



Retos de política monetaria en América Latina y el Caribe

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

1. Tasas de interés de corto plazo
2. Tasas de interés de largo plazo
3. Spread de plazos
4. Spread corporativo
5. Spread interbancario
6. Variación precio acciones
7. Volatilidad precio acciones
8. Crédito a PIB
9. Crecimiento del crédito
10. Variación precio viviendas

FMI GFSR Oct. 2017

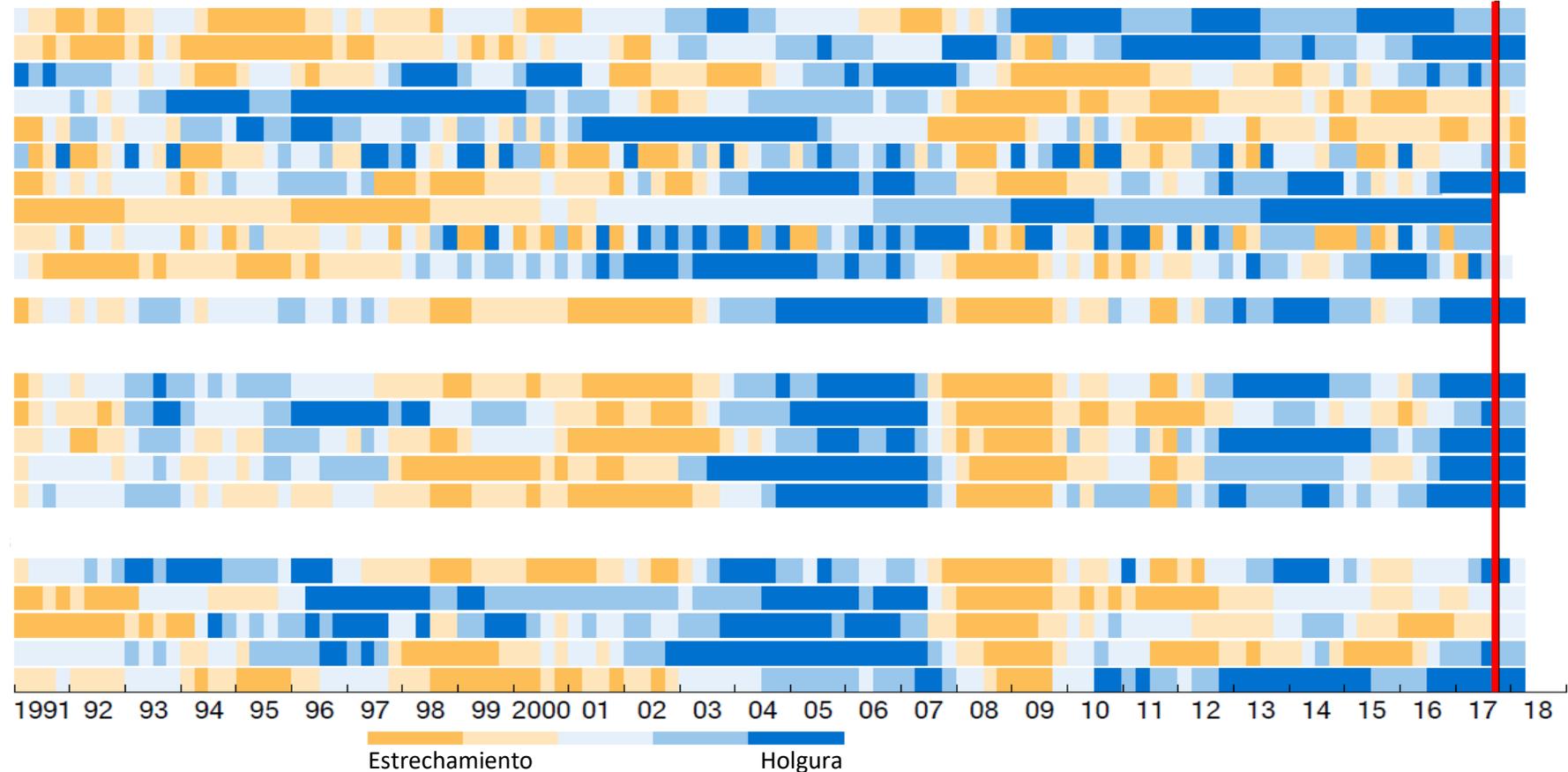
ICF Global (1-10)

ICFs Regionales

- EEUU
- Euro Área
- Japón
- China
- EM sin China

ICF Precio del Riesgo Regional

- EEUU
- Euro Área
- Japón
- China
- EM sin China



(*) 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.

