

Perspectivas y Desarrollos Macrofinancieros 2015

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

16 de Abril de 2015

Charla invitada en Seminario: “¿Qué esperar el 2015 en el mundo financiero? Desafíos y oportunidades”. ESE Business School, Universidad de los Andes.

1. Mercados Financieros Internacionales

Entorno de los mercados financieros internacionales

- Los riesgos macroeconómicos de la economía mundial se han reducido en los últimos meses gracias a las mejores perspectivas de los países avanzados.
- Los países avanzados se benefician de la caída del precio del petróleo, los menores precios de materias primas y las bajas tasas de interés.
- Los países emergentes como grupo enfrentan un escenario difícil: un dólar apreciado, bajos precios de commodities y condiciones financieras internacionales menos favorables.
 - A lo anterior se agregan la desaceleración de China y desequilibrios macroeconómicos y problemas políticos internos en varios países.

Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

	2011	2012	2013	2014	2015			2016		
					FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	1.6	2.3	2.2	2.4	3.1 (3.6)	3.2 (3.0)	3.1	3.1 (3.3)	3.0 (3.0)	2.9
Zona Euro	1.6	-0.8	-0.5	0.9	1.5 (1.2)	1.1 (1.8)	1.4	1.7 (1.4)	1.6 (1.9)	1.7
Japón	-0.5	1.8	1.6	-0.1	1.0 (0.6)	1.2 (1.3)	1.1	1.2 (0.8)	1.6 (1.5)	1.7
Asia (ex-Japón)	7.3	6.3	6.6	6.5	6.4 (6.4)	n.d	6.0	6.2	n.d	6.0
China	9.3	7.8	7.8	7.4	6.8 (6.8)	7.1 (7.5)	7.0	6.3 (6.3)	7.0 (7.4)	6.8
India	6.6	5.1	6.9	7.2	7.5 (6.3)	6.4 (6.3)	6.3	7.5 (6.5)	7.0 (6.6)	6.7
América Latina	4.9	3.1	2.9	1.3	0.9 (1.3)	1.7 (2.9)	0.8	2.0 (2.3)	2.9 (3.5)	2.3
Brasil	3.9	1.8	2.7	0.1	(-1.0) (0.3)	1.0 (2.7)	-0.7	1.0 (1.5)	2.5 (3.1)	1.3
Mexico	4.0	4.0	1.4	2.1	3.0 (3.2)	3.3 (3.5)	3.0	3.3 (3.5)	3.8 (4.0)	3.5
África Subsahariana	5.0	4.2	5.2	5.0	4.5 (4.9)	4.6 (5.1)	nd	5.1 (5.2)	4.9 (5.1)	nd
Sudafrica	3.2	2.2	2.2	1.5	2.0 (2.1)	2.2 (3.0)	2.2	2.1 (2.5)	2.5 (3.5)	2.8
Economías Avanzadas	1.7	1.2	1.4	1.8	2.4 (2.4)	2.2 (2.4)	2.3	2.4 (2.4)	2.4 (2.5)	2.4
Economías Emergentes	6.2	5.2	5.0	4.6	4.3 (4.3)	4.8 (5.4)	4.2	4.7 (4.7)	5.3 (5.5)	5.0
Mundo (PPP)	4.2	3.4	3.4	3.4	3.5 (3.5)	3.6 (4.0)	3.3	3.8 (3.7)	4.0 (4.2)	3.8
Mundo (TCM)	3.0	2.4	2.5	2.6	2.9 (3.0)	3.0 (3.4)	2.8	3.2 (3.2)	3.3 (3.5)	3.2
Comercio Mundial	6.8	2.8	3.5	3.4	3.7 (3.8)	4.5 (5.2)	n.d	4.7 (5.3)	4.8 (5.4)	n.d

Fuentes: FMI, WEO actualizado abril del 2015 y entre paréntesis WEO enero del 2015. Consensus Forecasts, marzo 2015.

Banco Mundial, actualizado enero del 2015 y entre paréntesis junio del 2014.

Riesgos de la Economía Mundial

- Este escenario central enfrenta importantes riesgos en ambas direcciones.
- Entre los riesgos a la baja destacan:
 - La delicada situación de Grecia puede llevar a su salida de la ZE.
 - El inicio del ciclo de alzas de tasas de la FED podría exacerbar la volatilidad, la apreciación del dólar, la salida de capitales de los emergentes y la depreciación de sus monedas.
 - Una eventual desaceleración más abrupta de China impactaría con fuerza a precios de *commodities* y al crecimiento mundial.
 - Un deterioro de problemas geopolíticos (Rusia/Ucrania, M. Oriente).
- Entre los riesgos al alza destacan:
 - Menor precio del petróleo puede generar un estímulo mayor al estimado.
 - Mejora de expectativas en Zona Euro puede acelerar su expansión.

