

Lecciones de la última intervención cambiaria

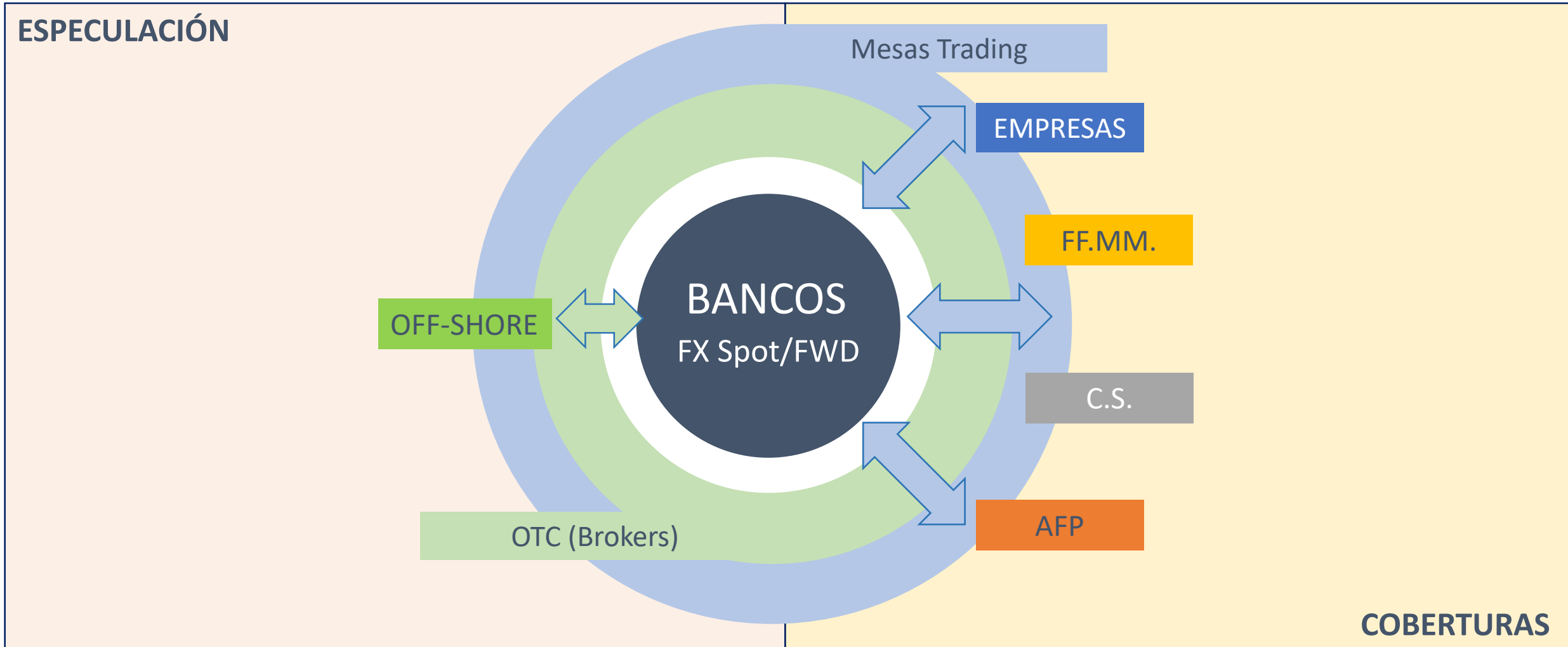


Beltrán de Ramón
Gerente División Mercados Financieros

23 de diciembre de 2020

Instrumentos y participantes del Mercado Cambiario

Actualmente el mercado cambiario negocia principalmente operaciones FX *spot* y FX *forwards* para motivos de especulación/cobertura. Los bancos son los principales intermediarios debido a que son contrapartes de empresas e inversionistas institucionales



Mercado de dólares FX Spot

Las operaciones de FX *spot* son utilizadas para transar montos y precios de CLP/USD al contado (liquidación o pago: T+1 día hábil).

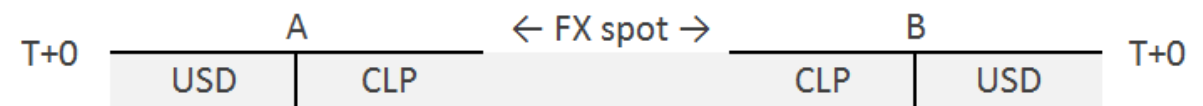
Estas operaciones se ejecutan principalmente a través de la plataforma de negociación DATATEC de la Bolsa Electrónica de Comercio. En ella participan los bancos comerciales y corredoras de bolsa. En los últimos cinco años, el monto promedio transado diario alcanza los US\$ 1.250 millones.

