

Alameda 3363
Estación Central-Santiago
Tel. +56 2 7180765
<http://www.fae.usach.cl/economia/>

Universidad de Santiago



Departamento de Economía

Serie de Documentos de Trabajo

Efectos sobre tipo de cambio de las expectativas económicas y del comportamiento del mercado financiero, en 2021.

Autor:

Víctor Salas Opazo (Universidad de Santiago)
Sebastián Cuellar Pedreros

Efectos sobre tipo de cambio de las expectativas económicas y del comportamiento del mercado financiero, en 2021¹.

Víctor Salas Opazo, Departamento de Economía USACH
Sebastián Cuéllar Pedreros y Equipo Conversatorio de Política Económica
Departamento de Economía, USACH

Resumen

Los factores políticos que están afectando a la economía chilena en 2021 son, básicamente, el desarrollo de una nueva constitución política, la incertidumbre respecto de la continuidad de las manifestaciones sociales (%estallido social-) y las polarizadas elecciones presidenciales de noviembre. Esta combinación de hechos está generando una alta incertidumbre en las expectativas de los inversionistas e impactando al mercado financiero y cambiario, cuyo resultado ha sido un aumento de las tasas de interés de corto y largo plazo del mercado de renta fija local, al mismo tiempo, han estado afectando el rendimiento de nuestra moneda respecto del dólar en los últimos cuatro meses, relativamente más que otras economías comparables de América Latina y exportadoras de materias primas del mundo. Todo lo cual se asocia con impactos externos sobre la inflación, asociados con los aumentos de precios internacionales que afectan a las importaciones que Chile hace. Un factor directo de inestabilidad del sector financiero son los retiros de ahorros previsionales. La inestabilidad del sector financiero ocurre porque al pagar el tercer retiro las AFP debieron salir a vender parte de sus activos de renta fija nacionales, aumentando la oferta de activos, lo que bajó su precio y aumentó la tasa de interés del mercado financiero. Reconociendo que al menos dos tercios de los fondos retirados de las AFP irán al mercado financiero, se observa que estas operaciones provocarán una especial situación en este mercado, por un lado, las AFP saldrán al mercado nacional a vender activos para financiar la entrega del retiro, aumentando la oferta de bonos y subiendo la tasa de interés. Pero, si la mayor parte de las decisiones de los que retiran fondos será demandar activos financieros, ello tenderá a compensar el alza de la tasa de interés en el mercado financiero. El que con alta probabilidad se verá solo leve y temporalmente alterado, por estos retiros. Las razones de los malos resultados del peso chileno son principalmente producto de factores idiosincráticos relacionados a la incertidumbre generada en el mercado financiero producto de varios factores, como es el caso de los retiros anticipados de ahorros previsionales, que han provocado una liquidación masiva de instrumentos financieros, afectando el tipo de cambio, las tasas de interés y el mercado de derivados, este último es fundamental para la cadena de financiamiento de los exportadores e importadores locales y también para los bancos cuando requieren calzar sus balances. Sobre lo que pasa con el mercado cambiario se observa que éste se mantiene alto, alrededor de 820 pesos por dólar en octubre 2021, son las expectativas creadas por las incertidumbres políticas existentes en el país y, tal vez, también por las expectativas inflacionarias y las dificultades económicas futuras. Así, los agentes económicos están demandando más dólares que lo habitual en el mercado cambiario, aunque se debe reconocer que durante el año pasado también sobrepasó la barrera de los \$800 pesos. Nuestro peso (CLP) presenta el peor rendimiento o la mayor depreciación respecto del dólar americano en lo que va de 2021 y que junto a la abundante liquidez y problemas en la oferta agregada han estado presionando al alza los precios. Otro factor importante es la incertidumbre política instalada desde octubre de 2019 y que se tradujo actualmente a un proceso de convención constitucional cuyo objetivo es escribir una nueva constitución política de Chile, lo cual afecta directamente las expectativas de inversión para muchos empresarios y provoca un aumento del flujo de capitales de salida.

Correspondencia a: Departamento de Economía, Universidad de Santiago de Chile. Av. Bernardo O'Higgins 3363. Santiago, Chile 562-718-0769. Dirección electrónica: victor.salas@usach.cl

¹ Este documento se enmarca en la NOTA PEC producida y publicada en septiembre de 2021 en el área de investigación en Política Económica del Departamento de Economía de la Universidad de Santiago de Chile y que fue desarrollada en el ámbito del Conversatorio de Política Económica dirigido por el profesor Víctor Salas. Recibió comentarios de algunos académicos del Departamento de Economía y de los miembros del Conversatorio de Política Económica Jaime Moreira, Andrea Contreras y María Paulina Céspedes. Contó con la colaboración del Ayudante de Investigación Sebastián Cuéllar, IC en Economía de la Universidad de Santiago de Chile. Cualquier error es, sin embargo, de responsabilidad de los autores.