Entorno de los mercados financieros internacionales

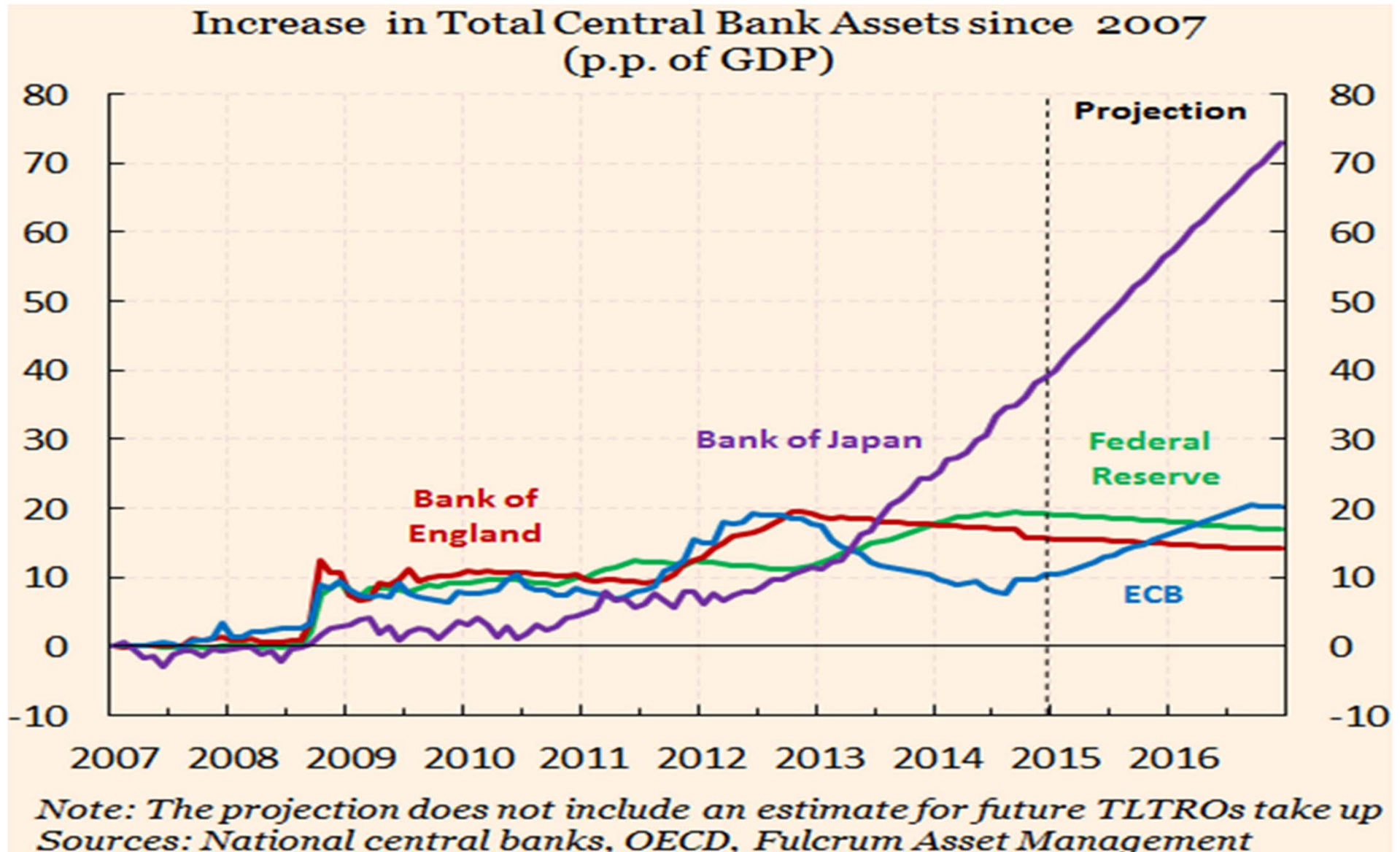
- En los últimos meses los mercados financieros internacionales también han estado impactados por otras fuerzas:
 - El agresivo programa de relajo monetario del BCE;
 - El cambio en las expectativas sobre el inicio y la dinámica del proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU.
 - Y, como telón de fondo, la reducción de los riesgos macro en los países avanzados y el aumento de los riesgos financieros y geopolíticos a nivel mundial.

Entorno de los mercados financieros internacionales

- El inicio del significativo programa de expansión cuantitativa del BCE, ha tenido efectos importantes en la depreciación del Euro y en los precios de activos financieros.
- La FED se prepara para comenzar a subir tasas porque con la tasa actual y una tasa de desempleo cercana a la NAIRU, se pueden comenzar a desatar presiones inflacionarias.
- Además, como la tasa de interés impacta a la actividad con un importante rezago, postergar el alza de tasas puede obligar a introducir alzas más pronunciadas más adelante.

Mercados financieros internacionales

Nivel de activos de los bancos centrales de las economías desarrolladas



Mercados financieros internacionales

Alcance de los programas de flexibilización cuantitativa en los países desarrollados

