

RECUADRO II.1

VOLATILIDAD FINANCIERA Y DEUDA EXTERNA

Desde hace algunos meses, el escenario internacional muestra un deterioro de las condiciones financieras para las economías emergentes. Esto refleja, por una parte, la normalización paulatina de los estímulos monetarios en las economías desarrolladas, en particular EE.UU., y, por otra, un menor apetito por riesgo en un contexto de mayor incertidumbre respecto del alcance del conflicto comercial global. En un escenario de este tipo, las economías emergentes enfrentan un escenario de riesgo en que las condiciones financieras externas se ajusten abruptamente, observándose incrementos de las tasas de interés, salidas de capitales desde sus mercados y fuertes depreciaciones de sus monedas.

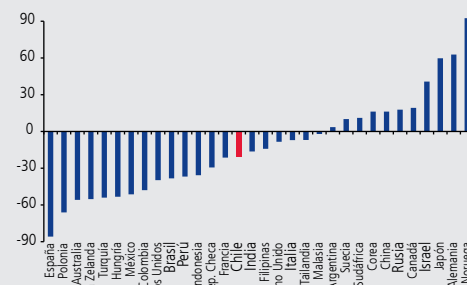
La economía chilena enfrenta esta coyuntura con buenos indicadores macroeconómicos. Ha retomado mayores tasas de crecimiento, muestra niveles de inflación levemente por debajo de la meta de 3%, y no presenta desbalances relevantes en sus cuentas fiscales ni externas^{1/}.

En materia financiera, un tema que recibe atención en este tipo de coyuntura es la deuda externa. Un examen acucioso al respecto requiere considerar no solo el nivel de pasivos externos, sino la exposición a variaciones en tasas de interés y tipo de cambio. Así, si bien la deuda externa de Chile pareciera elevada en comparación con sus pares, un análisis detallado de sus características muestra que no refleja una vulnerabilidad ante un escenario de depreciación cambiaria más pronunciada. Además, la economía cuenta con una posición de inversión internacional neta favorable respecto de otras economías emergentes y desarrolladas^{2/} (gráfico II.11).

A fines del 2017, la deuda externa total de la economía chilena llegó a algo más de 60% del PIB. Este es un nivel que se encuentra en la mediana de un grupo amplio de países emergentes y desarrollados. Del total de deuda chilena, una cifra en torno a 7%

del PIB corresponde a obligaciones del Gobierno Central. Sobre estas, es importante destacar su posición acreedora, al mantener activos en dólares que más que duplican sus pasivos y que se encuentran en instrumentos de alta liquidez^{3/} (gráfico II.12). Otra fracción —cerca del 9% del PIB— corresponde a deuda externa bancaria, cifra baja en comparación a otras economías emergentes. A su vez, los hogares cuentan con un importante stock de ahorro en el exterior a través de las inversiones de los fondos de pensiones. A julio del 2018, estos equivalían a cerca de 32% del PIB y una fracción relevante de ellos estaba en activos de alta liquidez. Por último, el 45% restante de la deuda externa chilena corresponde al sector corporativo no bancario^{4/}.

GRÁFICO II.11
Posición de Inversión Internacional Neta (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Datos para el 2017, excepto para Malasia, México, Brasil, Indonesia, Filipinas y China, donde datos corresponden al 2016.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

^{1/} El déficit de cuenta corriente del 2017 fue de 1,7% del PIB, y su proyección para el 2018 es de 2,2%. El déficit fiscal efectivo alcanzó 2,8% del PIB y para el 2018 el Ministerio de Hacienda proyecta que llegará a 1,7% del PIB.

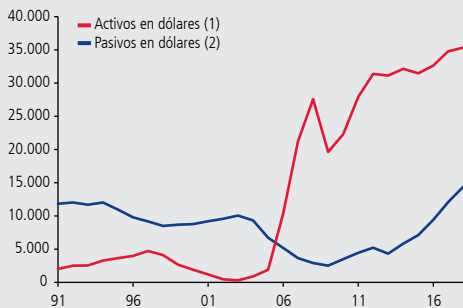
^{2/} Para efectos de comparación internacional, los datos reportados en el gráfico corresponden a los informados por el Fondo Monetario Internacional. Los datos oficiales chilenos, que corresponden a las Cuentas Nacionales, muestran una situación más cercana al equilibrio.

^{3/} Además, se debe considerar que el Banco Central mantiene reservas internacionales del orden de US\$38 mil millones, también invertidas en activos de alta liquidez.

^{4/} La evolución de la deuda corporativa ha sido analizada en diversas instancias del Informe de Estabilidad Financiera. Por un lado, el análisis regular de dicho documento revisa la evolución del endeudamiento total, sectorial, su morosidad y descalce. Además, se han publicado diversos cuadros sobre esta deuda y los riesgos asociados a fluctuaciones cambiarias. Por ejemplo, "Descalce cambiario de firmas en monedas distintas al dólar", IEF 2016.2; "Descalce cambiario del sector corporativo no financiero", IEF 2014.2; "Dinámica reciente de deuda de empresas", IEF 2017.1.

GRÁFICO II.12

Activos y pasivos en dólares del Gobierno Central
(millones de dólares, de fin de cada período)



(1) Incluye Fondo de Estabilización Económica y Social, Fondo de Reserva de Pensiones, Fondo de Estabilización del Petróleo, Fondo de Infraestructura e inversiones en moneda extranjera del gobierno central.