1. Situación en el Mercado Financiero Local

El desarrollo de factores políticos y económicos internos siguen siendo los principales determinantes del rendimiento de los mercados financieros locales en 2021 y del valor del tipo de cambio.

Un factor directo de inestabilidad del sector financiero son los retiros de ahorros previsionales. Para pagar el tercer retiro las AFP debieron salir a vender parte de sus activos de renta fija nacionales, aumentando la oferta de activos, lo que bajó su precio y aumentó la tasa de interés del mercado financiero. En el caso de un cuarto retiro, ocurrirían similares efectos.

Para reconocer los efectos del tercer y de un potencial cuarto retiro en el mercado financiero se requiere identificar la distribución de ellos entre consumo y ahorro. Solo se dispone de información (estimación) sobre el uso de los retiros de ahorros previsionales del año 2020 (Banco Central, marzo 2021, pp.57), que indica que el 62,2% de los recursos retirados en el primer y segundo retiro, fueron destinados al ahorro, una parte para comprar activos financieros y otra se constituyó en depósitos en las cuentas corrientes correspondientes. Luego, se puede asumir que, a lo más, el tercero y potencial cuarto retiro tendrán similar distribución. Aunque, los dos primeros fueron realizado en su mayoría por cotizantes de más bajas rentas, quienes, a su vez, tenían alta urgencia de financiar sus consumos y pagar sus deudas y que, tanto en el tercer como en el potencial cuarto retiro, los mayores montos serían retirados por cotizantes de más altas rentas (desde el séptimo al décimo decil, cuyos valores promedio fluctúan entre 922 a 3.544 mil pesos mensuales). Luego, del total de recursos que se han retirado en el tercer retiro (US\$13.217 millones de dólares entre mayo y julio pasado y que, en agosto, aumentó solo en 413 millones) y de los que podrían ser retirados en el cuarto retiro (US\$16 mil millones de dólares) no se pueden esperar altos y constantes efectos sobre los precios, a lo más, solo un tercio se convertirá en aumento del consumo, que los llegue a presionar al alza. Más bien, se podría esperar que la mayor cantidad de recursos que se retiren en esta cuarta oportunidad (por sobre los dos tercios de ella), serán destinados a la compra de activos financieros.

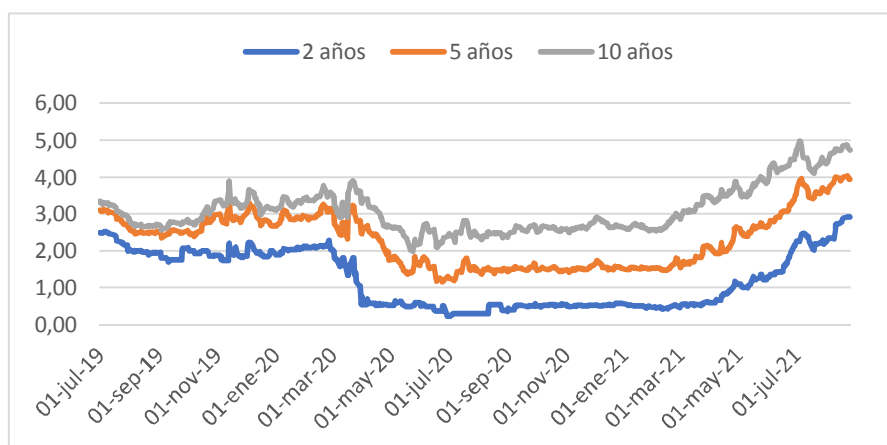
Entonces, reconociendo que al menos dos tercios de los fondos retirados irán al mercado financiero, se observa que estas operaciones provocarán una especial situación en este mercado, por un lado, las AFP saldrán al mercado nacional a vender activos para financiar la entrega del retiro, aumentando la oferta de bonos y subiendo la tasa de interés. Pero, si la mayor parte de las decisiones de los que retiran fondos será demandar activos financieros, ello tenderá a compensar el alza de la tasa de interés en el mercado financiero. El que con alta probabilidad se verá solo leve y temporalmente alterado, por estos retiros.