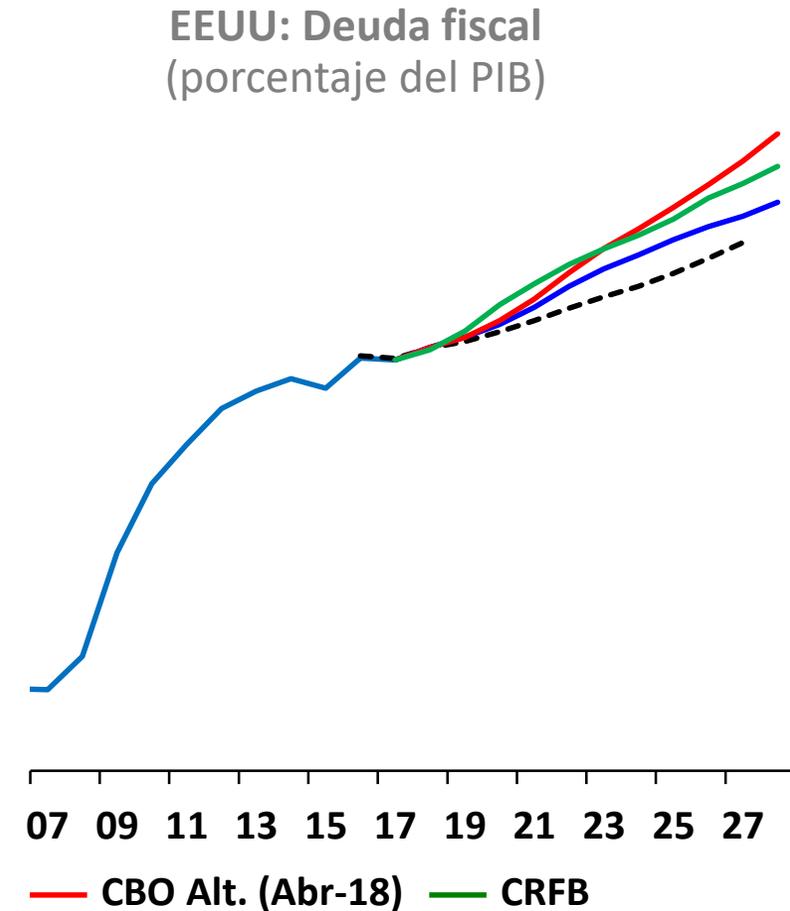
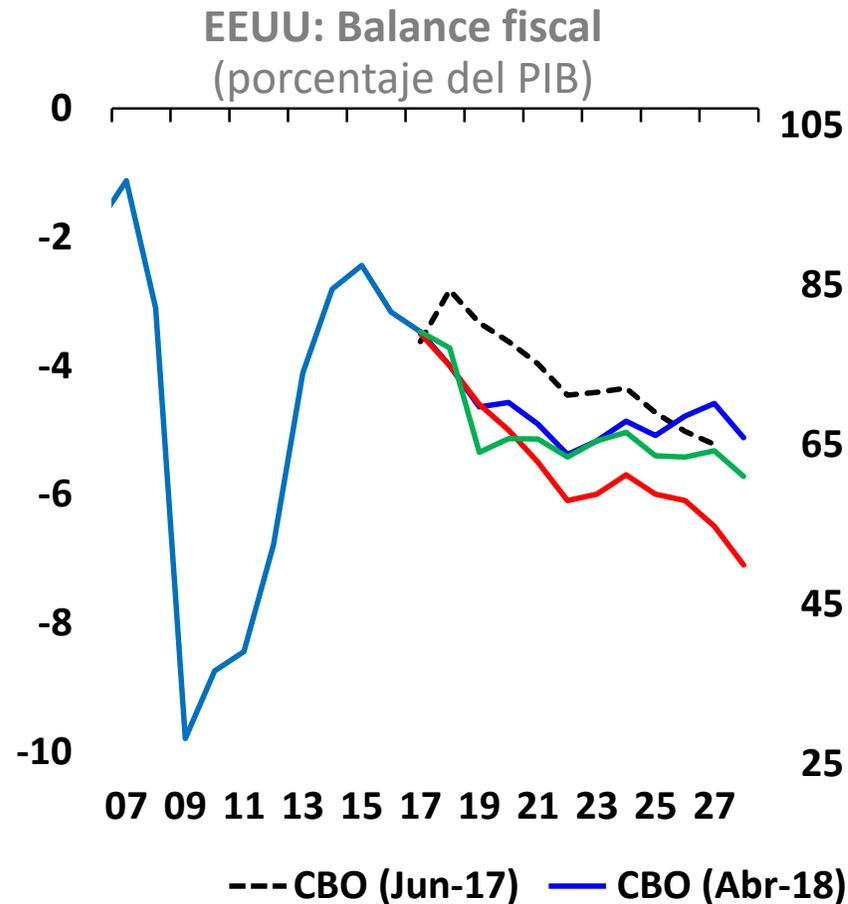
EM = Economías Emergentes; ICF = Indicador de Condiciones Financieras; GFSR = Informe de Estabilidad Financiera Global (*Global Financial Stability Report*).

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

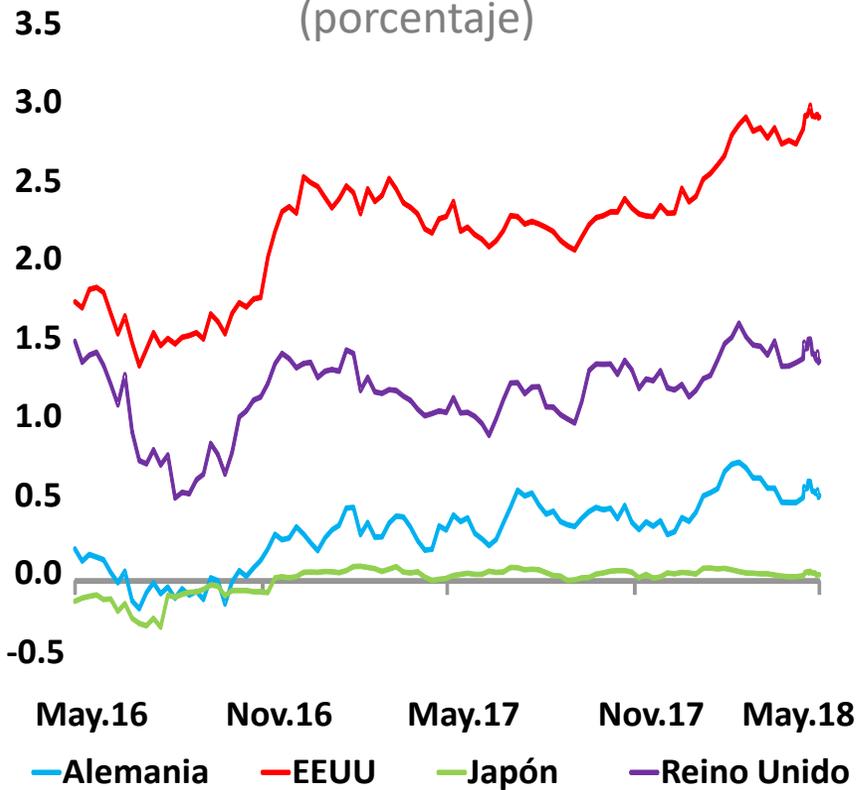


Fuentes: Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO), Comité para un Presupuesto Federal Responsable (CRFB), y FMI.

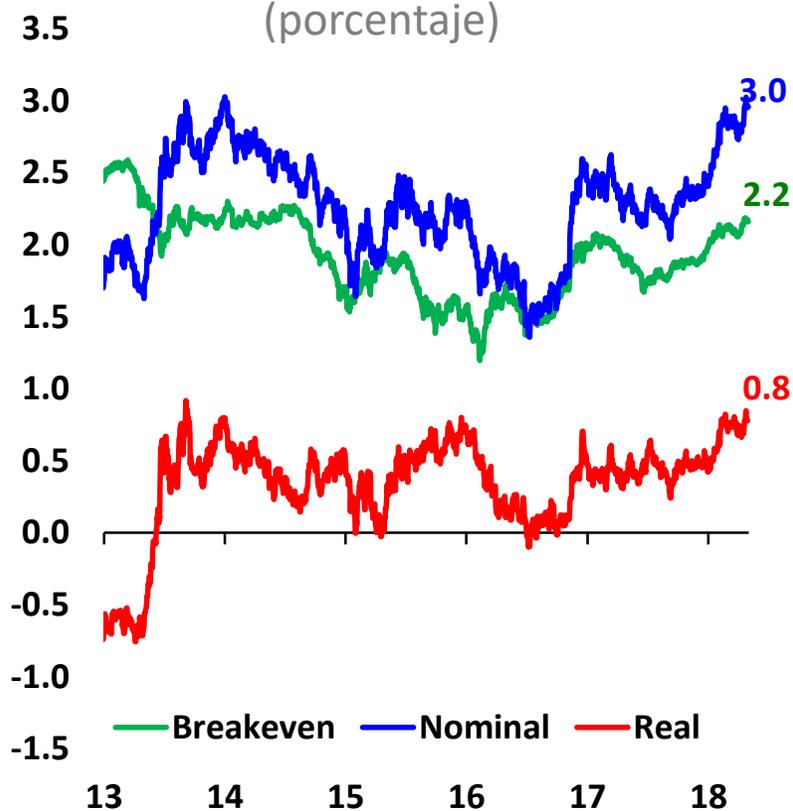


Las tasas de largo plazo se han normalizando en los países desarrollados, especialmente en EEUU donde se ha equilibrado, en parte, con premios por plazo comprimidos