Scale of Central Bank QE Programmes

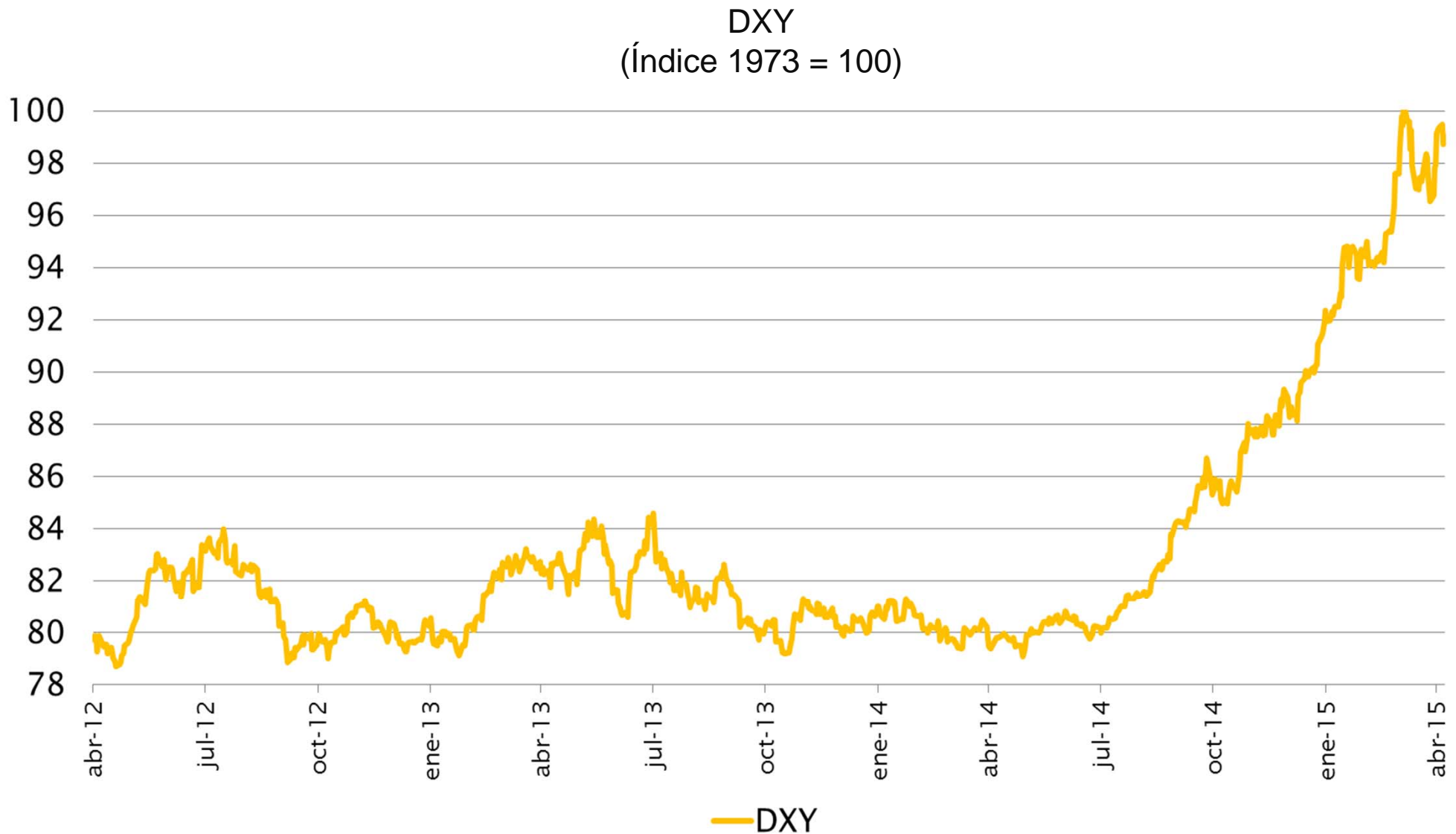
	Fed	Bank of Japan	ECB
Total Monthly Asset Purchases (bln local currency)	85	6600	60
(bln US\$)	85	56	72
Of which Gvt Bonds (bln local currency)	45	6600	50
(bln US\$)	45	56	60
Total Annual Asset Purchases/GDP	6%	16%	7%
Total Annual Asset Purchases/Outstanding Gvt Debt	5%	7%	8%
Total Annual Purchases of Gvt Bonds/Outstanding Gvt Debt	3%	7%	6%

*Note: The figures refer to QE3 in the US and the current QE programme in Japan
Sources: National central banks, OECD, Fulcrum Asset Management*

Entorno de los mercados financieros internacionales

- A la FED también le preocupa que el mantener tasas bajas por mucho tiempo puede llevar a una excesiva toma de riesgos con efectos en la estabilidad financiera.
- Con todo, las decisiones de la FED estarán condicionadas por la evolución de la economía, especialmente la creación de empleo y el crecimiento de los salarios.
- Cambio en las expectativas sobre el ciclo de normalización de la FED ha llevado a ajustes en los precios de activos financieros.
- El progreso del BCE en su agresivo programa de relajación cuantitativa ha llevado en paralelo a una pronunciada apreciación del dólar.

