

Miércoles 3 de noviembre de 2021

Banco Central de Chile publica Informe de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2021

El Banco Central de Chile publicó hoy el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre de 2021. Este documento entrega la visión del Consejo del Instituto Emisor respecto de los principales riesgos, vulnerabilidades y mitigadores para la estabilidad financiera en el país.

Este IEF destaca que en las principales economías del mundo y también en Chile, los impulsos de política para contener el impacto económico de la crisis del Covid-19 han contribuido a la recuperación económica en el corto plazo, a evitar la extensión de la crisis a los mercados financieros y a fortalecer la resiliencia de usuarios y oferentes de crédito, en un contexto especialmente desafiante.

No obstante, el persistente impulso a la demanda local y cambios estructurales en el mercado de capitales, producto de liquidaciones forzadas de activos de inversionistas institucionales, han impactado significativamente los precios de activos. A ello se suma el deterioro de las finanzas públicas y un aumento de la incertidumbre. Todos estos factores han llevado las variaciones de las tasas de interés de mercado, el tipo de cambio y los valores bursátiles en Chile a los extremos de los movimientos internacionales y han comenzado a reflejarse en un deterioro de las condiciones financieras que afectan a los actores domésticos, como el costo de financiamiento para el Fisco, las tasas y plazos de créditos hipotecarios y la valorización de fondos previsionales.

Estos desarrollos limitan la capacidad del sistema financiero, empresas y hogares, para soportar nuevas correcciones y/o eventos disruptivos, los que han cobrado mayor probabilidad de ocurrencia, tanto en el ámbito interno como externo. En este último caso, destacan los riesgos de reversión en percepciones de riesgo, las dificultades en cadenas de suministro y las preocupaciones sobre el sector inmobiliario chino. Del lado doméstico, preocupan las posibilidades de una contracción del crédito frente a mayores percepciones de riesgo, así como la vulnerabilidad de sectores más apalancados que se vean afectados por deterioros de sus mercados.

Situación del sistema financiero

De acuerdo con el documento, a nivel local las medidas de estímulo fiscales y monetarias, junto con permitir que muchas empresas se mantuvieran funcionando, contribuyeron a que la economía se recuperara más rápido, sobre la base de un gran dinamismo del consumo privado, lo que ha fortalecido la situación financiera de las empresas. Los apoyos fiscales a los hogares aumentaron su liquidez y permitieron compensar caídas de ingresos, contribuyendo a mantener acotadas las tasas de morosidad. Dichos elementos han evitado un deterioro de las carteras bancarias, lo que ha permitido mantener la resiliencia de los oferentes de crédito local.

No obstante lo anterior, el IEF plantea que las medidas de estímulo dirigidas a los hogares, como los sucesivos retiros de ahorros previsionales y anticipos de rentas vitalicias, si bien han aportado liquidez adicional, también han golpeado fuertemente al mercado de capitales. En este sentido, tanto el tipo de cambio como las tasas de interés locales han presentado fuertes correcciones

en comparación con otras economías, lo que ha producido alzas en la volatilidad de los precios de diversos activos. Es así como en el lapso transcurrido entre el informe del primer semestre (mayo de 2021) y este reporte, las tasas de interés de largo plazo se han elevado más de 250 puntos base (pb), mientras la moneda local se ha depreciado 17%.

Los retiros de ahorros previsionales, en particular, han tenido como efecto inmediato una reducción en el tamaño de los fondos de pensiones cercano al 18% del PIB, lo que ha impactado principalmente al mercado de renta fija. Esta reducción de los fondos intermediados afecta de manera directa la provisión de financiamiento de largo plazo, lo que se combina con otros factores que han generado un deterioro en condiciones financieras, como el menor ahorro fiscal. Adicionalmente, y como consecuencia de la elevada incertidumbre, ha aumentado la demanda por activos en dólares y se ha intensificado la salida de capitales que se venía observando desde la irrupción de la crisis social. Estos elementos han reducido el ahorro nacional, lo que aumenta la dependencia de los mercados financieros externos.

En cuanto al impulso fiscal desplegado desde mediados del 2020, el documento indica que se ha reducido el margen para aplicar nuevas políticas de mitigación en caso de registrarse eventos adversos. Las medidas antes mencionadas afectan de manera directa al mercado de renta fija, principal fuente de financiamiento en moneda nacional del Fisco. La menor demanda por títulos soberanos se produce en un contexto de menor base de ahorro público y, por lo tanto, mayores necesidades de financiamiento fiscal.

