



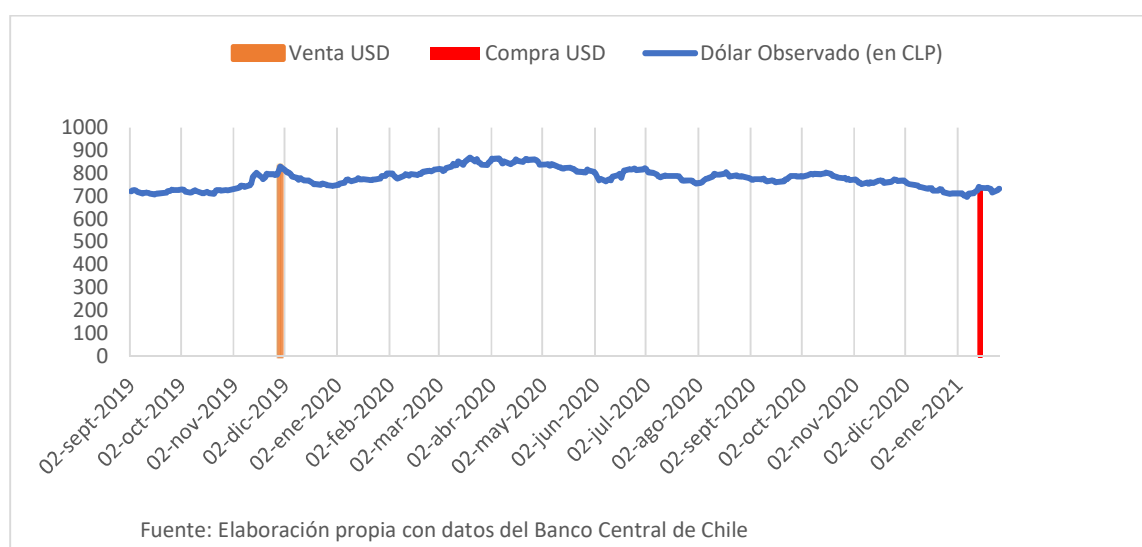
## “Intervenciones” recientes en el mercado cambiario chileno

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

### Situación económica y cambiaria que origina intervenciones

En los últimos 15 meses hemos tenido dos intervenciones importantes del Banco Central en el mercado cambiario chileno. En noviembre 2019, post estallido social de OCTUBRE18, el tipo de cambio nominal (tcn) recoge la situación de incertidumbre económica generada y sube notablemente y muestra a la vez una alta volatilidad, razones que hacen al Banco Central iniciar una intervención para contener el alza y la volatilidad. En enero de este año (2021), el Central decide aumentar sus reservas internacionales y sale a comprar dólares, generando un impacto sobre las expectativas de los agentes económicos y financieros que hace subir el tipo de cambio nominal.

Gráfico 1 Tipo de cambio nominal diario, setiembre 2019 a enero 2021, primer momento de operaciones en dólar observado (frecuencia diaria)



En el gráfico 1 se marca el periodo de las operaciones venta de USD en el mercado cambiario de noviembre de 2019 y el programa de compra gradual de reservas internacionales anunciado en enero de 2021. La intervención cambiaria de 2019 se efectuó con el objetivo de controlar la elevada volatilidad que presentó el tipo de cambio como efectos negativos del estallido social sobre las variables macroeconómicas como, por ejemplo, el IMACEC o el desempleo y sobre las expectativas de los agentes económicos. Si bien, durante 2020 los niveles del tipo de cambio se mantuvieron altos, no fue necesario



una intervención, dado que, el 2020 la crisis era global y, por lo tanto, la fuga de capitales era bastante menos atractiva.

