



RECUADRO I.2:

Riesgos financieros del escenario externo

Las altas presiones inflacionarias han elevado las perspectivas para las tasas de política monetaria a nivel global, constituyendo el principal factor detrás del deterioro de las condiciones financieras mundiales desde el IPoM de marzo. En particular, la Fed ha comenzado con el retiro del estímulo monetario convencional y no convencional, y las sistemáticas sorpresas inflacionarias y la evolución de sus fundamentos sugieren que esto podría intensificarse hacia adelante (Recuadro I.1). En el pasado, estos eventos ocasionaron salidas de capitales relevantes para las economías emergentes. Así, el retiro de estímulo por parte de la Fed, la incertidumbre sobre la intensidad con la que este proceso continuará y las potenciales consecuencias que tendría sobre las economías emergentes, han elevado considerablemente la aversión al riesgo, especialmente para activos de economías emergentes. Se suman como factores de vulnerabilidad el elevado nivel que aún mantienen los precios de algunos activos, particularmente las viviendas; el alto nivel de apalancamiento soberano y corporativo; el aumento de la incertidumbre global por el conflicto entre Rusia y Ucrania; y las señales de debilidad de la economía china.

Las bolsas mundiales han tenido caídas importantes en lo reciente, y no se descarta una profundización de estas tendencias, especialmente en las economías desarrolladas. En estas últimas, si bien el nivel de las bolsas ya luce algo más coherente con las perspectivas de utilidades, es esperable que continúen cayendo en la medida que se intensifique el ciclo contractivo de política monetaria global, siga aumentando la aversión al riesgo y empeoren las perspectivas de crecimiento. Tras el inicio de la pandemia, los precios de las viviendas aumentaron fuertemente en las economías desarrolladas, impulsados por los cambios en las preferencias y el rápido crecimiento del crédito hipotecario (gráfico I.19). Sin embargo, las alzas recientes en las tasas de interés de largo plazo y la menor liquidez global se han traspasado al costo de estos créditos, elevando la probabilidad de una reversión de los precios de los bienes raíces, lo que el Banco Central Europeo destacó como un riesgo relevante en su último reporte de estabilidad financiera. El deterioro en los precios de los activos podría afectar además la economía global vía la caída en el consumo por la menor riqueza de los hogares y su menor ingreso disponible^{1/}.

Los elevados niveles de endeudamiento soberano y corporativo también vaticinan potenciales complicaciones, especialmente en combinación con mayores tasas de interés y menor liquidez global. Estos factores han provocado un importante incremento en el costo de financiamiento para gobiernos y empresas en economías desarrolladas y emergentes. Si bien aún se mantienen en niveles no muy alejados de promedios históricos, el incremento de la deuda tras el Covid-19 y las peores perspectivas de crecimiento conforman un encuadre de debilidad que podría gatillar problemas de sostenibilidad (gráfico I.20). En China, la situación también luce delicada, dados los desequilibrios acumulados en los últimos años en el sector inmobiliario. Además, varias economías emergentes muestran déficits de cuenta por sobre sus promedios históricos.

El contexto actual eleva la probabilidad de que las condiciones financieras para Latinoamérica y Chile empeoren aún más^{2/}. El escenario central de este IPoM anticipa un ritmo de normalización monetaria de la Fed más rápido que el implícito en los precios de mercado, y además considera un escenario de sensibilidad donde mayores presiones inflacionarias pudieran acelerar el proceso aún más. En el pasado, estos episodios han gatillado salidas relevantes de capitales de la región, provocando problemas de sostenibilidad de deuda y recesiones económicas^{3/}. Además, varios factores internacionales mitigadores de otros episodios estarían ausentes: el dólar se ha apreciado, las tasas de interés de largo plazo están aumentando, el ciclo económico está entrando en una fase de menor expansión, las perspectivas para China han empeorado y existen riesgos de que los precios de algunas materias primas, como el cobre, caigan ante la mayor debilidad global^{4/}. En Chile, se suma que los espacios de política monetaria y fiscal se han acotado dado el contexto inflacionario actual, y que los retiros de fondos de pensiones han reducido la capacidad de estos para mitigar una potencial salida de capitales de no residentes^{5/}.

^{1/} [Case, Quigley y Shiller \(2013\)](#) y [Sousa \(2009\)](#) y [Alfaro y Sagner \(2021\)](#).

^{2/} Esto fue reconocido como unos de los elementos centrales del escenario externo en el reciente [Informe de Estabilidad Financiera](#).

^{3/} Ver [Rey y Miranda Agrippino \(2022\)](#) y [Miranda-Agrippino y Nenova \(2022\)](#).

