

REUNIÓN DE POLÍTICA FINANCIERA

MAYO 2024





REUNIÓN DE POLÍTICA FINANCIERA

Correspondiente a la sesión de política financiera N°5, celebrada el 3 y 6 de mayo de 2024.

Asisten la Presidenta doña Rosanna Costa Costa, la Vicepresidenta doña Stepanka Novy Kafka y los Consejeros don Alberto Naudon Dell'Oro, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes y don Claudio Soto Gamboa.

Asisten también el Gerente General, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; la Gerente de División Política Financiera, doña Rosario Celedón Förster; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de División Mercados Financieros, don Ricardo Consiglio Fonck; la Gerente de División Estadísticas y Datos, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de División Asuntos Institucionales, don Michel Moure Casabianca; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Infraestructura y Regulación Financiera, don Gabriel Aparici Cardozo; el Gerente de Estudios Financieros (I), don Mauricio Calani Cadena; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Markus Kirchner; el Gerente de Análisis Internacional, don Guillermo Carlomagno Real; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; la Gerente de Estudios Económicos, doña Sofía Bauducco; el Gerente de Operaciones de Mercado, don Felipe Musa Silva; la Presidenta de la Comisión para el Mercado Financiero, doña Solange Berstein Jáuregui, y la Directora General de Estudios, Estadísticas y Datos de ese organismo, doña Nancy Silva Salas; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Alejandro Puente Gómez; el Jefe del Departamento de Análisis Financiero, don Andrés Alegría Figueroa; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

a. Escenario internacional

A nivel global, persistía la incertidumbre acerca del inicio y velocidad de la reducción de la tasa de política monetaria en EE. UU. lo que había impactado las expectativas respecto de la duración y magnitud de la divergencia de la política monetaria entre avanzados y emergentes, presionando a las monedas emergentes. En EE. UU. los registros de inflación habían sorprendido al alza, destacando la inflación de servicios y mayores perspectivas de crecimiento. En este contexto, se habían corregido las expectativas de recortes de la *Fed Funds Rate* para el año, con rebajas esperadas algo por debajo de 50pb. En la eurozona, el Banco Central Europeo había mantenido las tasas de referencia en los últimos meses, y se esperaban rebajas para el resto



del año. A su vez, se observaba que los precios de activos financieros presentaban mayor sensibilidad a *shocks* de política monetaria. Esto último estaba teniendo mayor impacto en tasas largas que lo que se había visto en el pasado. Con todo, en el margen, las condiciones financieras se habían estrechado y las tasas de largo plazo habían subido.

El sector bancario seguía reportando estándares crediticios restrictivos en una gran cantidad de países, manteniéndose las preocupaciones por las vulnerabilidades de la banca regional estadounidense, lo que se reflejaba en los precios accionarios para este segmento. A su vez, el sector inmobiliario no residencial se encontraba bajo presión a nivel global, en especial, en instituciones de menor tamaño de EE. UU., debido a cambios estructurales que generó la pandemia y altas tasas de interés.

La situación fiscal en las economías avanzadas se había deteriorado dados los altos niveles de deuda y perspectivas de mayores déficits fiscales, especialmente en EE. UU. La mantención de conflictos geopolíticos había afectado los precios del petróleo y costos de transporte, lo que estaba induciendo a mayores presiones inflacionarias. La economía china mantenía focos de atención, donde el mercado inmobiliario y de deuda de gobiernos locales continuaba siendo una fuente de riesgos latente.

b. Escenario local

En el escenario local se avanzaba significativamente en la resolución de los desequilibrios acumulados durante los últimos años lo que había permitido consolidar la disminución de la inflación e implementar recortes a la tasa de política monetaria (TPM).

El costo de financiamiento de largo plazo había evolucionado de acuerdo con los desarrollos macro financieros internacionales, manteniendo elevadas las tasas de interés de los créditos hipotecarios y de los comerciales a mayor plazo. Esto contrastaba con tasas de corto plazo que estaban traspasando las disminuciones de la TPM, lo que empezaba a notarse en los indicadores financieros de empresas y hogares.

La economía comenzaba a transitar hacia el crecimiento tendencial de largo plazo, aunque algunos sectores se mantenían rezagados. Ello incidía en aumentos en el impago, que mostraba una tendencia al alza y alcanzaba niveles por sobre los históricos. Este mayor impago se había incrementado, principalmente en grupos de empresas que accedieron a créditos FOGAPE durante la pandemia y entre ellos destacaban sectores específicos, como comercio, construcción e inmobiliario.