Los retiros de ahorros previsionales han generado la liquidación de miles de instrumentos financieros en los cuales las AFP estaban invirtiendo, lo cual ha ocasionado una caída importante en el valor de los fondos previsionales. De acuerdo con el Informe de Inversiones y Rentabilidad de los Fondos de Pensiones que publica mensualmente la Superintendencia de Pensiones, los fondos en septiembre de 2021 disminuyeron su valor en \$12.894.416 millones, lo cual significa una reducción real en el total del sistema del 12,6% respecto del mismo mes del año 2020. Los fondos más afectados a 12 meses fueron el fondo E (más conservador) y el fondo A (más riesgoso) con disminuciones porcentuales a 12 meses del -50,5% y -34,6% respectivamente. Sin embargo, considerando la rentabilidad real de los

fondos a 12 meses la situación es un poco mejor para el fondo A, B, C y D que muestran variaciones positivas y que van de mayor a menor respectivamente, no así el fondo E que registra una caída real (deflactado por la UF) en 12 meses del -0,46%.

Por otro lado, la tasa de interés de largo plazo de los instrumentos de renta fija durante 2020 se había mantenido mayormente en un nivel bajo lo mostrado en el segundo semestre de 2019, sin embargo, ha comenzado a subir progresivamente desde febrero de 2021, superando los niveles prepandemia. Entre febrero y septiembre de 2021 la tasa de interés nominal de largo plazo en Chile (10 años) ha subido en un 14%, similar situación atraviesa la región de América Latina, mientras que en EE. UU y la Eurozona la situación es opuesta, con tasas nominales a 10 años que en los primeros dos meses del tercer trimestre cayeron un -27,7% y -55,1% respectivamente. El incremento de la tasa a largo plazo de la economía chilena tiene un impacto directo en el costo de endeudamiento futuro y en la fluidez del crédito para todos los agentes demandantes (gobierno, bancos, empresas y hogares). Además, las tasas de largo plazo son especialmente importantes dado que el aumento de incertidumbre hace que los inversionistas de renta fija demanden mayor premio por plazo, presionando al alza la tasa de interés que al mismo tiempo se relaciona de manera inversa con el precio del bono, vale decir, en este caso lo disminuye.

Gráfico 1.1 Tasas de interés en pesos de los bonos locales Benchmark, en %



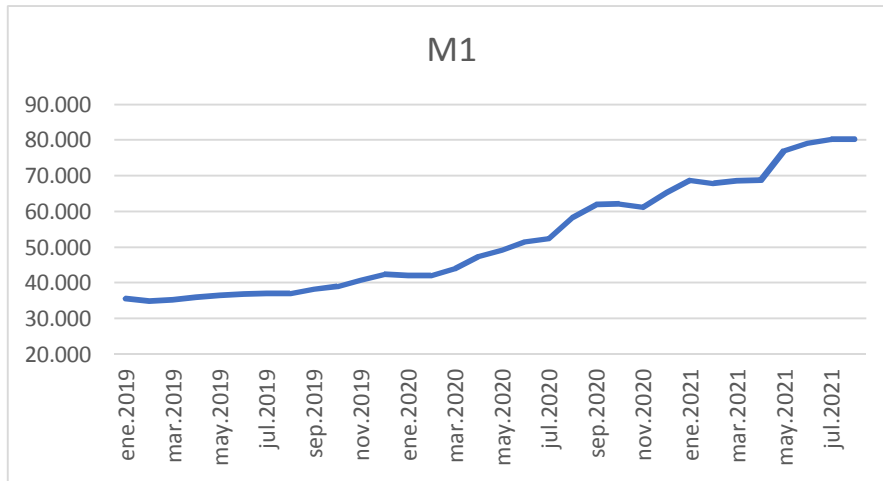
Fuente: Informe de Política Monetaria de septiembre de 2021, Banco Central

2. Liquidez y Condiciones de Financiamiento

Las masivas transferencias directas de dinero por parte del Gobierno hacia los hogares, los retiros programados desde los fondos de pensiones y las medidas de apoyo fiscal al crédito para las empresas de todo tamaño (FOGAPE) han estado permitiendo una liquidez importante en la economía, mitigando así el efecto negativo sobre los ingresos que se generó a lo largo de la pandemia y crisis económica, esta liquidez se ve reflejada en los datos de M1² publicados en el IPOM del tercer trimestre de 2021 (ver gráfico 2.1).

² M1 es el concepto más líquido de dinero; está compuesto por los billetes y monedas en circulación y los depósitos en las cuentas corrientes y cuentas a la vista.