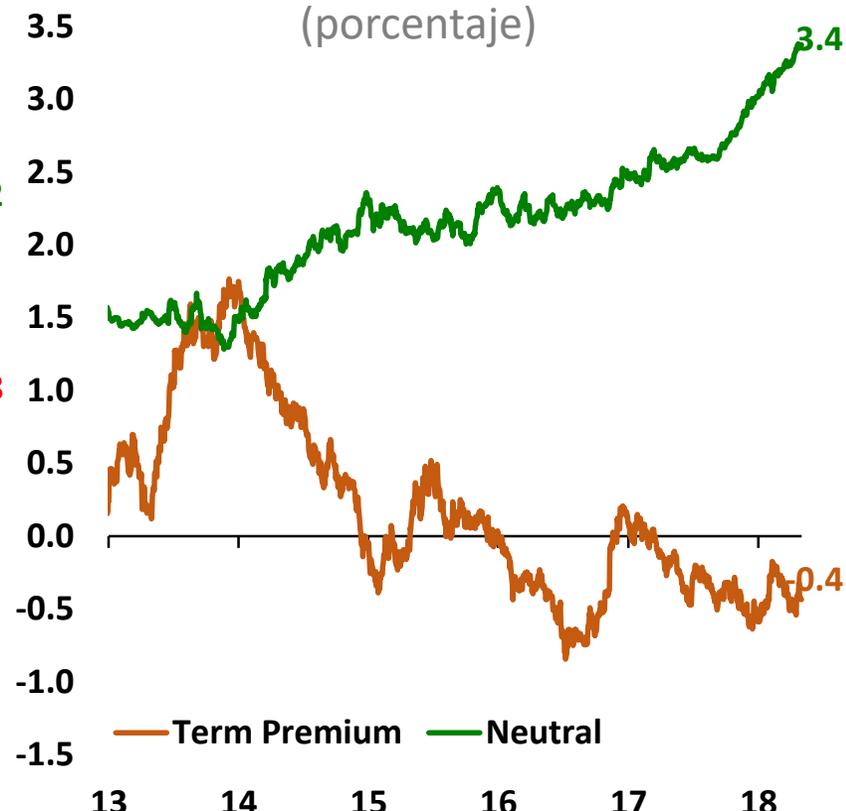
Tasas de interés de bonos soberanos a 10 años (porcentaje)



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



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



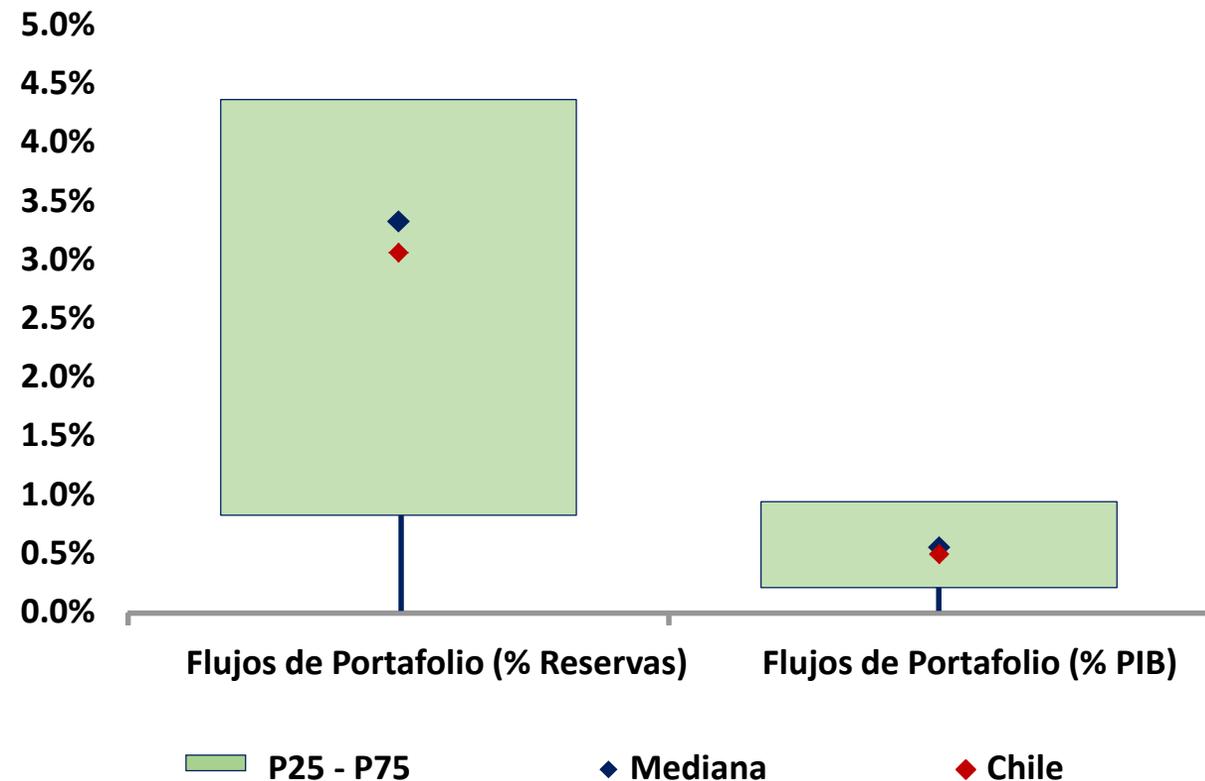
Fuente: Bloomberg.