### Contexto de la economía local en ambas situaciones

Para la intervención de noviembre 2019, se observa que, en octubre y noviembre de ese año, el estallido social de octubre genera un fuerte efecto económico negativo, el IMACEC de octubre de 2019 cae 5,8% respecto a septiembre para luego recuperarse débilmente en noviembre en un 0,5% pero aún en un 5,3% bajo respecto a septiembre. Mientras, la tasa de desempleo cayó 2,5% en octubre de 2019 respecto a septiembre del mismo año, para recuperarse en diciembre de 2019 y enero de 2020 y aumentar 1,5% y 5,2%, respectivamente. Las variables macroeconómicas caen por las dificultades de la población de llegar al trabajo. Las dificultades en la movilización urbana, principalmente en la región metropolitana (destrucción de varias estaciones del Metro), constantes manifestaciones sociales que interrumpían el tránsito tanto del transporte público como privado, fue mermando rápidamente la actividad del comercio y los servicios para operar sus negocios. Las manifestaciones llegan a ser muy numerosas y la violencia social se multiplica, generándose una situación de incertidumbre sobre lo que se podía esperar en lo económico, social y político para el país. Esa incertidumbre se manifiesta, entre otras dimensiones, en la intensificación en la salida de capitales del país y/o en la toma de posiciones en dólares, lo que pasa por el mercado cambiario, haciendo que el tipo de cambio nominal suba de 721,03 pesos por dólar en octubre de 2019 a 776,53 pesos por dólar en noviembre 2019, depreciando el peso chileno respecto al dólar en 7,7%. Dado esta depreciación del peso se incentivan las exportaciones y desincentivan las importaciones locales, lo cual se vio reflejado en la cuenta corriente, que comenzó a mostrar importantes mejoras, ya que, en octubre 2019 aumentó en un 33% respecto a septiembre de ese año, seguido por un 89% en noviembre respecto a octubre de 2019.

Respecto a la operación cambiaria de 2021, la decisión de aumentar gradualmente las Reservas Internacionales (compra USD) la toma el Banco Central el 13 de enero, con el objetivo de asegurar la recuperación económica del país, vale decir, se pretende que el aumento de las reservas actúe como un seguro ante posibles shocks externos que puedan afectar el acceso al financiamiento en los mercados y la liquidez de la economía (esto ya ocurrió en la crisis sub prime), minimizando los problemas que pudiesen generarse en la balanza de pagos y que ralenticen la recuperación.

En este mes, la economía está en una especial zona de lenta recuperación de la actividad económica, con un IMACEC de 1,1% positivo en noviembre 2020 respecto a octubre y un similar valor esperado para diciembre, pero con una tasa de desempleo que no baja de 10% u 11% (10,8% en noviembre 2020), indicando una mucho más lenta recuperación del empleo. A todo esto, se agrega una situación sanitaria en una suerte de rebrote, con aumento continuo de contagiados y lo que es peor, una tasa de positividad que pasa desde alrededor de 4-5% a porcentajes superiores al 8% en la última semana de enero 2021, situación que inducirá sin dudas, mayores restricciones de desplazamiento con efectos desactivadores de la economía.



El tipo de cambio ha estado respondiendo al alza por el precio del cobre que ha subido desde mediados de 2020 desde 243,87 dólares por libra hasta llegar, en enero 15 de 2021 a 361,94 dólares por libra, generando una tendencia continua de caída en el tipo de cambio, desde 767,29 en diciembre 01 hasta 696,18 el 07 de enero, apreciando el peso en 9,3%.

### **Algunas consideraciones teóricas de ambas intervenciones**

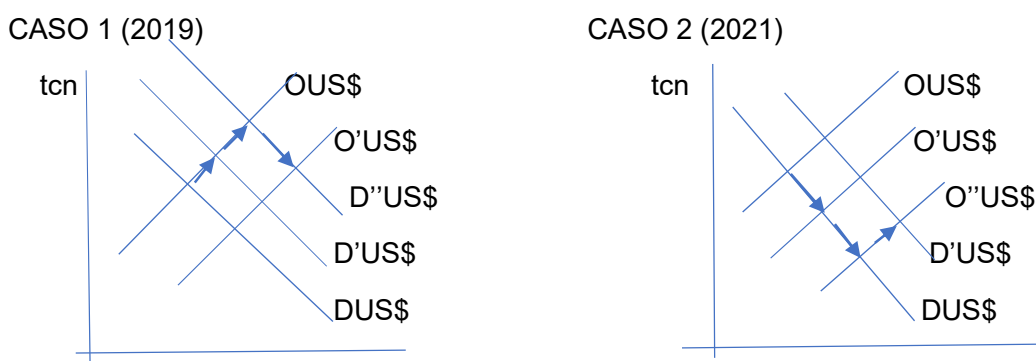
La intervención del mercado cambiario de noviembre 2019 fue porque el tipo de cambio nominal se estaba depreciando, subiendo demasiado tal que el 29 de ese mes llega a 828,25 pesos por dólar, mostrando a la vez una alta volatilidad (2,7% de variación respecto al día anterior, lo cual fue un máximo en el último trimestre de ese año). El Banco Central sale a contener el alza y a reducir su volatilidad. Para el efecto, actúa como contraparte de los agentes del mercado que se estaban moviendo unidireccionalmente a la compra de dólares, lo cual puede generar distorsiones aún mayores a las esperadas, en este sentido, el BCCh ofrece dólares, aumentando la oferta de dólares en el mercado cambiario (vende dólares de sus Reservas Internacionales, RI), con lo que consigue que el tipo de cambio nominal se reduzca entre el 29 de noviembre y 2 de diciembre de 828,25 a 812,13 pesos por dólar (-1,9%), luego progresivamente bajaría a un mínimo para el tiempo planeado de la intervención el 30 de diciembre de ese año, ubicándose en 744,62 pesos por dólar y volvió a superar la barrera de los 828,25 el 9 de marzo de 2020, tiempo en donde la pandemia estaba comenzando en nuestra región e instalada en el mundo. La venta de dólares del Central tendría un impacto monetario negativo, que reduciría la oferta de dinero, por lo que se aplican medidas compensatorias para no alterarla.