Gráfico 2.1 Nivel del agregado monetario M1 (miles de millones de pesos)

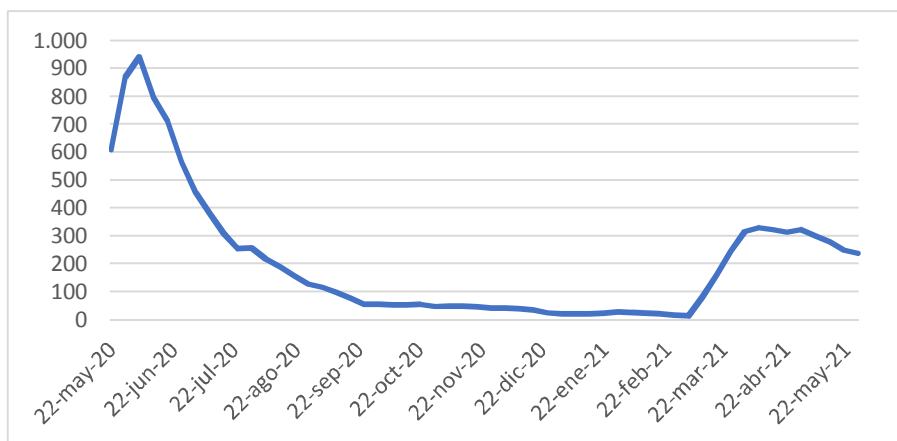


Fuente: Banco Central de Chile

Respecto de las colocaciones bancarias por tipo de deudor, estas se han comportado de forma heterogénea a lo largo de la pandemia, aunque en el caso de consumo y comercio exterior los créditos han estado generalmente en niveles similares. En las colocaciones del tipo vivienda, estas han aumentado todos los meses desde septiembre de 2019, con un promedio entre enero y agosto de 2020 de 0,6% de incremento y para el mismo periodo de 2021 con un incremento de 0,9%, y han seguido al alza. En el caso de las colocaciones comerciales (empresas) estas aumentaron con mayor fuerza en el periodo enero-agosto de 2020 (1%) respecto al mismo periodo de 2021 (0,5%).

Por su parte, los créditos del Fondo de Garantía para Pequeños Empresarios, tanto en su plan 2020 (FOGAPE COVID) como 2021 (FOGAPE Reactiva) han permitido un comportamiento contra cíclico del acceso al crédito en las empresas, concentrando sus operaciones en las micro y pequeñas, pero entregando un porcentaje del total del dinero mayor a las grandes empresas. Los flujos semanales de créditos FOGAPE alcanzaron sus máximos locales entre mayo y junio de 2020 (\$920.000 millones de pesos) y entre marzo y abril de 2021 (\$300.000 millones de pesos), ver gráfico 2.2. La demanda de créditos FOGAPE ha comenzado a decrecer desde mediados del segundo trimestre de 2021, por la adaptación de las empresas a las restricciones sanitarias, la recuperación de los niveles de venta prepandemia en la mayoría de los sectores económicos y la prudencia financiera, dado el aumento del endeudamiento que han registrado en 2020 y 2021 para hacer frente a sus actividades y obligaciones del negocio (sueldos, empleo, deudas, inversión, etc.), aunque aún se mantienen indicadores de impago bajos y estables. Todo eso, pese a que aún persiste la incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia y la crisis social.

Gráfico 2.2 Flujos semanales de Créditos FOGAPE COVID y Reactiva, (miles de millones de pesos)



Fuente: IPOM de junio de 2021, Banco Central

3. Que está pasando en el mercado cambiario. Efectos en el tipo de cambio

El peso chileno se ha depreciado al 20 de octubre (\$811,55) un 17% respecto de su mínimo alcanzado el 11 de mayo (\$693,74) y un 14% en lo que va del año. Según el Informe de Política Monetaria de septiembre de 2021 su desvalorización ha sido relativamente mayor al de otras economías comparables de América Latina y exportadoras de materias primas (Brasil, Colombia, México, Perú, Australia y Nueva Zelanda).

El aumento del tipo de cambio (pesos por dólar) en Chile desde julio de 2019 a septiembre de 2021 ha sido mayor en nuestro país respecto de otras economías comparables en un 1,2% y desde que se registró el primer caso de covid-19 en nuestro país (3 de marzo de 2020) nuestra moneda ha tenido una depreciación en promedio 0,9%, mayor a la de otras comparables de América Latina y exportadoras de materias primas (Brasil, Colombia, México, Perú, Nueva Zelanda y Australia).