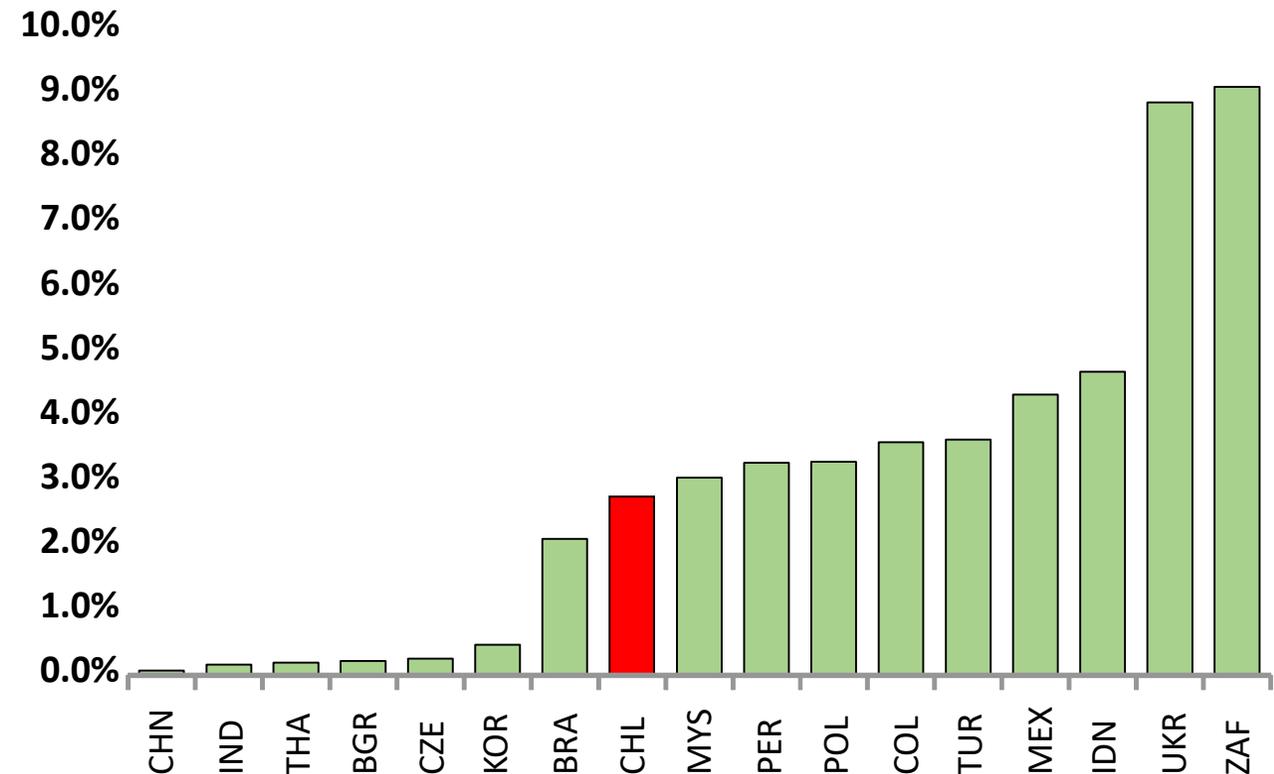
¿Cómo puede la descompresión de los premios por plazo afectar el flujo de fondos a las economías emergentes?

Disminución de los flujos de fondos a las economías emergentes (1)(2)(3)

(porcentaje acumulado en 12 meses)



(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 Koepe (2015).

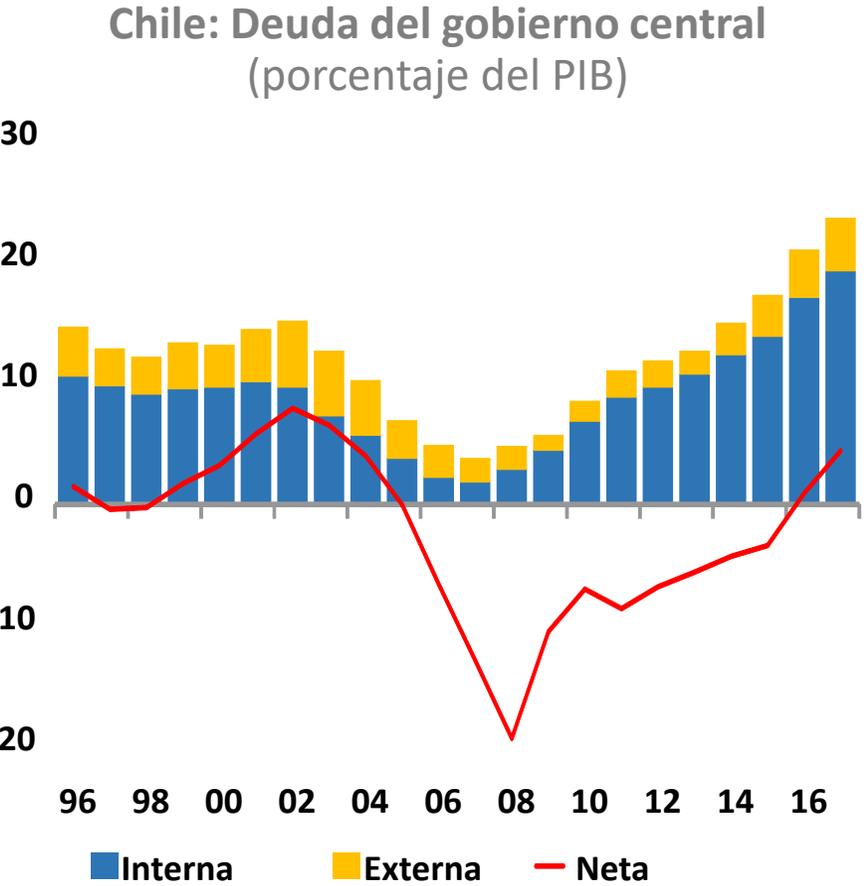
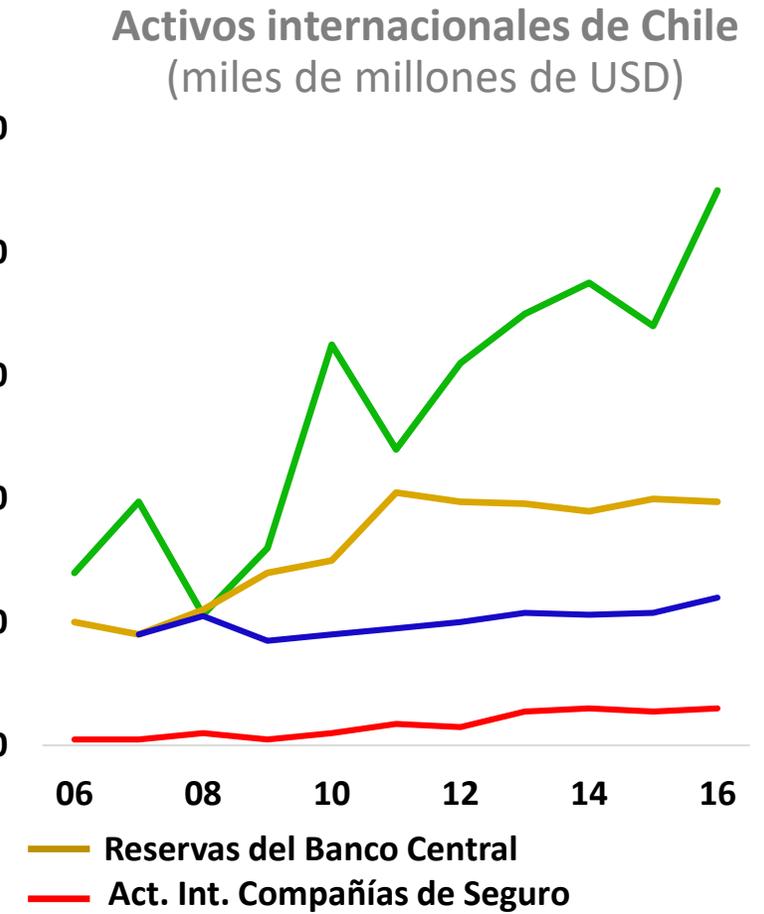
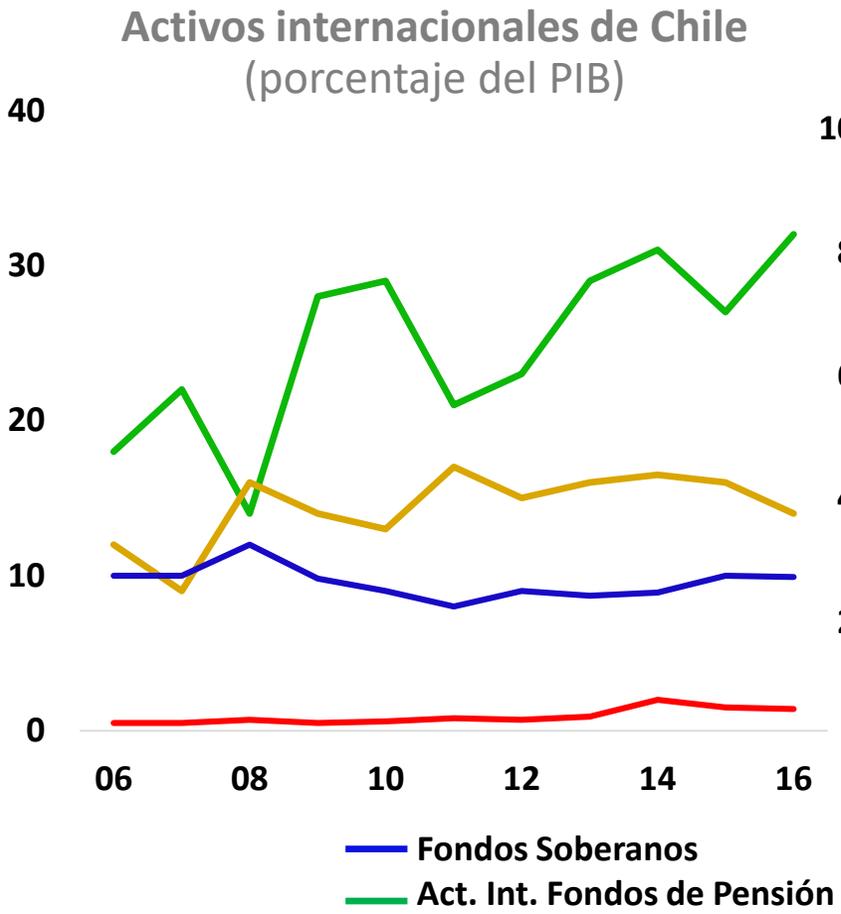