El tipo de cambio se comporta en función de las expectativas que tienen los agentes locales y extranjeros respecto del desempeño de la paridad, considerando los fundamentos de la economía local y también la internacional.

Sin embargo, la paridad local puede presentar diferencias transitorias con respecto a sus fundamentales, producto de flujos de gran magnitud que superen la profundidad del mercado en un momento determinado.

FLUJOS FX SPOT

"A" compra FX spot



DATATEC

Puntas compra / venta

DEMANDAS ↑		OFERTAS ↓			
723.50		726.00			
2.000		0.500			
Cód	Monto	Precio	Precio	Monto	Cód
	2.000	723.50	726.00	0.500	
	0.250	723.30	727.30	0.250	
	0.250	723.25	727.60	0.500	T
TANS	0.250	723.00	729.10	0.500	
IMTS	1.340	723.00	729.45	0.250	
T	0.500	722.51	729.95	0.250	

CLP/USD intradía



Mercado de dólares FX Forward

Las operaciones FX *forward* se realizan principalmente a través de contratos por compensación o NDF¹ y se transan mayormente a través de plataformas de negociación OTC con un promedio diario de US\$ 2.500 millones.

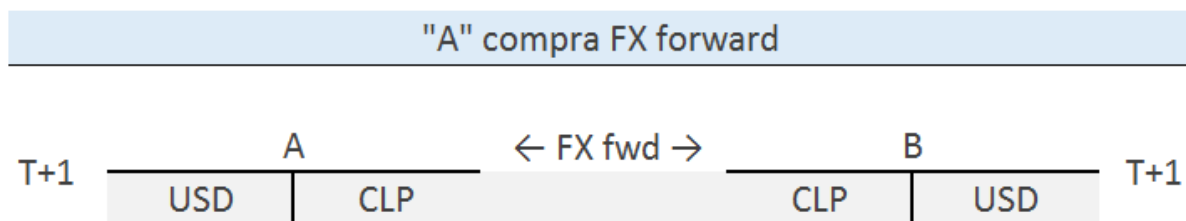
Los precios de FX *forward* son equivalentes a reajustar el nivel del tipo de cambio *spot* por el diferencial de tasas entre pesos/dólares. En la práctica, los agentes transan estos instrumentos a través de los *forward points* equivalentes a ± centavos(¢) sobre la paridad *spot*.

Estas operaciones se utilizan para los siguientes motivos:

- **Cobertura:** los agentes fijan el tipo de cambio actual ± ¢, con el fin de asegurar el valor de los activos y pasivos indexados a la paridad hasta el vencimiento de la operación.
- **Especulación:** los agentes apuestan que el tipo de cambio actual ± ¢ será más alto/bajo que el precio a ejecutarse al vencimiento de la operación.

¹NDF: *non-deliverable forward*

FLUJOS USD/CLP FORWARD



FORMULACIÓN DE USD/CLP FORWARD

$$Fwd_{compra} = Spot_{venta} \times \frac{1 + (tasa\ cap.\ pesos \times plazo)}{1 + (tasa\ col.\ dólares \times plazo)}$$

$$Fwd_{point\ compra} = Spot_{venta} \times \frac{1 + (tasa\ cap.\ pesos \times plazo)}{1 + (tasa\ col.\ dólares \times plazo)} - Spot_{venta}$$

$$Fwd_{venta} = Spot_{compra} \times \frac{1 + (tasa\ col.\ pesos \times plazo)}{1 + (tasa\ cap.\ dólares \times plazo)}$$

$$Fwd_{point\ venta} = Spot_{compra} \times \frac{1 + (tasa\ col.\ pesos \times plazo)}{1 + (tasa\ cap.\ dólares \times plazo)} - Spot_{compra}$$

Participantes del Mercado Cambiario en Chile



Entre contrapartes locales, las compensaciones se realizan en CLP al dólar observado del día vencimiento, mientras que en las negociaciones entre agentes locales y externos se realizan directamente en USD

Gestión cambiaria de los bancos

Por normativa cambiaria, los bancos deben gestionar sus balances en moneda extranjera, calzando sus activos y pasivos en dólares con el fin de no correr riesgos asociados a la volatilidad del tipo de cambio

Los bancos, al ser los principales agentes del mercado cambiario formal, tienen que cumplir una serie de normas asociadas a la mitigación de riesgos cambiarios presentes en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Como principales intermediadores de dólares *spot* y *forward*, los bancos buscan generar diferenciales entre las compras/ventas de dólares de modo de cerrar sus posiciones y no correr riesgos asociados al tipo de cambio.