La actividad crediticia permanecía con un dinamismo acorde a la evolución del ciclo económico. A nivel de carteras, las colocaciones hipotecarias habían mantenido tasas de crecimiento positivas, aunque por debajo de promedios históricos, mientras las colocaciones de consumo mostraban aún caídas. Por su parte, las colocaciones comerciales se mantenían con tasas de crecimiento negativas, lo que se explicaba principalmente por factores de demanda. De esta manera, la Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre del 2024, señalaba que la demanda por financiamiento se había debilitado respecto del trimestre



anterior, principalmente por una menor inversión. Por su parte, las condiciones de oferta se percibían similares a las del trimestre previo.

Los bancos, ya habían enterado el pago de la primera etapa de la FCIC, y se esperaba que el vencimiento de la segunda y última fase de esta facilidad transcurriese sin mayores efectos en los mercados, dados los elevados niveles de liquidez de la banca y la disponibilidad de instrumentos para la gestión de estos vencimientos.

La banca se mantenía resiliente y con una adecuada posición de solvencia, liquidez y provisiones, lo cual le permitía enfrentar pruebas de tensión severas. Se destacaba que conforme avanzaba el calendario de implementación de Basilea III, la banca enfrentará mayores requerimientos de capital, por lo que deberá continuar reforzando su base de capital. Finalmente, las proyecciones al primer trimestre del 2024 mostraban que la brecha del crédito a PIB permanecía bajo su tendencia, de largo plazo, acorde al ciclo macroeconómico. Por su parte, los modelos macro financieros, daban cuenta de que el crédito comercial comenzaría la fase de recuperación y alcanzaría tasas de crecimiento real anual cercano a su nivel de largo plazo al cierre de este año, después de varios trimestres en terreno negativo.

2. Análisis de vulnerabilidades, riesgos y mitigadores

Desde la RPF anterior, el escenario externo continuaba siendo la principal fuente de riesgos para la estabilidad financiera local. Varios elementos de dicho escenario podían gatillar un estrechamiento de las condiciones financieras para las economías emergentes. Por una parte, se evaluaba que las tasas de largo plazo podrían mantenerse elevadas por un tiempo prolongado. A su vez, persistía la incertidumbre con relación al rumbo que seguiría la política monetaria de EE. UU. Los activos financieros más riesgosos habían mostrado además alzas de precios relevantes ubicándose en valores elevados en perspectiva histórica. Por otra parte, las tensiones geopolíticas mundiales se mantenían elevadas. Todos estos elementos en combinación con las vulnerabilidades de la banca regional en EE. UU., los intermediarios de créditos no bancarios y el alto endeudamiento soberano y privado global podían generar cambios abruptos en las valoraciones de los activos financieros y el apetito por riesgo. De esta forma, los *spreads* podrían aumentar y los montos de financiamiento para las economías emergentes podrían estrecharse significativamente.

De esta manera, el mapa de riesgos externos mantenía señales de alerta. Se observaban vulnerabilidades en variables de renta fija, principalmente en EE. UU. y Europa, así como den el sector inmobiliario en China. Los indicadores de volatilidad mostraban señales mixtas. Por un lado, el VIX seguía en niveles bajos, mientras, por otro lado, el indicador de volatilidad implícita de las tasas soberanas se mantenía alto y en EE. UU. habían aumentado los premios por riesgo soberano. En contrapartida, se observaba una disminución de las vulnerabilidades que exhibían las variables de liquidez internacional.

En el ámbito interno, se habían resuelto los significativos desequilibrios macroeconómicos de años previos, aunque la profundidad del mercado de capitales continuaba en niveles bajos. La reducción de la inflación y



de las tasas de interés de corto plazo habían contribuido a normalizar el endeudamiento y la carga financiera de hogares y empresas. Así, los mapas de riesgo a nivel local no mostraban mayores cambios desde la RPF anterior, resaltando la persistencia de las tasas de largo plazo en niveles altos y el deterioro de la cartera de los bancos. El sector inmobiliario no había recuperado su dinamismo, con ventas que se encontraban en niveles bajos, aun cuando se observaba una recuperación incipiente.

Finalmente, los resultados de los ejercicios de tensión señalaban que el sistema bancario mantenía niveles de solvencia y liquidez suficientes para enfrentar la materialización de los riesgos severos de crédito y de mercado. Se enfatizaba que los bancos debían continuar fortaleciendo sus bases de capital para enfrentar los mayores requerimientos conforme avanza el calendario de Basilea III. Adicionalmente, se debía continuar fortaleciendo la resiliencia de los agentes locales y del sistema financiero.