Las economías emergentes deben estar preparadas para enfrentar un entorno más desafiante

- 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*



Chile: la resiliencia externa se ha construido en base a activos externos, y el rol del Fondo Soberano en el balance del gobierno



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

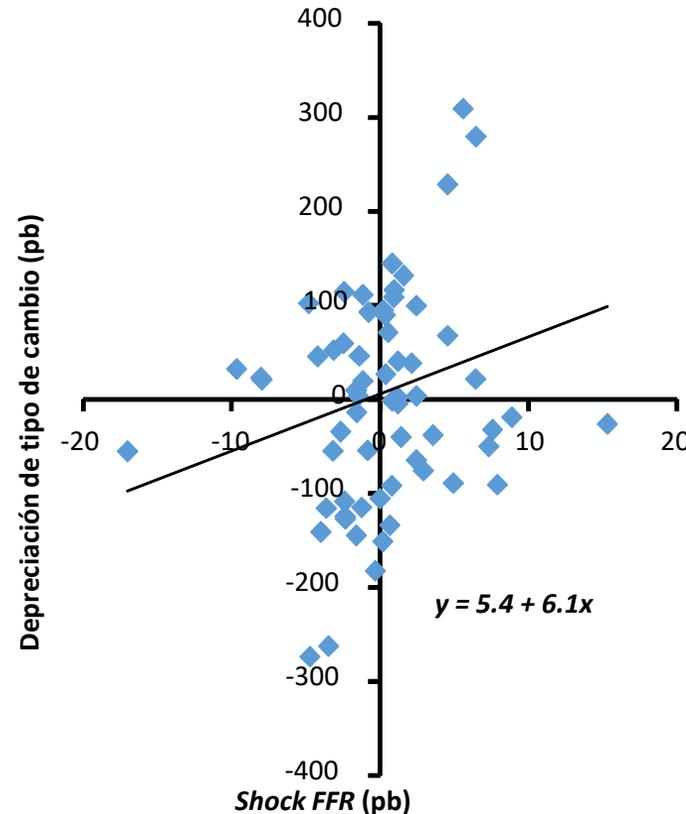
¿Cuál es el efecto derrame (*spillover*) esperado de FFR en las tasas de largo plazo de las economías emergentes?

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

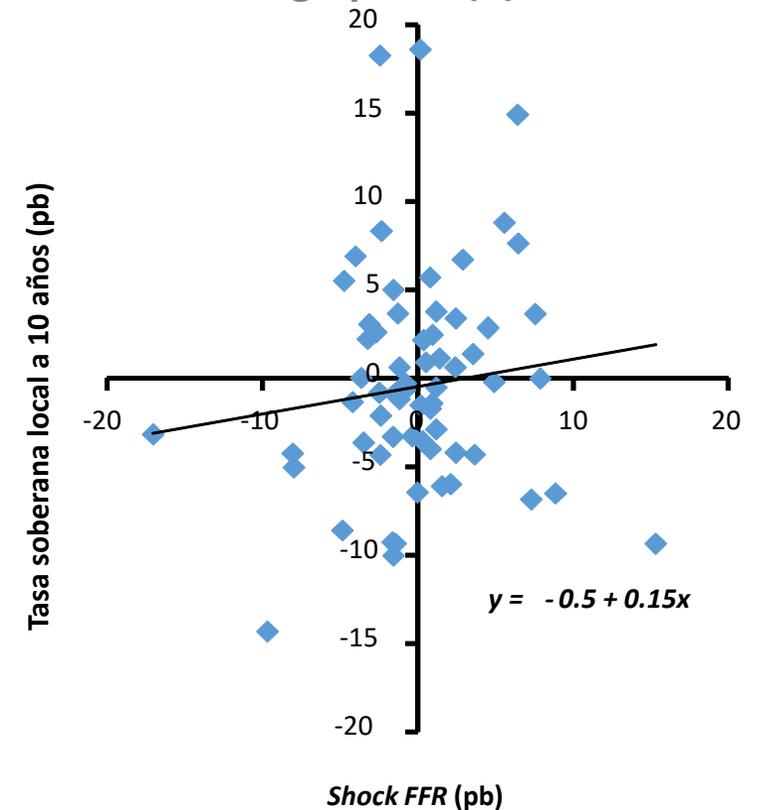
Spillovers desde FFR (1)

| | Avanzadas | | Emergentes | |
|---------------------------|-----------|------------|------------|------------|
| | 03-16 | Post 11/08 | 03-16 | Post 11/08 |
| Tasa de interés a 10 años | 0.335*** | 0.429*** | 0.293*** | 0.557*** |
| Tasa de interés esperadas | 0.331*** | 0.234*** | 0.054 | 0.136** |
| Premio por plazo | 0.005 | 0.196*** | 0.239*** | 0.421*** |
| Depreciación TC | 7.50*** | 10.920*** | 3.520*** | 6.660** |