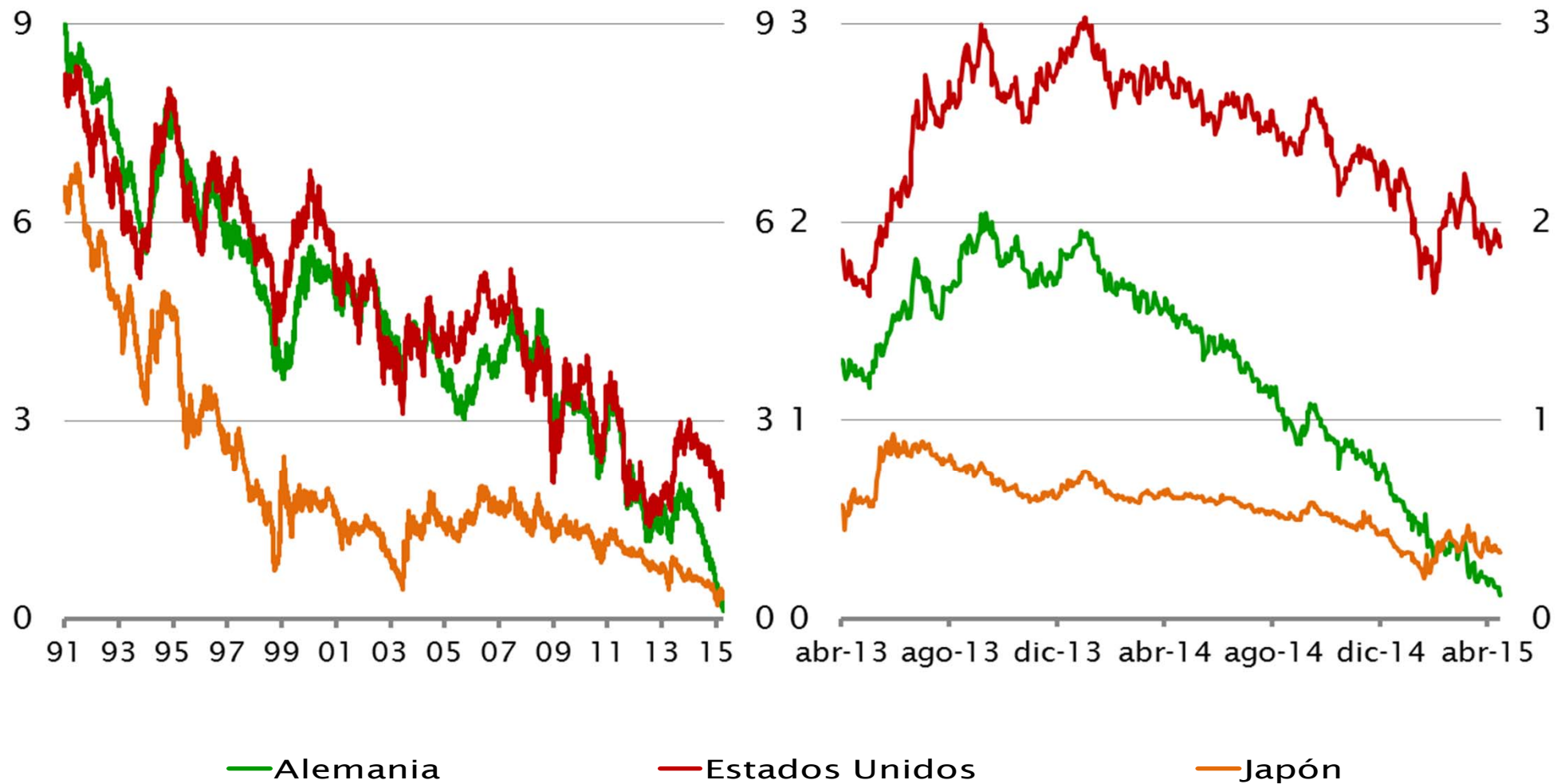
El dólar se ha apreciado respecto a las principales divisas



Fuente: Bloomberg, 15 de abril del 2015

Las tasas largas caen en Alemania y EE.UU.

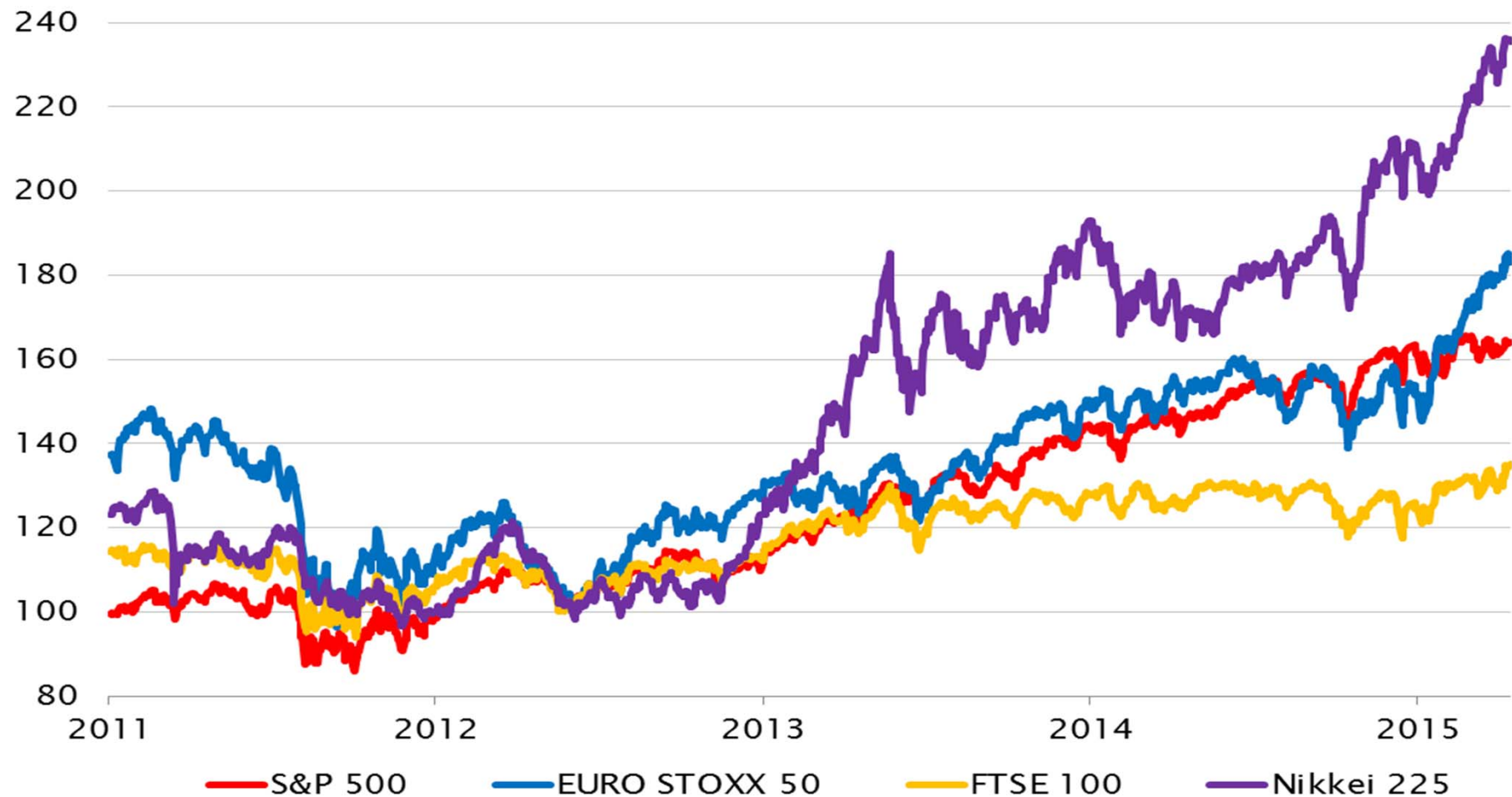
Rendimientos de bonos de gobiernos a 10 años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg, 15 de abril del 2015.