Respecto de las mayores presiones inflacionarias, el IEF releva que el Consejo del BCCh elevó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 225 pb entre julio y octubre. Esto, en atención a los mayores riesgos para la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política, lo que llevó a la entidad a adelantar el retiro del estímulo monetario, anticipando que la convergencia de la TPM a su nivel neutral se produciría antes de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. No obstante, la TPM se mantiene aún en terreno expansivo y las perspectivas de control de la inflación redujeron las tasas de largo plazo en cerca de 70pb desde la última alza.

El IEF señala que el deterioro de las condiciones de financiamiento locales no ha desencadenado problemas significativos en la situación financiera de las empresas. Las medidas de apoyo, fiscales, financieras y monetarias, así como la recuperación económica y la adaptación de las firmas, contribuyeron al repunte de las ventas, a la normalización en el nivel endeudamiento y a disminuir el nivel de impago de las empresas. Desde el último informe, la deuda de las empresas disminuyó, alcanzando 117% del PIB al segundo trimestre del 2021, por la recuperación de la actividad y el menor dinamismo del crédito, asociado a una menor demanda por financiamiento.

Por su parte, los cambios en las condiciones financieras, en las valoraciones bursátiles y la mayor incertidumbre en torno a las inversiones se ha traducido en un significativo aumento del reparto de dividendos de las empresas, combinando el efecto de mayores utilidades y un menor ahorro corporativo.

Por otra parte, el despliegue de medidas de apoyo ha descomprimido las presiones sobre las finanzas de los hogares que se venían acumulando desde comienzos del año pasado. Así, desde el IEF anterior, la liquidez siguió aumentando producto de los retiros de ahorros previsionales y la ampliación de las transferencias fiscales. Lo anterior ha resultado en una mayor tenencia de activos más líquidos y una moderación en el endeudamiento de los hogares, el cual se ubicaba en torno a 49% del PIB al segundo trimestre de este año y ha permanecido estable desde entonces.

El informe agrega que los retiros de ahorros previsionales han tenido como contraparte una importante disminución del ahorro de los hogares, el cual pasó desde 9,9% a 5,6% del PIB en el último año. Desde el Informe anterior, han mantenido su nivel de carga financiera sobre ingresos laborales, y han utilizado parte de la liquidez disponible para pagar sus deudas.

Vulnerabilidades, riesgos y mitigadores

Los ejercicios de tensión bancarios indican que el sistema bancario permanece solvente y con indicadores que mejoran levemente respecto del ejercicio previo, incluso frente a escenarios severos de deterioro adicional en la evolución de la pandemia y las condiciones financieras. Esto se debe en parte al comportamiento precautorio de la banca y la constitución de un nivel apropiado de provisiones. Además, con el fin de avanzar hacia el cumplimiento con los límites normativos, en conformidad con los estándares de Basilea III, distintas entidades anunciaron capitalizaciones extraordinarias, entre ellas se cuenta la recientemente promulgada para Banco Estado por US\$1.500 millones.

Sin embargo, el IEF indica que los recientes cambios estructurales al mercado financiero local comprometen la habitual intermediación de recursos de la cual la banca participa, especialmente en plazos más largos, así como la capacidad de los bancos para proveer servicios de cobertura cambiaria. En el corto plazo esto ya se ha traducido en condiciones más restrictivas para los créditos de largo plazo para personas y empresas. Ejemplo de ello es lo ocurrido en los créditos hipotecarios, donde los plazos y la proporción del pago al contado han retornado a los niveles observados 20 años atrás. Un mayor deterioro del sistema financiero agudizaría este desarrollo afectando la capacidad de pago y fondeo del gobierno, personas y empresas, así como la solvencia de la banca.

El IEF sostiene que, a nivel global, en un contexto donde persiste incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, la elevada liquidez global ha favorecido el repunte de las economías. No obstante, ha tenido como efectos colaterales una mayor búsqueda y valoración de activos financieros más riesgosos, y un mayor endeudamiento del sector corporativo y de los gobiernos. Lo anterior, combinado con la expectativa de retiros acelerados del estímulo monetario en diversas economías, u otros eventos, podría reducir la capacidad de refinanciar deudas que mantienen estos agentes e incrementar de forma abrupta de sus premios por riesgo.

Por otro lado, el informe agrega que el principal riesgo para la estabilidad financiera local está en nuevas liquidaciones forzadas de activos que continúen debilitando al mercado de capitales local de forma estructural y limiten su capacidad de enfrentar correcciones y/o eventos disruptivos. La expectativa de sucesivas repeticiones de esta medida elevaría la incertidumbre y reducirían aún más la capacidad del mercado de renta fija para proveer financiamiento y amortiguar shocks externos. Ello impulsaría adicionalmente el costo de financiamiento e impondría mayores restricciones de acceso tanto al crédito hipotecario para personas, como a fondos para inversión para empresas, y al fondeo del Fisco. Dichos elementos, a su vez, redundarían en menor crecimiento de largo plazo.