Spillovers a tipo de cambio (2)



Spillovers a tasa de interés de largo plazo (2)



- (1) 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.
- (2) 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.

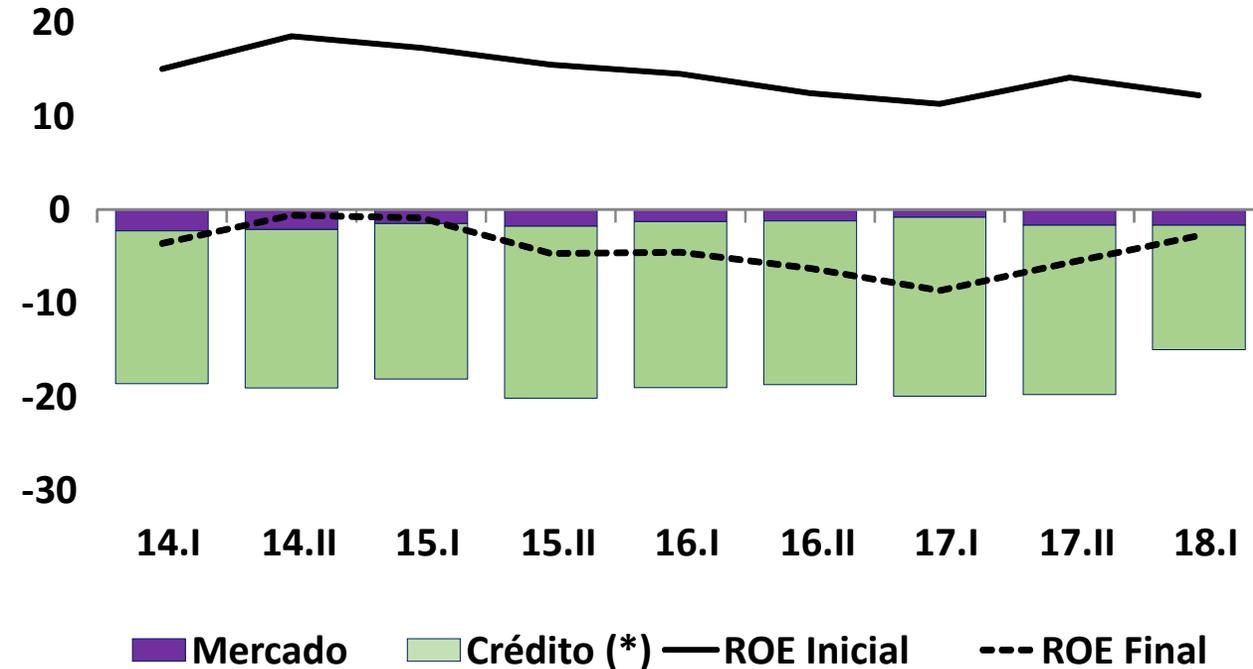
Algunos factores clave que respaldan al tipo de cambio como amortiguador de *shocks* financieros y de precios de materias primas

- **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.

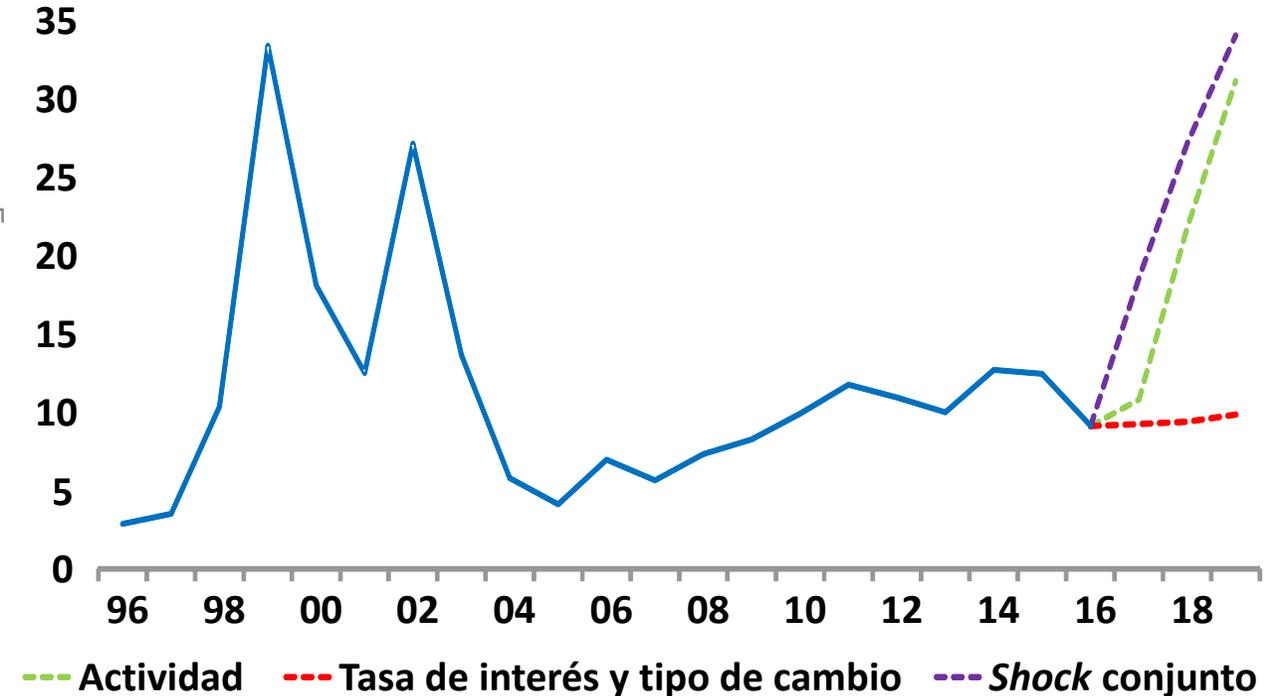


Las pruebas de estrés al sistema bancario muestran que el riesgo de mercado, que incluye el riesgo de tasa de interés, es bajo en comparación con el riesgo de crédito

Riesgos del sistema bancario en situaciones de estrés severo (1)
(porcentaje del capital y reservas)



Firmas con pérdidas por tipo de shock (2)
(porcentaje de los activos totales)



(1) Riesgo de crédito neto de margen.