Las bolsas han registrado un aumento en el margen

Principales índices bursátiles
(1 junio 2012 = 100)



Fuente: Bloomberg, 15 de abril del 2015.

Mercados financieros internacionales

Las monedas en los países emergentes se deprecian desde 2014

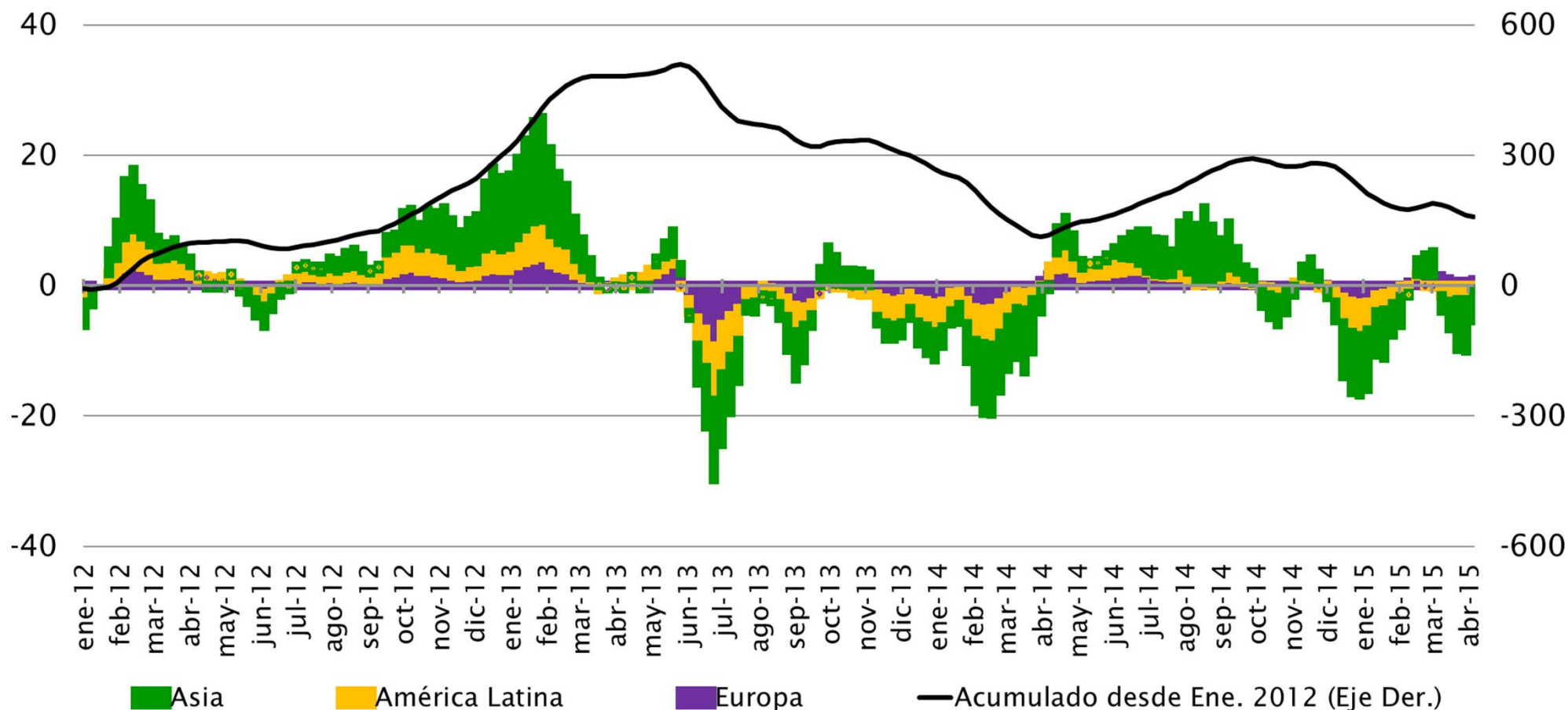
Tipos de cambio

		Nivel	Variacion % en 2014	Var % desde el 01/01/2015
Brasil	Real / Dólar	3.1	12.5	15.1
Chile	Peso / Dólar	614.2	15.4	1.2
Colombia	Peso / Dólar	2544.8	23.2	7.1
Perú	Nuevo Sol / Dólar	3.1	6.5	4.7
México	Peso / Dólar	15.3	13.1	3.6
India	Rupia / Dólar	62.4	1.8	-1.6
Indonesia	Rupia / Dólar	12905.0	1.8	4.2
Sudáfrica	Rand / Dólar	12.1	10.1	4.6
Turquía	Lira / Dólar	2.7	8.7	16.0

Fuente: Bloomberg, 15 de abril del 2015.

