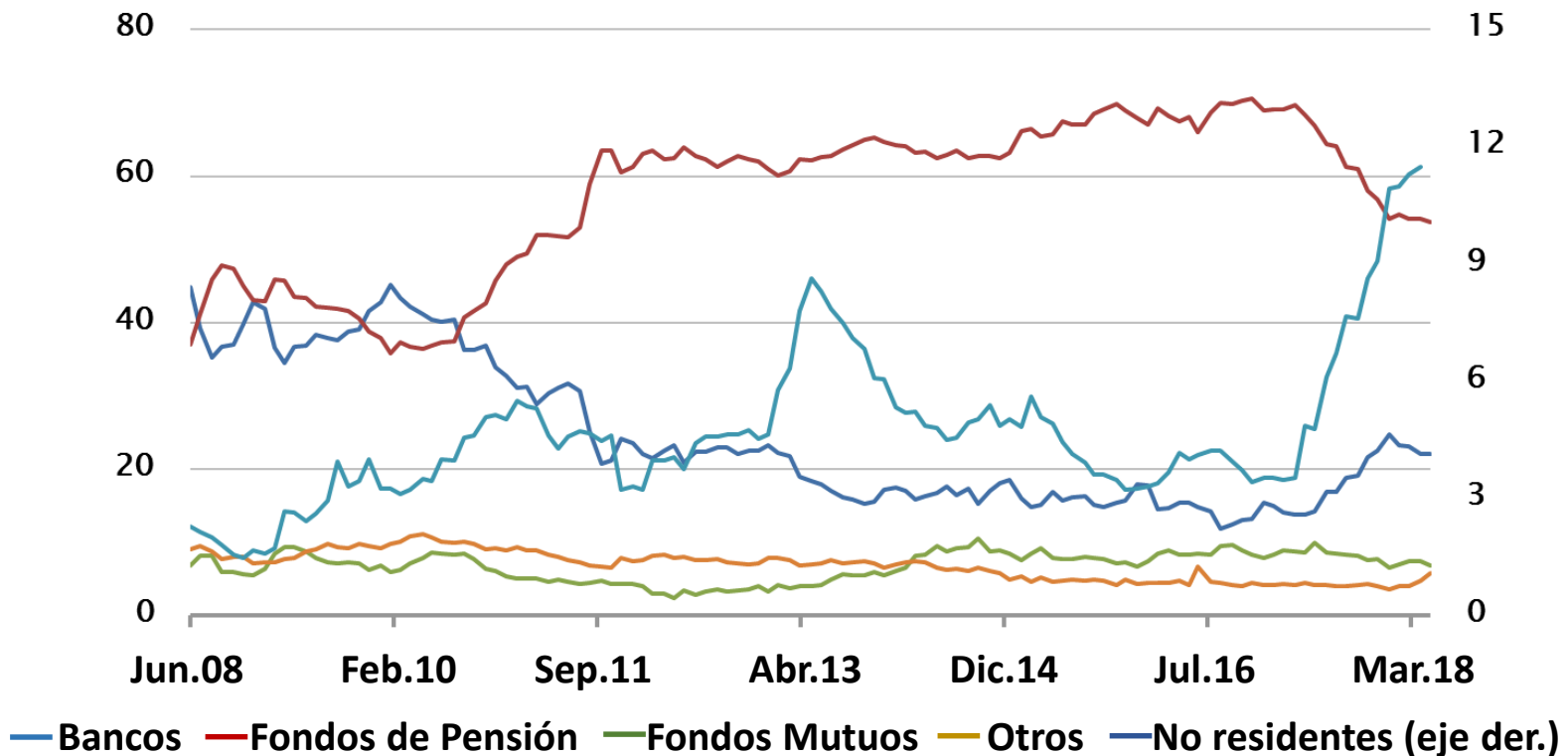
El impacto de las condiciones financieras cambiantes en los hogares depende de la exposición a los riesgos financieros y de la liquidez, en parte asociada a la composición de la deuda

- En Chile, la **deuda de los consumidores** la constituye cerca del 75% de préstamos bancarios a plazo, un 18% las tarjetas de crédito, y un 7% de las líneas de crédito.
- Prácticamente todos los **préstamos de consumo** tienen una tasa de interés fija, con un vencimiento promedio de entre 4 y 5 años.
- Sobre el efecto que un aumento en la tasa de interés tendría sobre el incumplimiento de esta cartera, Madeira (2017) encuentra que **un shock de tasa de 150 pb tiene un impacto limitado** en el impago del consumo de los hogares.
- Los **préstamos hipotecarios** explican la mayor parte del aumento en la deuda de los hogares en los últimos 6 años.
- Las **hipotecas se emiten casi en su totalidad a tasas fijas** (ajustadas a la inflación), vencimientos largos, y un LTV prudente. El 97% del flujo y el 88% de las existencias tienen una tasa fija y un plazo promedio de 22 años.
- En conjunto, estos elementos reducen el impacto potencial de un aumento en las tasas de interés sobre la carga financiera de los hogares.
- Una cuestión clave pendiente es la extensión a la cual las condiciones económicas más amplias ejercen presión sobre el endeudamiento adicional en términos más adversos.



La mitigación del riesgo de tasa de interés también depende del comportamiento de la base de inversionistas en la economía...