3. Análisis de opciones de política

En cuanto a las opciones de política, todos los miembros del Consejo apoyaron la opción de mantener la decisión de la Reunión de mayo de 2023, al igual que lo realizado en la RPF anterior, es decir, la mantención del RCC en 0,5% de los activos ponderados por riesgo (APR), exigible a contar de fines de mayo de 2024.

La mayoría del Consejo consideró que el escenario de riesgos no difería significativamente respecto del de la RPF anterior y que estos se concentraban principalmente en el escenario externo. Un consejero, sin embargo, planteó que los riesgos eran algo menores. En línea con la evaluación de riesgos del Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2024, se consideró que las condiciones financieras globales continuaban estrechas, en un contexto en que persistía la incertidumbre acerca del inicio y velocidad del comienzo del periodo de baja de tasas de políticas en avanzados, en especial en EE. UU. La mayor persistencia inflacionaria se traducía en un ajuste en las expectativas de recorte de tasas. Lo anterior, se veía reflejado en un cambio importante de las condiciones financieras, con tasas de corto plazo más elevadas que a su vez estaban impactando a las de largo plazo.

Varios Consejeros mencionaron que, dadas las elevadas valoraciones de precios de activos, una mantención o un aumento de las tasas de corto plazo podrían gatillar un ajuste abrupto de los precios de activos financieros, elevando de manera significativa los *spreads* de financiamiento para las economías emergentes. Respecto de vulnerabilidades aún presentes en la banca regional en EE. UU., se consideraba que habían sido manejadas por las autoridades y que, si bien continuaban siendo riesgos latentes, no se habían manifestado de manera explícita.

En el plano local, los Consejeros, pusieron un foco de atención en la evolución del impago. Su aumento era impulsado principalmente por sectores cuya recuperación se encontraba rezagada, lo que había hecho aumentar el impago de manera transversal ubicándola por sobre niveles históricos, a excepción de la cartera de vivienda. Lo anterior, había incidido en la acumulación de provisiones por parte de la banca ante el mayor riesgo de crédito.



Se destacó que la economía chilena había logrado resolver los significativos desequilibrios macroeconómicos de años previos, lo que se reflejaba en una inflación que se acercaba a la meta y consecuente reducción de la TPM, y en una importante consolidación fiscal. Ello permitía reducir las tasas de colocación, lo que empezaba a percibirse en mejoras en las condiciones financieras. Con todo, un Consejero indicó que no era posible descartar que la economía chilena fuese más sensible que en el pasado a los *shocks* externos. En este contexto, se mencionó que la consolidación fiscal era elemento clave para asegurar recursos, así como también para generar espacio para enfrentar *shocks*.

En relación con la banca local, se destacaba que el sistema se encontraba con niveles adecuados de capital para enfrentar episodios de estrés severos, aunque se recalca la importancia de mantener niveles de capital robusto. A su vez, se señalaba que la mantención del RCC era consistente con la necesidad de mantener la resiliencia de los bancos.

En línea con lo discutido en las RPF del año pasado, un Consejero manifestó que mantener el RCC en 0,5% no tendría costos relevantes para la economía, los bancos, ni para la macro en general y ayudaría en la comunicación de los objetivos de la herramienta. Otro consejero evaluó que mantenerlo en 0,5% era consistente con la necesidad de continuar fortaleciendo la resiliencia de los bancos. Además, se mencionó que la activación del RCC en un nivel acotado, ofrecía la disponibilidad de un instrumento complementario ante un riesgo que, aunque menos probable, no podía descartarse. De esta manera, los Consejeros consideraron pertinente destacar que el RCC corresponde a una herramienta macroprudencial de conducción de política financiera de carácter preventivo que posee la cualidad de ser un colchón liberable por decisión de la autoridad para todo el sistema bancario en caso de un episodio de estrés financiero.

Finalmente, los Consejeros reafirmaron la relevancia de continuar profundizando el marco de política del RCC, manteniendo el programa de refinación del marco analítico, incluyendo la definición de un nivel neutral, anunciado para el año en curso, teniendo en cuenta la evolución de esta herramienta a nivel internacional, los aspectos idiosincráticos de la economía chilena y su sistema financiero, y el estado de avance de Basilea III.

4. Decisión de política financiera

La Presidenta señora Costa, la Vicepresidenta señora Novy y los Consejeros señor Naudon, señor Céspedes y señor Soto votaron por mantener el Requerimiento de Capital Contracíclico en un nivel de 0,5% de los activos ponderados por riesgo, el que será exigible a contar de fines de mayo de 2024.