Los flujos de capitales a las Economías Emergentes se reducen

Flujos de capitales totales a economías emergentes por región
(miles de millones de dólares, mes móvil)



Nota: Datos corresponden a flujos de no residentes.
Fuente: EPFR.

Entorno de los mercados financieros internacionales

- Los riesgos a la estabilidad financiera internacional están en aumento afectados por:
 - Un crecimiento mediocre;
 - Las bajísimas tasas de interés y la abundante liquidez han incrementado la tolerancia al riesgo de los inversionistas, lo que puede estar engendrando burbujas en los precios de activos;
 - La reducción de los precios de las materias primas y la apreciación del dólar han gatillado un mayor riesgo de crédito para empresas y países exportadores netos de *commodities*, en términos de capacidad de reembolso de su deuda.

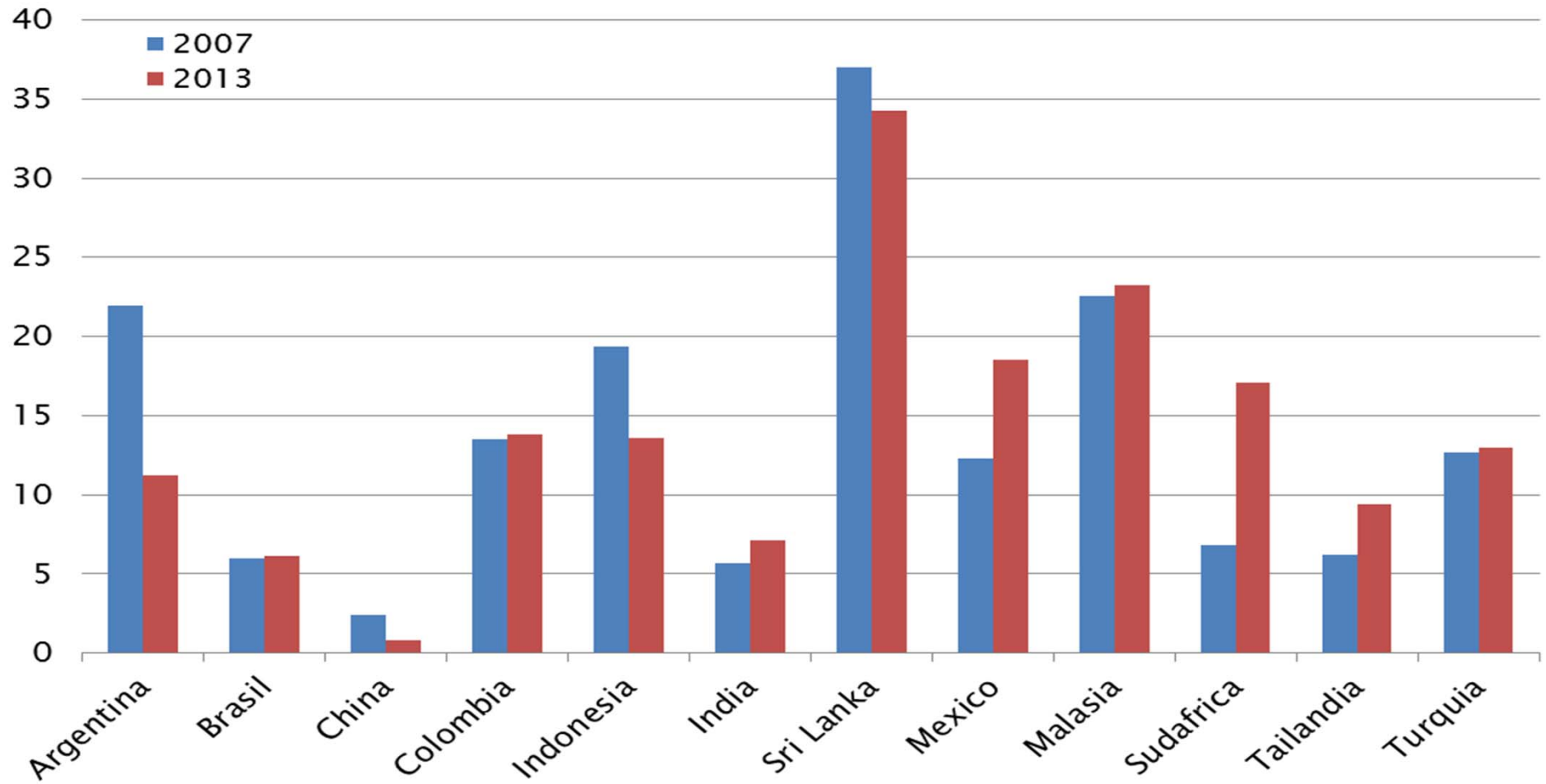
Riesgos financieros globales

- La deuda soberana a largo plazo negociada a tasas de interés reales negativas, junto con alta emisión de deuda por parte de empresas, puede engendrar en el futuro riesgos en caso de mayor oferta de títulos en el mercado secundario.
- Apreciación del dólar ha presionado a las empresas muy endeudadas en dólares y a países con alta exposición cambiaria en su deuda soberana, lo cual aumenta el riesgo en el mercado de deuda.