Base de inversores en bonos soberanos nacionales
(porcentaje)

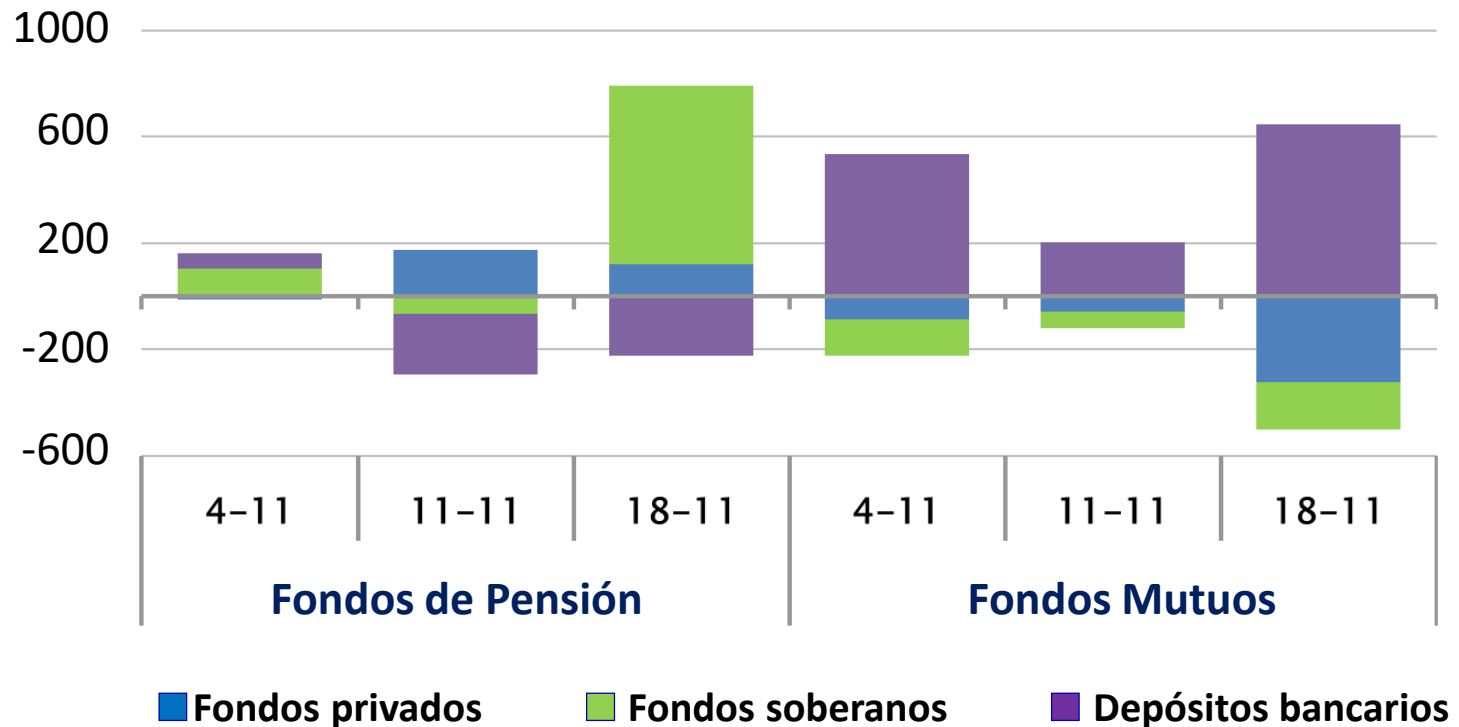


Fuentes: Banco Central de Chile y DCV.



...lo que hace particularmente relevante la forma en que la demanda y la oferta de bonos se comportan en momentos de estrés

Flujos de cartera de renta fija: Fondos Mutuos y Fondos de Pensiones
(millones de USD, Nov-16)



Fuentes: Banco Central de Chile y DCV.



Conclusiones

- Las tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas seguirán **aumentando**. El cambio en las percepciones de riesgo puede hacer que este proceso sea mucho más abrupto de lo planeado por los principales bancos centrales.
- Las economías emergentes deben prepararse para un entorno financiero más **desafiante**, especialmente aquellas que comienzan desde una posición económica más débil que aquella de la Crisis Financiera Global.
- Dado que las condiciones actuales son aún favorables, ofrecen una ventana de **oportunidad** para construir una mayor resiliencia económica.
- Al evaluar la vulnerabilidad/resiliencia de cada país, es importante ir más allá del **endeudamiento agregado**. Puede ser más importante la composición de la deuda y la exposición a riesgos financieros clave.
- La **exposición a riesgos externos puede ser solo una parte de la historia**. También es importante la exposición interna de los agentes y mercados. Un país puede aprovechar sus fortalezas internas para mitigar la vulnerabilidad externa.



Conclusiones

- El **régimen de tipo de cambio** desempeña un papel clave en la transmisión de choques externos. Los tipos de cambio flexibles pueden proporcionar un colchón efectivo...
...pero no una protección completa.
- Con los incentivos adecuados y el apoyo dado por la coherencia de las políticas, los mercados pueden desarrollar productos de **cobertura cambiaria más eficientes** que el seguro imperfecto del gobierno a través de intervenciones en el mercado de divisas.
- Del mismo modo, el gobierno, las empresas, y los hogares aún pueden reducir su exposición a los riesgos financieros y de liquidez mediante el **desapalancamiento y la refinanciación**.
- Entonces, hay una **serie de alternativas de políticas** a disposición de las economías emergentes para fortalecer su capacidad de adaptación a los cambios en el entorno económico y financiero actual.



Conclusiones

- Los países que han sido más lentos en abordar las vulnerabilidades estructurales pueden necesitar (re)construir *buffers* financieros a través de la consolidación fiscal y la acumulación de reservas internacionales.
- Los países que más han progresado en las reformas deberían poder, no solo confiar en ellas, sino también comunicarlas a los mercados para hacer una diferencia importante.





Desafíos y oportunidades de los desarrollos financieros recientes

Mario Marcel
Banco Central de Chile