La intervención de enero 2021, que el Banco Central afirma no es propiamente una intervención, sino que se trata de una operación necesaria para mantener RI suficientes (en vez de volver a negociar un crédito flexible desde el FMI) para resolver futuras contingencias nacionales o internacionales. En todo caso esta operación se realiza cuando el dólar está bajando su valor en el mercado cambiario nacional, lo que significa que se está apreciando y eso puede afectar, también, a las exportaciones netas. Así, el Banco Central sale al mercado cambiario a comprar dólares cuando el tipo de cambio está cayendo continuamente (por aumento del precio del cobre y las exportaciones) y llega a niveles bajo 700 pesos por dólar. Así, la mayor demanda de dólares hace subir el tipo de cambio nominal. La paridad peso/dólar pasó de un promedio de 713,57 pesos por dólar (desviación estándar de 14,1) entre el 5 y el 14 de enero a un promedio de 730,30 pesos por dólar (desviación estándar de 7,07) entre el 15 y 26 de enero, lo que muestra que la compra de RI logró su objetivo de aumentar las RI y a la vez, logra aumentar el tipo de cambio y reducir la volatilidad de este.

Gráficamente el análisis reconoce que en el primer caso (noviembre 2019) el aumento de la demanda de dólares para tomar posiciones en dólares y/o llevarlos fuera del país (salida de capitales) se desata por la incertidumbre y pasa límites de volatilidad que refleja la incertidumbre, entonces el Banco central sale a vender dólares para contener el alza y reducir la volatilidad. En el segundo caso (2021), el nivel del tipo de cambio está bajo y con tendencia a seguir bajando (por aumento del precio del cobre, entre otros factores) y



además se estima necesario recuperar y aumentar las RI a un nivel de 12% del PIB, (con una proyección de que alcancen el 18% hacia 2022) para resolver futuras complicaciones internacionales. El Central sale a comprar y contiene la bajada del tipo de cambio nominal. El que sea un programa de compras por 15 meses, asegura que el mercado mantenga expectativas en un nivel cercano a 800 pesos por dólar y facilita la toma de decisiones en los agentes económicos.



### Forma y dimensión de la intervención de noviembre-diciembre 2019

El 28 de noviembre 2019, el Banco Central de Chile (BCCh) anunció la intervención del mercado cambiario en medio de un sesgo unidireccional a la compra de dólares por parte de los agentes del mercado (banca y otras instituciones), lo cual puede generar distorsiones aún mayores a las esperadas en una situación de incertidumbre, es decir, en la volatilidad del tipo de cambio y su consecuente distorsión en los precios que afecta directamente las decisiones de los agentes económicos. En este sentido, ante la situación en donde los agentes están enfocados totalmente a la compra, las instituciones financieras se enfrentaron a la escasez de contrapartes que pudiesen venderles los dólares, en efecto, el BCCh actuó como contraparte ofreciendo un programa de ventas FX Spot y FX forward por compensación en pesos, por hasta US\$10.000 millones cada uno, de esta manera se evitó una depreciación adicional de la paridad local y las distorsiones asociadas.