- Riesgos financieros se desplazan desde los bancos a instituciones financieras no bancarias con mercados financieros menos líquidos para productos de renta fija.
 - Consecuencia no buscada de la regulación bancaria post crisis. Una mayor regulación de los bancos ha reducido la liquidez, lo que conlleva riesgos en caso de situaciones estrés financiera.

Mercados financieros internacionales

La deuda pública externa se ha incrementado en el margen los últimos años

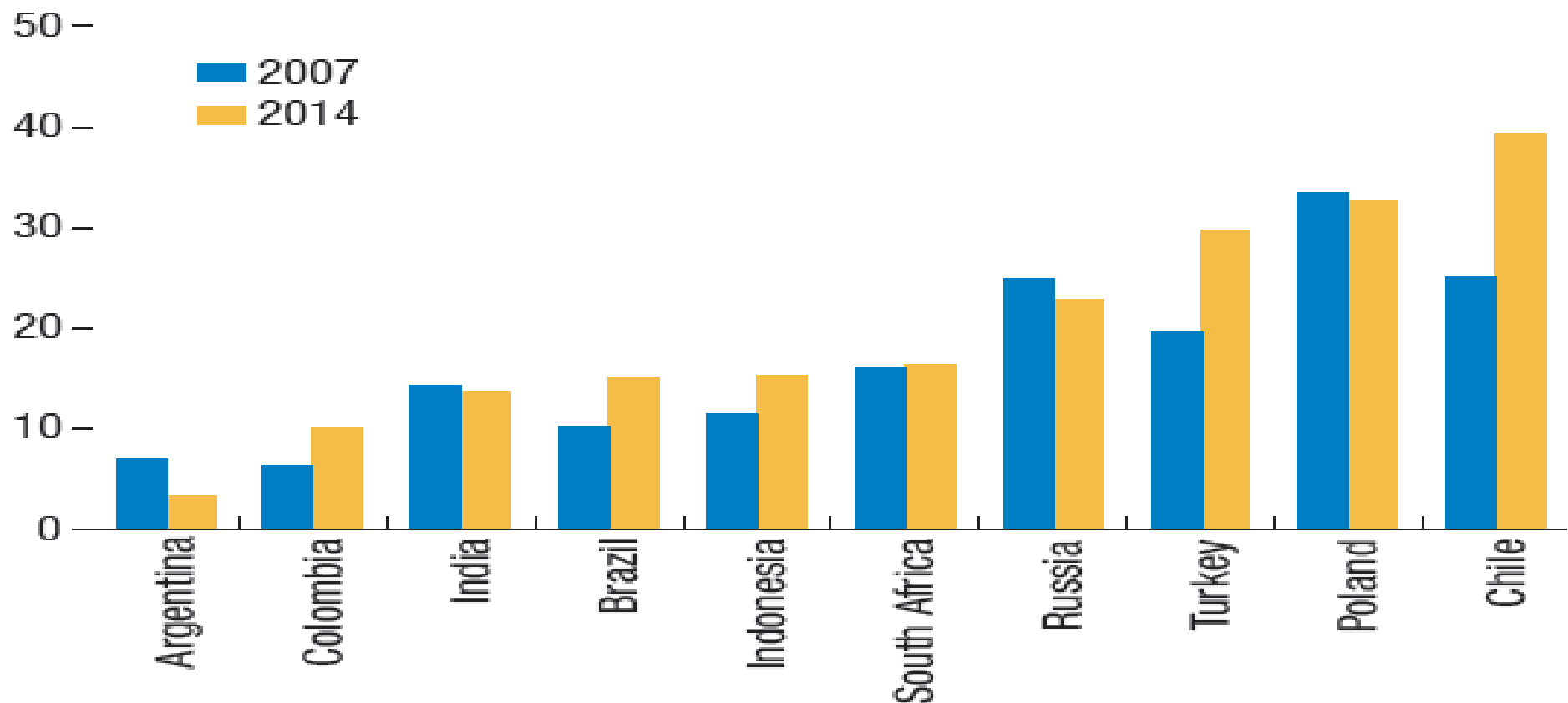
Deuda pública externa
(proporción del PIB)



Fuente: Banco Mundial

La deuda externa los hogares ha aumentado desde 2007

2. Foreign Currency Debt of Nonfinancial Firms and Households (Percent of GDP)



Fuente: FMI, Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial, abril 2015.

Riesgos financieros globales

- La persistencia de bajas tasas de interés puede crear problemas de solvencia para compañías de seguros de vida y para planes de pensiones de beneficios definidos (y de bajas pensiones para para planes de contribuciones definida);
- Potenciales efectos en volatilidad de precios financieros, salidas de capitales y depreciaciones de monedas frente a cambio de política de la FED.
- Los problemas geopolíticos en Rusia/Ucrania, el medio oriente y en el norte de África no han generado una alta volatilidad en el mercado.
 - Sin embargo, un agravamiento puede tensionar el comercio y los mercados financieros internacionales.