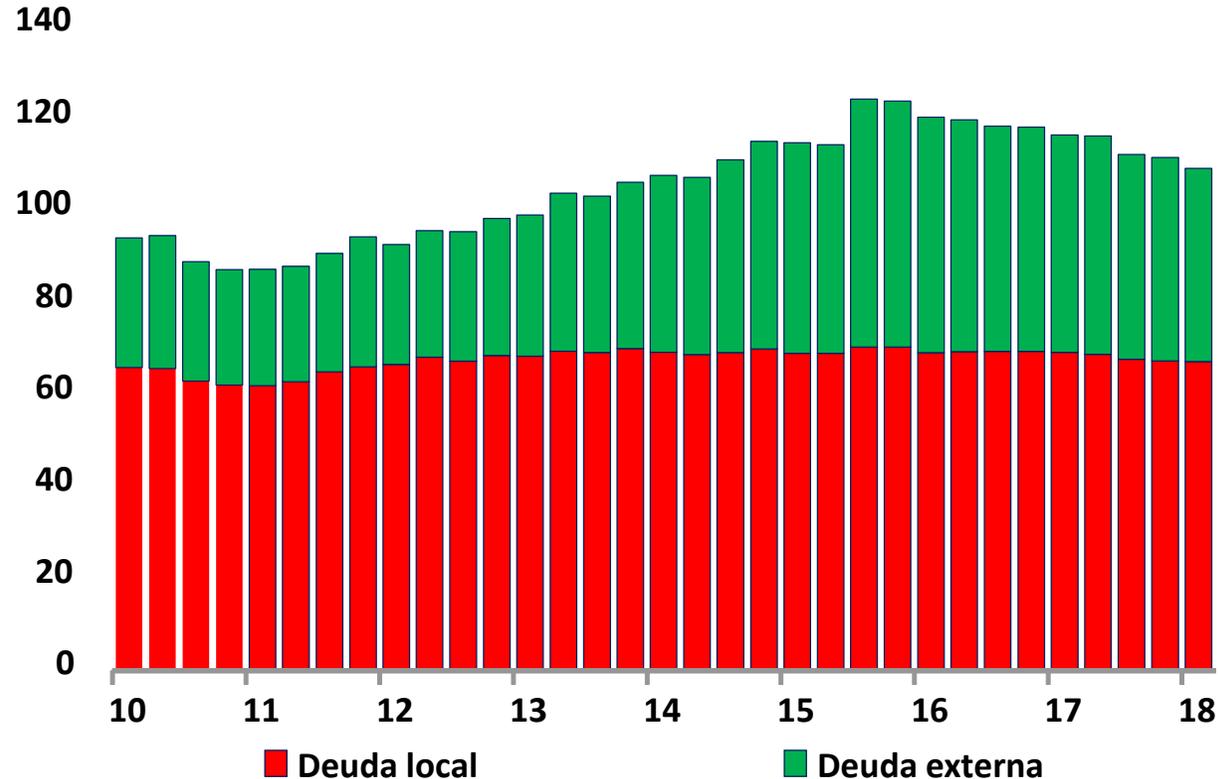
(2) Las empresas con pérdidas tienen una cobertura de intereses menor a uno. Datos individuales de diciembre de cada año. Las líneas discontinuas indican el horizonte de proyección.

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

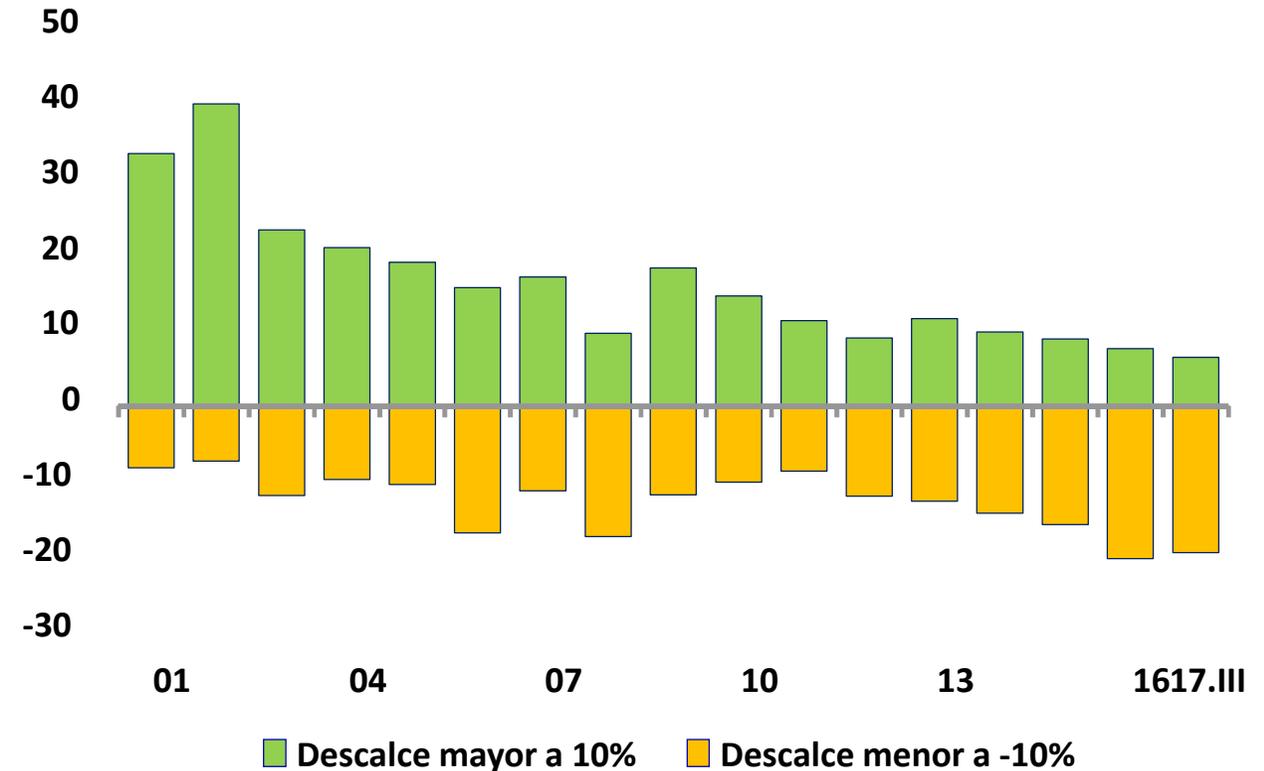


El endeudamiento corporativo ha disminuido después de haber sido impulsado por préstamos relacionados con IED, mientras que el descalce de moneda ha continuado declinando