Por otro lado, nuestra principal exportación, el cobre (50% de la canasta de exportación), en general, esta siendo cotizado a un buen precio, que en promedio durante 2021 ha sido del US\$ 4,18 por libra. Valor que ha mejorado significativamente en el mes de octubre, dado que el precio del metal rojo alcanzó un máximo anual de US\$ 5,13 por libra (20 de octubre) y al 21 de octubre se cotiza en US\$ 4,75, es decir, un 14% por sobre el promedio anual. Si reconocemos este aumento del precio del cobre, ello debería significar un aumento de la oferta de dólares en el mercado cambiario chileno y por consiguiente se debería estar viendo un tipo de cambio a la baja, pero ello no ocurre pues estamos en una situación en que el dólar se mantiene relativamente alto en comparación con lo mostrado a lo largo de 2021. Lo que mantiene alto al dólar, alrededor de 820 pesos por dólar en octubre, son las expectativas creadas por las incertidumbres políticas existentes en el país y, tal vez, también por las expectativas inflacionarias y las dificultades económicas futuras. Así, los agentes económicos están demandando más dólares que lo habitual en el mercado cambiario, aunque se debe reconocer que durante el año pasado también sobrepasó la barrera de los \$800 pesos.

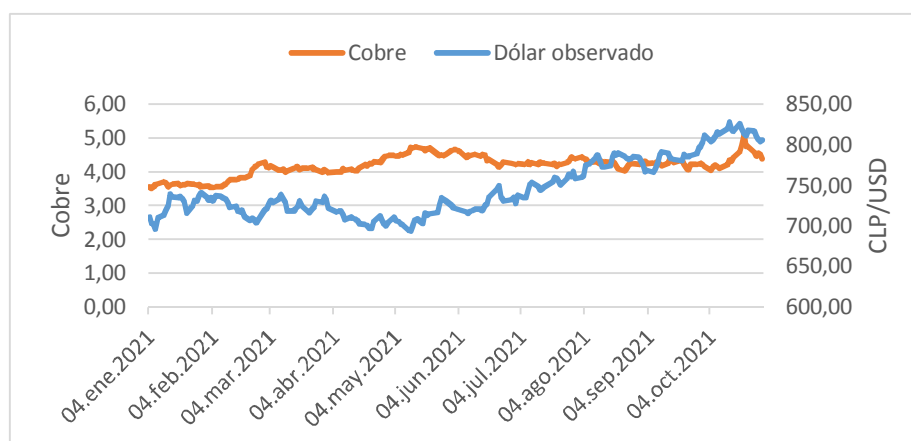
Tabla 3.1 Valor del dólar americano respecto de otras monedas de economías comparables de América Latina y exportadoras de materias primas

Valor del Dólar (USD) respecto otras monedas	Dólar (Australia)	Dólar (neozelandés)	Nuevo sol (Perú)	Peso (Colombia)	Peso (Méx.)	Real (Brasil)	CLP (Chile)
Desde inicio de 2021	1,73%	0,03%	9,83%	10,24%	2,31%	8,46%	13,29%
Media diaria de variación	0,01%	0,00%	0,05%	0,05%	0,01%	0,04%	0,06%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Chile

La tabla 3.1 compara distintas monedas de economías exportadoras de materias primas y de América Latina respecto del dólar estadounidense y que de acuerdo con el Informe de Política Monetaria de septiembre que publicó el Banco Central de Chile pueden considerarse comparables con la economía chilena. Se observa que nuestra moneda el peso (CLP) presenta el peor rendimiento o la mayor depreciación respecto del dólar americano en lo que va de 2021 y que junto a la abundante liquidez y problemas en la oferta agregada han estado presionando al alza los precios. Las razones de los malos resultados del peso chileno son principalmente producto de factores idiosincráticos relacionados a la incertidumbre generada en el mercado financiero producto de varios factores, como es el caso de los retiros anticipados de ahorros previsionales, que han provocado una liquidación masiva de instrumentos financieros, afectando el tipo de cambio, las tasas de interés y el mercado de derivados, este último es fundamental para la cadena de financiamiento de los exportadores e importadores locales y también para los bancos cuando requieren calzar sus balances. Otro factor importante es la incertidumbre política instalada desde octubre de 2019 y que se tradujo actualmente a un proceso de convención constitucional cuyo objetivo es escribir una nueva constitución política de Chile, lo cual afecta directamente las expectativas de inversión para muchos empresarios de distinto tamaño.