Perspectivas de los mercados financieros globales

- El avance en un mejor entorno de los mercados financieros en el mediano plazo, pasa por:
 - Avanzar en la administración de cartera en mora en la Zona Euro para desbloquear el crédito y mejorar la calidad de los activos.
 - Una mayor diversificación de fuentes de financiamiento, hacia los mercados de capitales frente a los bancos.
 - En el caso de la Zona Euro por medio de ajustes legales, gobierno corporativo, y modificación en los regímenes de tributación.
 - Los países avanzados con un importante sector financiero no bancario, deben reforzar la gestión y el control del riesgo (liquidez).

Perspectivas de los mercados financieros globales

- El avance hacia un mejor entorno de los mercados financieros en el mediano plazo, pasa por:
 - En los países emergentes, destaca la posición de China y el proceso de ajuste paulatino del mercado de crédito y límites a la banca paralela.
 - Además de reducir la exposición cambiaria, los reguladores deben evaluar la aplicación de pruebas de tensión al sistema bancario por riesgos de moneda extranjera y precios de las materias primas.

2. Retos y oportunidades en los mercado financieros de Chile

Retos y Oportunidades en los Mercados Financieros

El Mercado Financiero en Chile

- El sistema financiero en Chile tiene una alta exposición con vínculos significativos con la economía local, la región, y el resto del mundo, con niveles de activos que superan el 200% del PIB.
- Los bancos chilenos (y corporaciones) son prestatarios netos en los mercados mundiales.
- Las filiales de bancos extranjeros representan una gran participación de los activos bancarios. La participación extranjera es también significativa en el fondo de seguros y planes de pensiones sectores.
- El crédito bancario es igual a 77 por ciento del PIB , por lo que vínculos bancarios con la economía real es significativo.

El Mercado Financiero en Chile

- Sin embargo, el sistema financiero presenta una serie de debilidades a pesar de los avances en los últimos años, en términos de:
 - Supervisión del sistema financiero y grado de independencia de los órganos de regulación.
 - Información parcial sobre las obligaciones por parte de los deudores del sistema financiero (lo cual limita el análisis de riesgo de crédito, al no incluir operaciones con intermediarios no bancarios).
 - Rezago en términos de estándares de regulación internacional respecto a varios países de América Latina en materia de capital y apalancamiento.

Retos del mercado financiero en Chile

- Para hacer frente a dichos desafíos se debe avanzar en fortalecer los gobiernos corporativos de empresas y de entes reguladores.
- En el Senado actualmente se encuentra el proyecto de deuda consolidada y la nueva institucionalidad para la creación de la Comisión de Valores y Seguros – CVS.
 - La CVS tendrá un gobierno colegiado, mejorando el proceso sancionatorio (separando funciones de investigación y formulación de cargos).

Retos y Oportunidades en los Mercados Financieros

Retos del mercado financiero en Chile

- A pesar de los avances en Chile en términos de requerimientos de capital, el país debe seguir el trabajo de **adaptación** de Basilea III.
 - Dado que estamos integrado financieramente es necesario avanzar con la comunidad internacional en el BCBS del BIS y otros foros.
 - Propósitos: fortalecer sistema financiero; mejorar capacidad de nuestros bancos para competir con bancos extranjeros sujetos a estándares regulatorios más altos.
- Principales adaptaciones necesarias: riesgos de liquidez, límites de apalancamiento y buffers de conservación de capital y contracíclicos, y fortalecer riesgo de mercado y operacional.

Retos y Oportunidades en los Mercados Financieros

Retos del mercado financiero en Chile

- Estas adaptaciones requieren modificar la Ley General de Bancos, la cual será impulsada por el gobierno este año enfocada en:
 - Adecuación de capital.
 - Gobierno Corporativo de la SBIF.
 - Resolución bancaria para enfrentar crisis financieras.
- El Banco Central en enero promulgo la norma sobre gestión y medición de posiciones de liquidez de las empresas bancarias, que entrara en vigor a partir del 1 de agosto del presente año.
- Esta norma incorpora, entre otras, medidas cuantitativas definidas en Basilea III.

Retos del mercado financiero en Chile

- Además la conducta de Mercado es cada vez mas importante:
 - Una mayor preocupación por los clientes (productos más simples, mejor explicados y con gran foco en el cliente), la competencia y las regulaciones.
 - Es necesario mejorar el accountability y la transparencia entre el mercado y los clientes, en términos de rendición de cuentas y trato entre las partes.

Retos del mercado financiero en Chile

- Enfrentar el problema de las pensiones.
 - Este es un fenómeno mundial por mayor esperanza de vida y caída de tasas de interés (estancamiento secular de Summers) más en el caso de Chile el problema de las lagunas laborales.
 - Solución a este problema incluye:
 - Aumentar contribuciones (haciendo imponible en forma gradual todos los ingresos del trabajo y elevando la tasa de cotización), facilitar el diseño de portafolios óptimos y extender edad de jubilación.
 - Diseño de políticas que incentiven el aumento en la tasa de participación laboral de jóvenes y mujeres con bajo nivel de calificación, así como uso parcial del seguro de desempleo para ahorro pensional.

Perspectivas y Desarrollos Macrofinancieros 2015

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

16 de Abril de 2015

Charla invitada en Seminario: “¿Qué esperar el 2015 en el mundo financiero? Desafíos y oportunidades”. ESE Business School, Universidad de los Andes.