Sin embargo, en momentos en que hay un sesgo unidireccional del dólar, tanto del mercado *FX spot* y *forward*, los bancos enfrentarían un descalce cambiario en su balance, que podría exacerbar la dirección del tipo de cambio.

Balance Bancos moneda extranjera	
Activos	Pasivos
Caja	Depósitos a la vista
Créditos	Depósitos a plazo
SPOT/FWD	SPOT/FWD

Ante flujos masivos de compra USD *spot/forward*, los bancos pueden amplificar la depreciación de la paridad debido al cumplimiento de normativas de calce

Los bancos quedan con una **posición neta vendedora de dólares** cuando hacen frente a flujos **masivos de compra de dólares *spot/forward***, que no pueden intermediar por **falta de contrapartes** en el mercado cambiario.

Con el fin de **cumplir la norma cambiaria**, las áreas de balance de los bancos recurren a calzar la posición neta de venta dólares *spot* a través de una compra de **dólares FX *forward* sintético**.

En este caso, los bancos para recrear una compra de dólares *forward* sintético deberán en T **tomar un crédito en pesos (↑)** para luego **comprar dólares *spot* (↑)**.

Al vencimiento (T+N), **y de no renovarse la operación**, el banco **deberá vender los dólares (↓)** en el mercado.

POSICIÓN NETA MERCADO USD	
COMPRA FX SPOT/FWD	
POSICIÓN NETA BANCA USD	
	VENTA FX SPOT/FWD
COMPRA FX FWD SINTÉTICO	
COMPRA FWD SINTÉTICO	
T: COMPRA FX SPOT (↑ PARIDAD)	T: CAPTA PESOS (↑ TASA)
T: COLOCA USD (↓ TASA)	T+N: VENDE FX SPOT (↓ PARIDAD)

(↑) presión al alza (↓) presión a la baja

Lo mismo en el otro sentido ...

Los bancos quedan con una **posición neta compradora de dólares** cuando hacen frente a flujos **masivos de venta de dólares spot/forward**, que no pueden intermediar por **falta de contrapartes** en el mercado cambiario.

Con el fin de **cumplir la norma cambiaria**, las áreas de balance de los bancos recurren a calzar la posición neta de compra dólares *spot* a través de una venta de **dólares FX forward sintético**.

En este caso, los bancos para recrear una venta de dólares *forward* sintético deberán en T **tomar un crédito en USD (↑)** para luego **vender dólares spot (↑)**.

Al vencimiento (T+N), **y de no renovarse la operación**, el banco **deberá comprar los dólares (↓)** en el mercado.

POSICIÓN NETA MERCADO USD	
	VENTA FX SPOT/FWD
POSICIÓN NETA BANCA USD	
COMPRA FX SPOT/FWD	VENTA FX FWD SINTÉTICA
VENTA FX FWD SINTÉTICA	
	T: CAPTA USD (↑ TASA)
	T: VENDE FX SPOT (↓ PARIDAD)
T: COLOCA PESOS(↓ TASA)	
T+N: COMPRA FX SPOT (↑ PARIDAD)	

(↑) presión al alza (↓) presión a la baja

Intervención Cambiaria

BCCh

Flotación cambiaria e intervenciones

El Banco Central de Chile deja flotar la moneda desde 1999, medida que es clave para tener una política monetaria independiente. Pero el BCCh se reserva la opción de intervenir en circunstancias excepcionales, si estima que la paridad enfrenta una volatilidad excesiva que puede dañar la confianza de los agentes o entregar señales equívocas de asignación de precios.

En los 21 años que lleva este régimen, se ha intervenido en cinco oportunidades. Por la excepcionalidad de la política y el alto grado de desarrollo del mercado cambiario local, éstas han sido esporádicas; la última a fines de 2019.