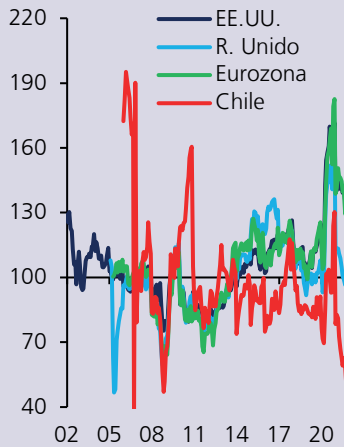
^{4/} [Recuadro I.1 IPoM Marzo 2017](#).

^{5/} [Informe de Estabilidad Financiera Primer Semestre 2022](#).

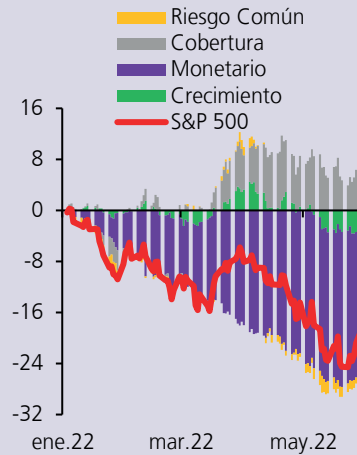


GRÁFICO I.19 RATIOS PRECIO/UTILIDAD, DESCOMPOSICIÓN S&P 500 Y PRECIOS DE VIVIENDAS

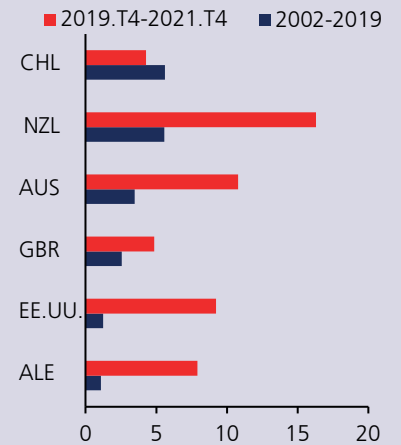
a. Razón precio/utilidades esperadas a doce meses (promedio 2006 - 2019 = 100)



b. Descomposición de cambios acumulados del S&P 500 (1) (puntos porcentuales)



c. Crecimiento promedio precios reales de las viviendas (puntos porcentuales)

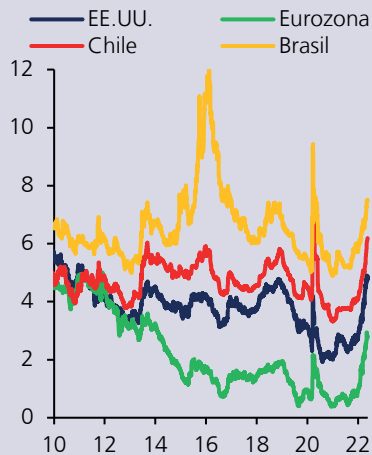


(1) El modelo descompone los movimientos comunes de las tasas de 2, 5 y 10 años y el índice accionario, identificando los distintos efectos según los tamaños relativos y signos de los coeficientes (Cieslak y Pang, 2021). Tasas usadas corresponden a los swaps cero-cupón.

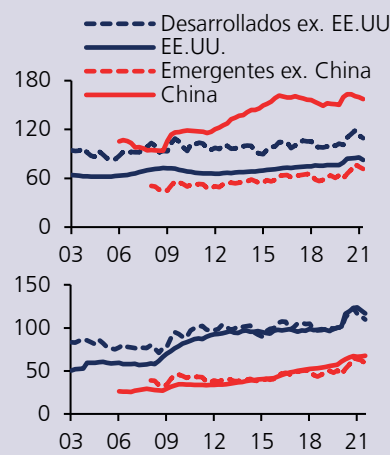
Fuentes: Banco Central de Chile, Bank for International Settlements y Bloomberg.

GRÁFICO I.20 TASAS DE BONOS CORPORATIVOS Y SOBERANAS, Y NIVELES DE DEUDA

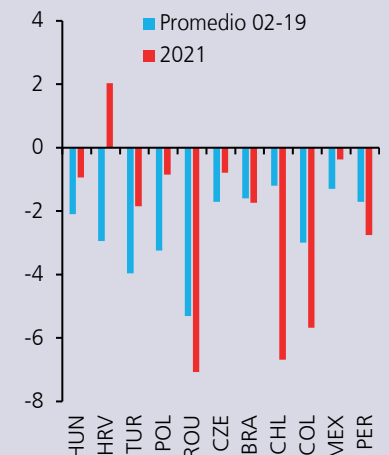
a. Tasas de bonos corporativos (EE.UU. y Eurozona: clasificación BBB; Chile y Brasil: índices CEMBI; puntos porcentuales)



b. Deuda corporativa no financiera (panel superior) y deuda soberana (panel inferior) (porcentaje del PIB)



c. Cuenta corriente como porcentaje del PIB (*) (puntos porcentuales)



(*) El dato de 2021 para Hungría, Croacia, Rumania, República Checa y Brasil corresponde a la estimación del FMI para el año 2021.

Fuentes: Bank for International Settlements, Bloomberg y Fondo Monetario Internacional.