Deuda total de empresas no bancarias (1)
(porcentaje del PIB)



Descalce de empresas del sector corporativo (2)
(porcentaje de los activos totales)



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

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

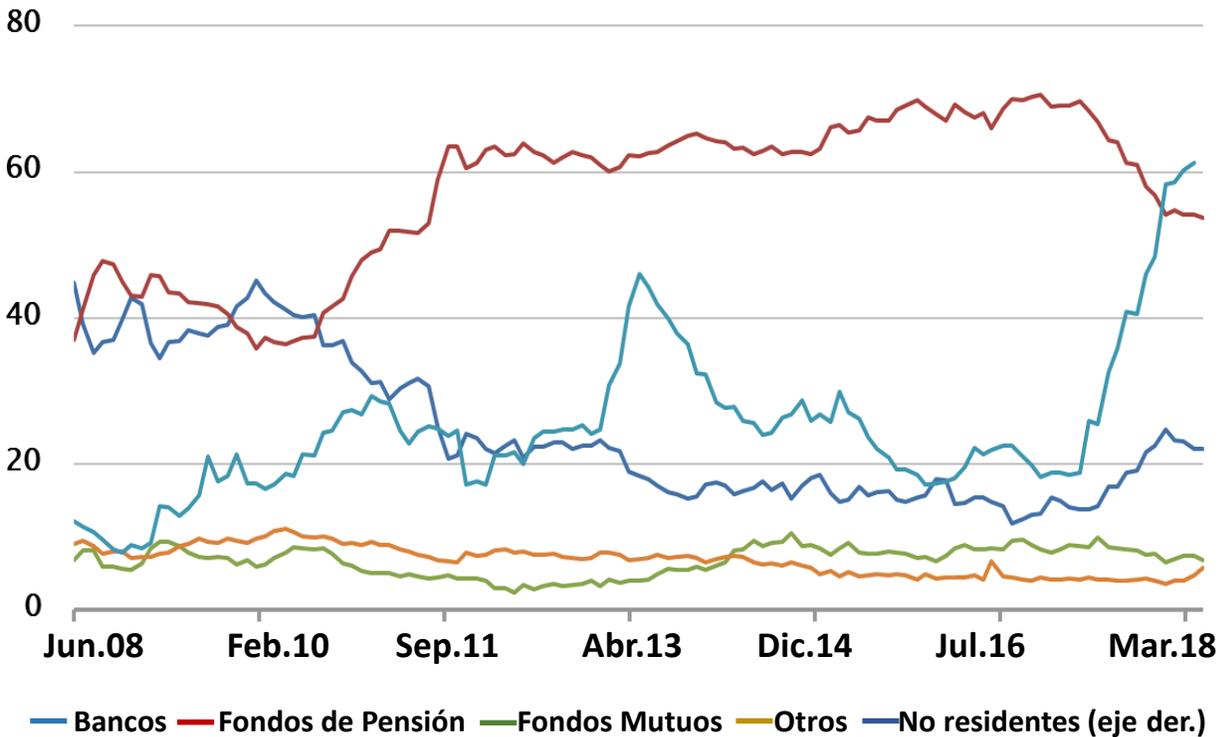
El impacto de las condiciones financieras cambiantes en los hogares depende de la exposición a los riesgos financieros y de la liquidez, en parte asociada a la composición de la deuda

- 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.

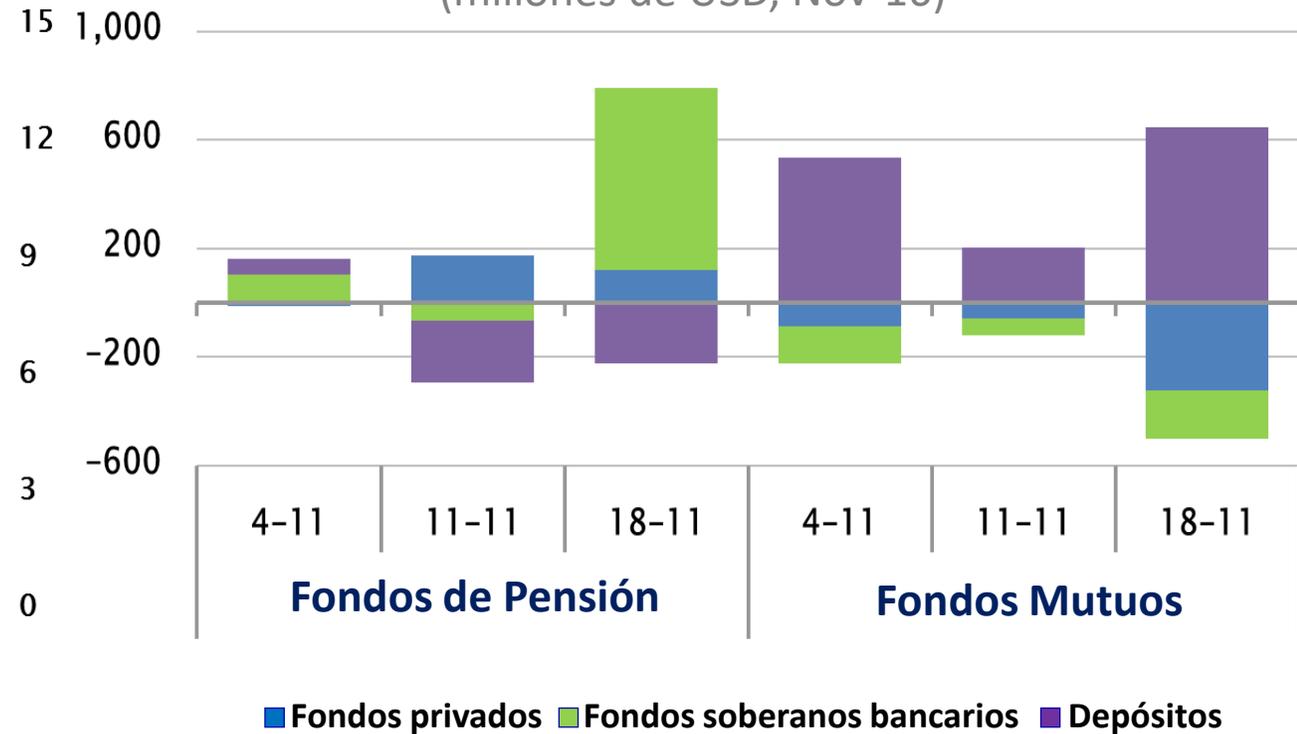


La mitigación del riesgo de tasa de interés también depende del comportamiento de la base de inversionistas, particularmente relevante la en momentos de estrés

Base de inversores en bonos soberanos nacionales (porcentaje)



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.
- 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.





Retos de política monetaria en América Latina y el Caribe

Mario Marcel
Banco Central de Chile