EL IEF agrega que, aunque el incumplimiento se mantiene en niveles históricamente bajos para hogares y empresas, hay sectores que se mantienen financieramente más débiles producto de la pandemia. Un nuevo deterioro de la situación económica aumentaría su probabilidad de impago futuro y dificultaría su acceso a financiamiento. Asimismo, aparecen nuevos factores de riesgo para los usuarios de crédito, asociados a aumentos en tasas de interés y mayor inflación. Tanto para empresas como personas, el efecto combinado de estos factores aumenta el riesgo

de impago en escenarios estresados, más allá de lo que podría producirse por un nuevo debilitamiento del escenario de actividad.

El informe concluye que el amplio espectro de escenarios posibles, originados por el deterioro actual y potencial del mercado de capitales y un contexto internacional más desafiante, se encuentra con una economía chilena más vulnerable y con menor espacio de política económica para mitigarlos. En el contexto de una situación sanitaria que pudiera experimentar recaídas y afectar la economía, las medidas de mitigación tienen menos holguras de acción que al comienzo de la pandemia. Una menor fortaleza de la política fiscal podría afectar la percepción de riesgos sobre nuestra economía y elevar aún más el costo de financiamiento. A ello se suma una política monetaria que se encuentra en una fase de retiro del estímulo, una fuerte depreciación de la moneda, y un mercado de capitales de menor tamaño con reducida capacidad para afrontar fluctuaciones.

Lo anterior redundaría en una reducción del margen para aplicar políticas paliativas ante escenarios de deterioro de las expectativas, cambios estructurales en el sistema financiero, o nuevos eventos disruptivos.

Recuadros y capítulo temático

El IEF incluye un capítulo temático sobre el mercado cambiario en Chile, donde se destaca la importancia de que sea eficiente y competitivo, dado el régimen de flotación cambiaria vigente, y entrega una visión sobre los posibles cambios futuros en su estructura y funcionamiento.

El análisis abarca la estructura y participantes del mercado local, así como los mecanismos de negociación, compensación y liquidación. También se analizan los resultados que produce la interacción de estos factores en métricas como complejidad de los instrumentos transados, liquidez del mercado, y costos para los usuarios, entre otros. El funcionamiento del mercado cambiario en condiciones adecuadas de seguridad, competencia, y con instrumentos que se ajusten a las necesidades de sus participantes, es de primer orden en un régimen de flotación cambiaria. Por ello, en lo más reciente el BCCh ha llevado a cabo diversas iniciativas para facilitar el uso transfronterizo del peso chileno y para el desarrollo de infraestructuras que mitiguen los riesgos asociados a estas transacciones. Lo anterior puede producir en el mediano plazo cambios relevantes en el funcionamiento del mercado cambiario.

Adicionalmente, el IEF incluye los siguientes recuadros:

1. **Incertidumbre y mercados financieros:** expone los efectos que ha tenido el aumento de la incertidumbre económica y política sobre el comportamiento de los precios financieros y los flujos de capitales, destacando una incipiente tendencia reciente de mayor preferencia de residentes por activos en moneda extranjera.
2. **Deuda corporativa y vulnerabilidades recientes:** describe las causas del aumento en deuda corporativa a nivel mundial desde la crisis financiera global, con énfasis en el repunte reciente a raíz de las medidas de apoyo de los gobiernos para enfrentar la pandemia. Destaca el caso de China ante los últimos acontecimientos en el sector inmobiliario de dicho país.
3. **Situación financiera de las firmas y riesgos subyacentes:** aborda el efecto que las políticas implementadas han tenido sobre los indicadores financieros de las empresas y su riesgo de crédito.

4. **Internacionalización de monedas:** discute el potencial de internacionalización del peso chileno en transacciones dentro de la región o dentro de mercados financieros de economías emergentes.
5. **Implementación del Requerimiento de Capital Contracíclico:** estudia los principales elementos considerados en otras jurisdicciones para la determinación del requerimiento de capital Contracíclico de Basilea III.
6. **Activos digitales y la nueva propuesta de ley para el sector Fintech:** se refiere a las características de los activos digitales que representan dinero electrónico, comúnmente conocidos como “stablecoins”, sus similitudes con el dinero electrónico y sus diferencias con otros tipos de activos digitales.