(2) Incluye deuda emitida en dólares americanos y en euros.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

En comparación internacional, el nivel de deuda externa corporativa chilena es relativamente elevado si se le contrasta con el promedio de los países emergentes incluidos en el gráfico II.13 —17% del PIB—. De hecho, el nivel de deuda externa de Chile está más cerca del promedio de las economías desarrolladas del mismo gráfico —46% del PIB. Para juzgar de manera adecuada las potenciales vulnerabilidades detrás estas cifras, se debe dar una mirada más detallada a la composición de la deuda externa corporativa^{5/}. En primer lugar, casi la mitad de ella —21% del PIB— corresponde a obligaciones relacionadas con inversión extranjera directa —préstamos entre empresas relacionadas (matriz-filial). Por su carácter de relacionadas, el riesgo de refinanciamiento es menor que el asociado a deuda bancaria o a instrumentos de deuda pública (bonos). El resto de la deuda externa corporativa es, en su gran mayoría, de largo plazo —24% del PIB— y está mayoritariamente en manos de empresas que reportan sus estados financieros a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

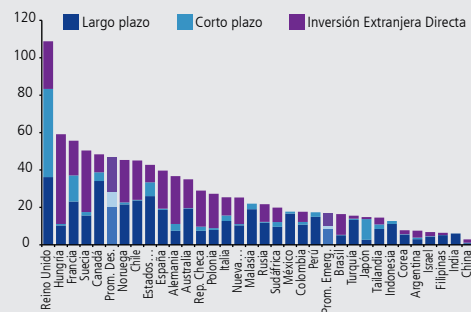
Considerando toda la deuda externa de las empresas que reportan a la CMF, es posible hacer un análisis detallado de sus características al separarlas por tipo de emisor (gráfico II.14). Primero, bajo esta separación, la deuda emitida por empresas públicas corresponde a poco más del 6% del PIB. Segundo, una fracción similar corresponde a empresas que llevan contabilidad en dólares, lo que refleja que esta es la moneda relevante para su actividad. En este caso, la emisión de deuda en moneda extranjera es la cobertura apropiada para aislar el efecto cambiario en su estado de resultados. Tercero, un porcentaje de

^{5/} Para mayor detalle del análisis, ver Fernández J. y F. Vasquez (2018).

la deuda que equivale a cerca de 4 puntos del PIB pertenece a deudores que poseen contabilidad en pesos. Sobre esto, es importante recordar que, como se menciona en los Informes de Estabilidad Financiera, estas empresas registran un descalce cambiario acotado, tanto en el promedio como en los extremos de la distribución. Así, la deuda externa de empresas con un descalce superior a 10% de sus activos solo corresponde a 0,3% del PIB. Esto se explica, porque las empresas que eligen financiarse parcialmente en moneda extranjera han implementado políticas de mitigación de riesgo cambiario a través del uso de contratos de derivados.

GRÁFICO II.13

Deuda externa corporativa (*)
(porcentaje del PIB)

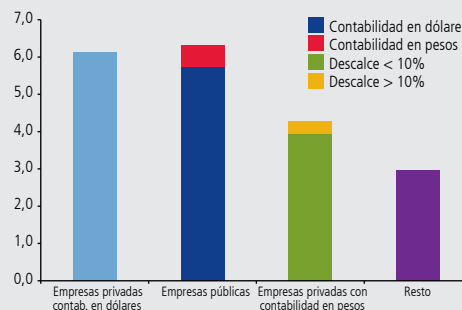


(*) Datos al 2017. Excluye deuda gubernamental y de empresas bancarias. Promedios simples para grupos de países desarrollados y emergentes.

Fuentes: Banco Central de Chile y Banco Mundial.

GRÁFICO II.14

Características de deuda emitida por empresas que reportan a la CMF (*)
(porcentaje del PIB)



(*) Información al 2017.

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

Conclusiones

La deuda externa corporativa chilena es mayor al promedio de una muestra de economías emergentes, lo que se explica, en parte, por el mayor nivel de desarrollo del mercado financiero local. Una revisión más detallada a la situación de los principales agentes emisores de deuda externa corporativa revela que los riesgos de refinanciamiento y de volatilidad cambiaria son acotados, ya sea por el tipo de acreedor o por la ausencia de descalces cambiarios relevantes. Adicionalmente, se debe tener presente que parte importante del grupo de empresas que reporta a la CMF tiene inversiones en el exterior que se financian con deuda tomada en Chile. Por ello, analizar la deuda externa chilena como proporción del PIB puede distorsionar el riesgo de su refinanciamiento, pues parte del valor agregado se produce fuera del país. La utilización de indicadores financieros como activos y patrimonio aparece más recomendable.

Esto facilita el rol del esquema cambiario flexible como amortiguador de los *shocks* externos, a diferencia de otros países emergentes, precisamente porque tanto el sector corporativo como financiero tiene una cobertura adecuada —y monitoreada en forma permanente por los reguladores respectivos. De hecho, parte de los efectos de la exposición cambiaria se reportan en los estados financieros de estos emisores, tanto el realizado como el prospectivo.

Esto ayuda a explicar cómo desde la adopción de la flexibilidad cambiaria en 1999, la economía chilena ha experimentado varios períodos de depreciación relevante del peso, como en el 2008, 2013 y 2015, sin que se hayan producido problemas relevantes en el sector corporativo con deuda denominada en dólares. De este modo, junto con un marco de política monetaria basado en metas de inflación flexible, el tipo de cambio libre en un contexto de mercados financieros profundos son pilares fundamentales del diseño macroeconómico del país.