Gráfico 3.2 Precio del cobre (US\$) y Tipo de cambio nominal (CLP/USD) en 2021



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Chile

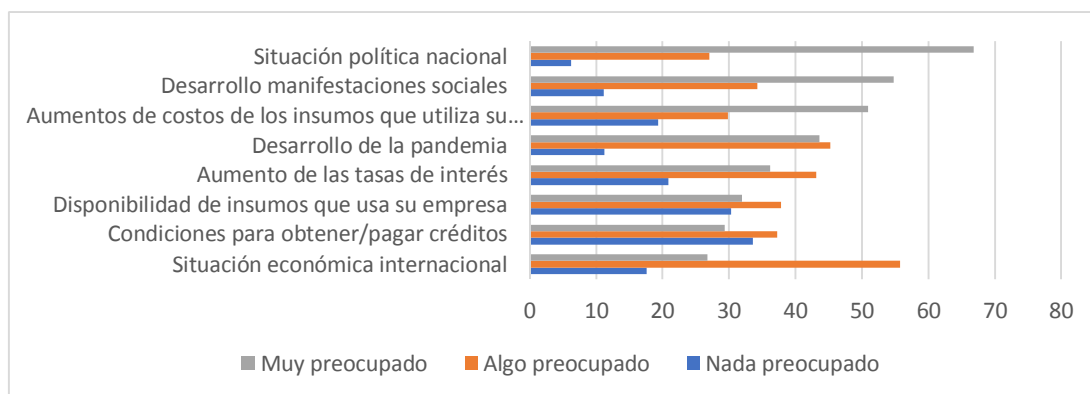
4. Las complejas Expectativas

Los factores políticos que están afectando a la economía son, básicamente, el desarrollo de una nueva constitución política, la incertidumbre respecto de la continuidad de las manifestaciones sociales (%estallido social+) y las polarizadas elecciones presidenciales de noviembre. Esta combinación de hechos está generando una alta incertidumbre en las expectativas de los inversionistas e impactando al mercado financiero y cambiario, cuyo resultado ha sido un aumento de las tasas de interés de corto y largo plazo del mercado de renta fija local, al mismo tiempo, han estado afectando el rendimiento de nuestra moneda respecto del dólar en los últimos cuatro meses, relativamente más que otras economías comparables de América Latina y exportadoras de materias primas del mundo.

El índice de incertidumbre económica (IEC), publicado mensualmente por Clapes UC muestra que en septiembre de 2021 el IEC disminuyó un 9% respecto a lo observado en agosto, reconociendo aumento en la incertidumbre. En paralelo, el índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) que publica mensualmente ICARE muestra que en septiembre de 2021 el IMCE se incrementó en 0,33% respecto de agosto, indicando un leve aumento de optimismo empresarial, ello no obstante que aumentaron las expectativas de precios y costos (excluyendo el sector minería) en septiembre y octubre respecto de agosto, en un 8% y 3,1% respectivamente.

Por su parte, el Informe de Percepciones de Negocios de agosto de 2021 (Banco Central) informa que la evolución de la pandemia ha perdido relevancia o peso en la incertidumbre presente de cara al futuro. La situación política aparece como la variable de mayor consideración en cuanto a generación de inestabilidad, en específico, a las empresas les preocupa lo que pueda suceder con el desarrollo de la discusión constitucional y el posible efecto que pueda tener en la evolución de algunos mercados, por ejemplo, los no sustentables. En paralelo, algunos empresarios muestran preocupación por lo que sucederá cuando se terminen las medidas de apoyo al ingreso por parte del gobierno, lo cual influye directamente en sus expectativas de inversión y en la necesidad de evitar un desacople importante con la ejecución efectiva de inversión y no acumular un stock excesivo de trabajadores, que después puede derivar en nuevos aumentos en la tasa de desempleo o caídas en la rentabilidad de la empresa.