El resultado de la intervención cambiaria de noviembre de 2019 fue positivo, ya que, se logró el objetivo de estabilidad financiera, por ejemplo, disminuyó la volatilidad sin que el ajuste del tcn generará un daño a la economía, además se observó que una operación forward puede ser tan útil como un spot cuando se apunta al objetivo de entregar cobertura, si el sector privado no la otorga<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para más información visitar: <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/lecciones-de-la-ultima-intervencion-cambiaria-beltran-de-ramon>



### **Forma de la intervención de enero 2021**

El programa de reposición de reservas equivale a la compra gradual (a 15 meses) de \$12.000 millones de dólares, de los cuales, \$2.550 repondrán los recursos utilizados en la intervención de noviembre de 2019 y el resto se utilizará con el objetivo de aumentar su tamaño a un 18% del PIB hacia el fin del programa (2022). Este programa fue anunciado en enero de 2021 y operará ejecutando compras diarias programadas de \$40 millones de dólares durante 15 meses. Esta intervención del BCCh difiere de la realizada en 2019, ya que, es ese tiempo los montos alcanzaban niveles 10 veces mayores y las operaciones se ajustaban semanalmente.

El objetivo del aumento de RI es asegurar la recuperación económica ante shocks externos (hasta el momento del anuncio las expectativas para 2021 no son mejores que para 2020 pero tampoco peores) que puedan afectar la estabilidad financiera del país, por otro lado, Chile también cuenta con financiamiento del FMI, al cual le quedan 16 meses restantes de disponibilidad, además de otra línea de crédito con China de \$7.000 millones de USD, lo cual es positivo y concordante con las políticas macro prudenciales.

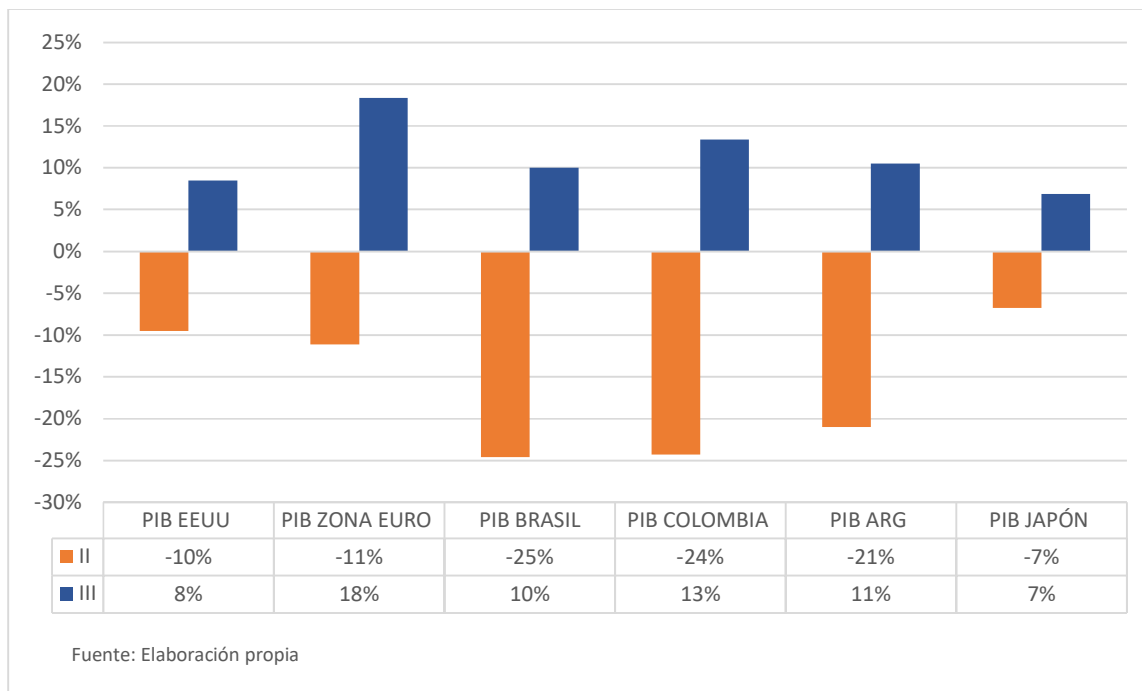
### **Efectos de las intervenciones sobre el mercado cambiario y la economía**