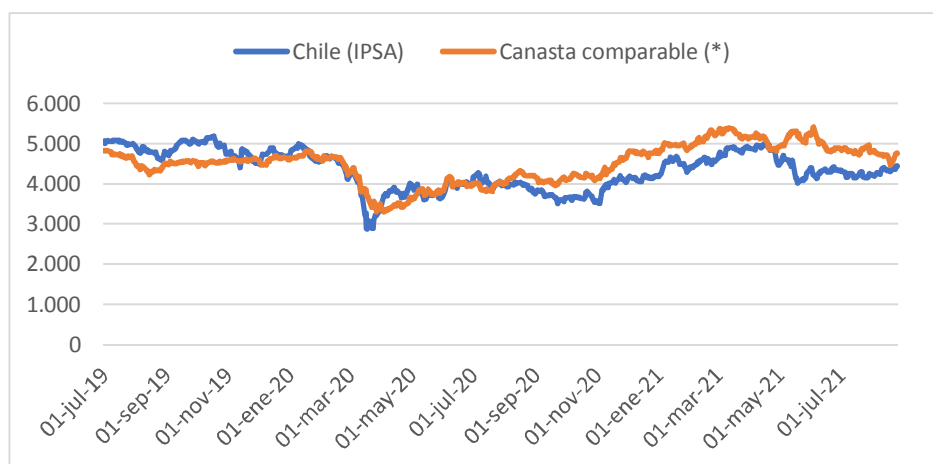
Gráfico 4.1 ¿Pensando en el desempeño de su empresa durante los próximos 12 meses, ¿cuán preocupado se encuentra por las siguientes situaciones? (porcentaje del total de respuestas).



Fuente: Informe de Percepciones de Negocios de agosto de 2021, Banco Central

La incertidumbre local, principalmente por el factor político y social ha generado que la Bolsa de valores local presente peores rendimientos que otras bolsas de economías comparables³, aun cuando la actividad productiva (IMACEC) ha superado las expectativas de crecimiento, el empleo muestra signos (leves) de recuperación y las expectativas sean positivas en general.

Gráfico 4.2 Bolsa de Valores de Chile y Canasta Comparable (índice)



Fuente: Informe de Política Monetaria de septiembre de 2021, Banco Central

5. Qué pasa con la Inflación

De acuerdo con los datos sobre inflación del Banco Central de Chile (Índice de Precios al Consumidor o IPC) que se divide en tres categorías (IPC general, IPC SAE e IPC sin volátiles), la variación anual del incremento en los precios ha sobrepasado (en términos del IPC general) el límite superior de tolerancia del Banco Central (4,0%), ubicándose en agosto y septiembre en un 4,8% y 5,3% respectivamente. Sin embargo, las medidas subyacentes (IPC SAE e IPC sin volátiles) - que excluyen productos más volátiles respecto de la canasta general - muestran que la inflación aumentó en niveles más moderados. Tanto el IPC SAE (que excluye alimentos y combustibles) como el IPC sin volátiles, presentaron una variación anual en agosto de 3,8%, vale decir, 100 puntos base menos que el índice general y aún dentro del rango de tolerancia aceptable. Sin embargo, el IPC SAE y sin volátiles en septiembre anotaron una preocupante variación anual (sobre el límite máximo de tolerancia del Banco Central) de 4,4% y 4,2% respectivamente y generó que en la última reunión de política monetaria (octubre) el consejo del Banco Central decidiera aumentar la Tasa de Política Monetaria en 1,25%, pasando de 1,5% (agosto) a 2,75%, esto con el objetivo de no

³ (*) Captura el movimiento o la tendencia que debería seguir el IPSA según las bolsas de las economías de la canasta comparable. Esta se conforma por una combinación de países de América Latina y exportadores de materias primas (Australia, Brasil, Colombia, México, Nueva Zelanda y Perú). Los ponderadores son los coeficientes de una relación de cointegración con el mercado accionario de Chile.

Fuente: Banco Central de Chile

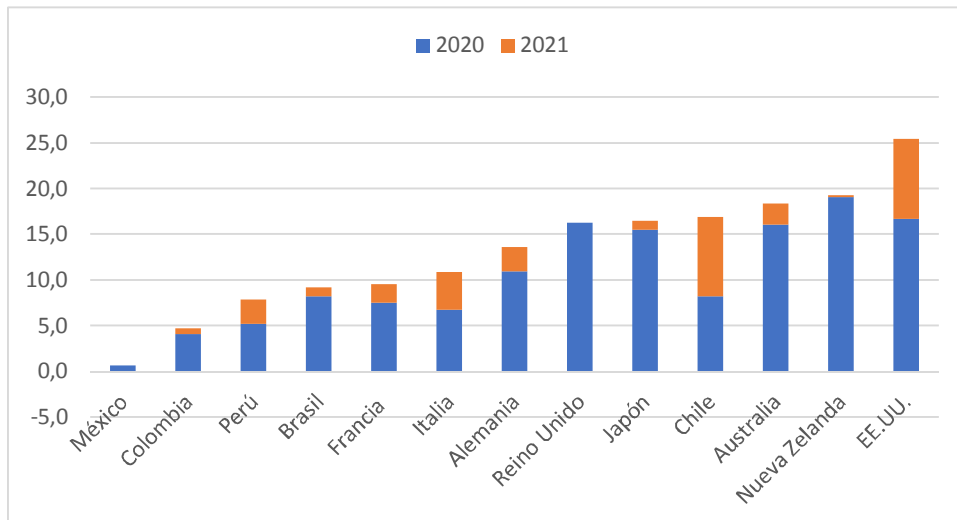
desviarse de la meta de inflación del 3% en el horizonte de dos años, aunque esta alza signifique importantes costos para el endeudamiento y el consumo de los agentes de la economía.