Respecto de la intervención de noviembre de 2019, los datos del BCCh muestran que entre el 26 y 29 de noviembre de 2019 el par peso/dólar promedió 804,80 y entre 2 y 5 de diciembre promedio 803,90 pesos por dólar, por lo que el efecto de la intervención fue una apreciación del peso. La variación del tipo de cambio influye directamente sobre la cuenta corriente de la economía y, los datos del BCCh (trimestrales) muestran que entre el tercer y cuarto trimestre de 2019 la cuenta corriente paso de -3.528 millones de USD a -2.363 millones de USD, vale decir, se redujo el déficit de la cuenta, esto debido a que durante el cuarto trimestre de 2019 (entre el 01 de octubre y 29 de noviembre) el tipo de cambio se incrementó en un 14% (+2% en el total del trimestre) y, por teoría ante una depreciación considerable del peso (cualquier moneda) se incentiva el sector exportador y se desincentiva el sector importador beneficiando de este modo la cuenta corriente del país y su respectivo PIB.

Por otro lado, en los 3 primeros trimestres de 2020, la economía de nuestros principales socios comerciales, excepto China y al igual que este país, han comenzado a mostrar signos de mejora, ver gráfico 2. Los datos solo estaban disponibles hasta el tercer trimestre de 2020, no obstante, el cuarto trimestre no fue muy diferente al tercero, dado que el máximo de la pandemia en términos del producto fue en el segundo trimestre. Esto fue positivo para las expectativas de recuperación en el mercado y avala la compra de reservas que ha anunciado el BCCh el 13 de enero de 2021, dado que esta se hace pensando en asegurar la recuperación económica de shock externos.



Gráfico 2: Variación porcentual del PIB de nuestros principales socios comerciales, (Las variaciones toma en cuenta el periodo entre el primer y tercer trimestre de 2020.



Respecto del programa de compra de reservas anunciado en enero de 2021, se pudieron apreciar efectos inmediatos en el mercado cambiario, que derivó en una subida del tipo de cambio de \$15,01 dólares (mayor alza desde el 10 de agosto de 2020) cerrando en \$742,76 pesos por dólar, se espera que el dólar se ubique en el rango de los 750-760 pesos, esto también considerando la situación de incertidumbre que vive el mundo ante los distintos rebrotes de covid-19 que se están produciendo en Beijing y que mantiene a la baja el precio del cobre y la inestabilidad política que se observó en EEUU durante las últimas semanas de gobierno del ex presidente Trump que mantienen levemente al alza el dólar.

### Costo de las intervenciones y usos alternativos de los recursos del Central

En el caso de la intervención de noviembre de 2019 el BCCh no incurrió en ningún costo fiscal asociado, ya que, el BCCh vendió reservas internacionales a un precio mas alto que cuando se compraron en los programas de intervención de 2008 y 2011, además cobró intereses en sus operaciones de liquidez. Tampoco el costo de la operación tenía un uso alternativo mejor (dado que su objetivo es mantener la estabilidad financiera), ya que, el banco disminuye sus pasivos al efectuar la operación, no como en el caso de un gasto fiscal, que es un servicio que se ofrece gratuitamente, en otras palabras, financiar un servicio gratuitamente con RI es equivalente a financiar el déficit fiscal imprimiendo billetes, cual, según la teoría y la evidencia produce presiones inflacionarias.



Por otro lado, la compra de RI tendrá pocos o nulos usos alternativos mejores en relación con lo que significa la estabilidad financiera que permitirán en el corto y mediano plazo. Por otro lado, esta operación no es comparable con una de gasto público, ya que, las reservas no se aumentan para consumo, sino mas bien como un activo que permitirá actuar (ocuparlo) en situaciones que nuestra economía enfrente shocks externos.

### **Cuáles serían las razones de no dejar fluctuar libremente al tipo de cambio**

Chile maneja un tipo de cambio flexible en su economía desde 1999, esto le ha permitido tener una política monetaria independiente y enfocada en la meta de inflación de 3%, que al mismo tiempo es el ancla nominal de la economía y orienta las expectativas de los agentes económicos. Las razones para no dejar fluctuar libremente el tipo de cambio tienen que ver con los hechos de que se elimina el riesgo cambiario, existe certidumbre y la política fiscal expansiva logra mayor eficiencia, pero al mismo tiempo, resulta mas costoso para el Banco Central, ya que, debe estar constantemente comprando y vendiendo dólares para mantener su paridad ante los distintos desequilibrios que se puedan presentar.

De esta forma el Banco Central se asegura de que se genere el bien público de estabilidad económica, que es el principal bien que está llamado a producir.

**Santiago, enero 28 de 2020**