6. Finanzas Públicas

La reactivación económica en términos del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) ha superado las expectativas del Banco Central y los niveles prepandemia, no obstante, el mercado laboral aún no ha recuperado la mitad de los empleos perdidos durante la pandemia (1,8 millones) aunque ha mostrado una mejora de 1,5% en el trimestre junio-agosto (8,5%) respecto del precedente (10%). A esta realidad se suma la rezagada oferta nacional e internacional de bienes y servicios y que se encuentra en desequilibrio con la alta demanda producto del apoyo a los ingresos (IFE y retiros), lo cual entre otros factores como la subida del dólar y la incertidumbre política en Chile están generando fuertes presiones inflacionarias traducidas en las variaciones mensuales de los meses de agosto y septiembre del IPC y que generaron una rápida reacción por parte del Banco Central, que actuó subiendo la tasa de interés de referencia (retirando el impulso monetario) ante el sobrecalentamiento de la economía.

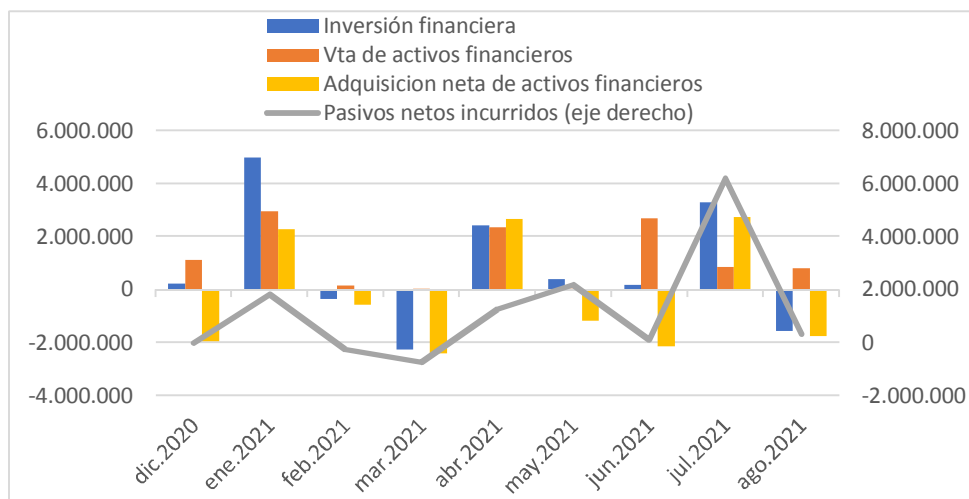
De acuerdo con el Informe de Finanzas Públicas del tercer trimestre (DIPRES, 2021) la deuda bruta de Chile al cierre de 2021 se estimaba en junio en 34,1% del PIB (\$80.503.287 millones). Sin embargo, producto de nuevos ajustes al presupuesto para cumplir con nuevas transferencias como la extensión del IFE a octubre y noviembre y la aplicación del IFE laboral (entre otras) ha provocado que la deuda bruta proyectada al cierre de 2021 se ajuste al alza respecto del segundo trimestre, ubicándose en \$82.548.50 millones (34,9% del PIB). Lo anterior implica que se está reduciendo el espacio de maniobra fiscal para hacer frente a futuros eventos disruptivos que afecten la economía y/o bien para ejecutar las políticas que demanda la ciudadanía con fuerza desde fines de 2019 en materia social y económica, además de destinar cada vez más recursos al pago de intereses. Con toda esta información, el futuro gobierno en 2022 heredará un Balance Estructural y Efectivo proyectado de -8,3% y -11,5% del PIB respectivamente.

Gráfico 6.1 Anuncios de gastos o ingresos dejados de percibir por parte de distintos gobiernos en respuesta al Covid-19 (porcentaje del PIB 2020)



Fuente: IPOM septiembre 2021, BCCh

Gráfico 6.2 Inversión financiera, Venta y Adquisición neta de activos financieros y Pasivos netos acumulados del Gobierno Central Presupuestario Total (miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central de Chile