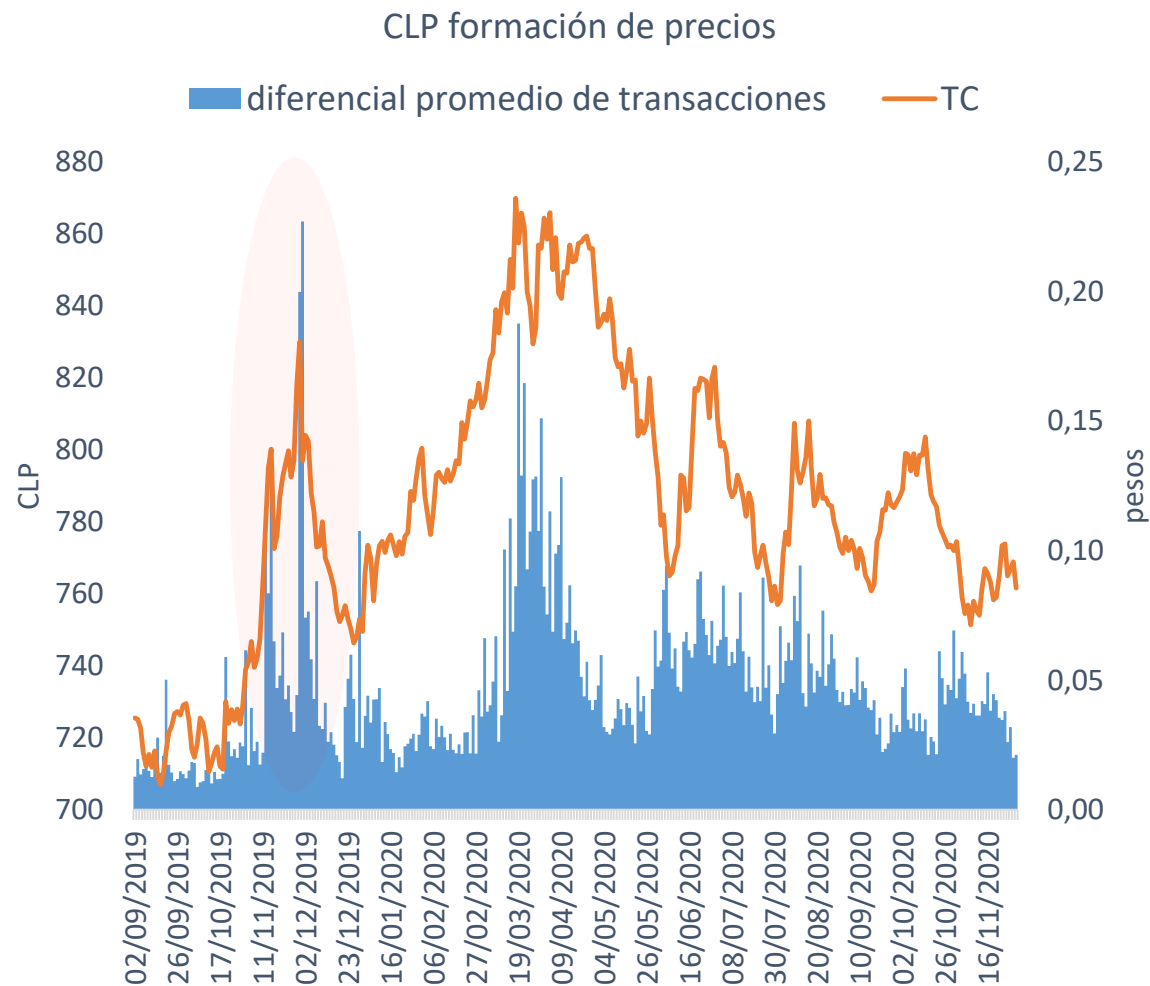
El BCCh realiza intervenciones cambiarias en situaciones de extrema volatilidad, o en momentos en el que el peso chileno se mueve en contra de sus fundamentos. En 21 años ha intervenido en cinco oportunidades.



En noviembre de 2019 el BCCh realizó su última intervención en el mercado cambiario

El 28 de noviembre de 2019 el BCCh anunció la intervención del mercado cambiario en medio de un sesgo unidireccional a la compra y alta volatilidad en la conformación de precios, la cual en definitiva impedía la correcta toma de decisiones para los agentes económicos.

En este tipo de escenarios en donde el mercado FX *spot* y FX *forward* están direccionados a la compra, la banca no tuvo la opción de intermediar estos flujos en el mercado debido a una escasez de contrapartes lo cual provocó una distorsión en la formación de precios.



El BCCh actuó como contraparte de la banca ofreciendo un programas de ventas FX *spot* y FX *forward*

Con el fin de evitar mayores volatilidades y distorsiones en la conformación de precios, el BCCh actuó como contraparte de la banca, ofreciendo un programa de ventas FX *spot* y FX *forward* por compensación en pesos, por hasta US\$ 10.000 millones cada uno.

Lo anterior permitió a los bancos calzar sus balances, eliminando así la necesidad del banco de cerrar los mismos con el mercado. De esta manera se evitó una depreciación adicional de la paridad local y las distorsiones asociadas.

POSICIÓN NETA MERCADO USD	
COMPRA FX SPOT	
COMPRA FS FWD	
POSICIÓN NETA BANCA USD	
	VENTA FX SPOT
	VENTA FX FWD

BALANCE BANCO CENTRAL

VENTA FX SPOT
VENTA FX FWD

=

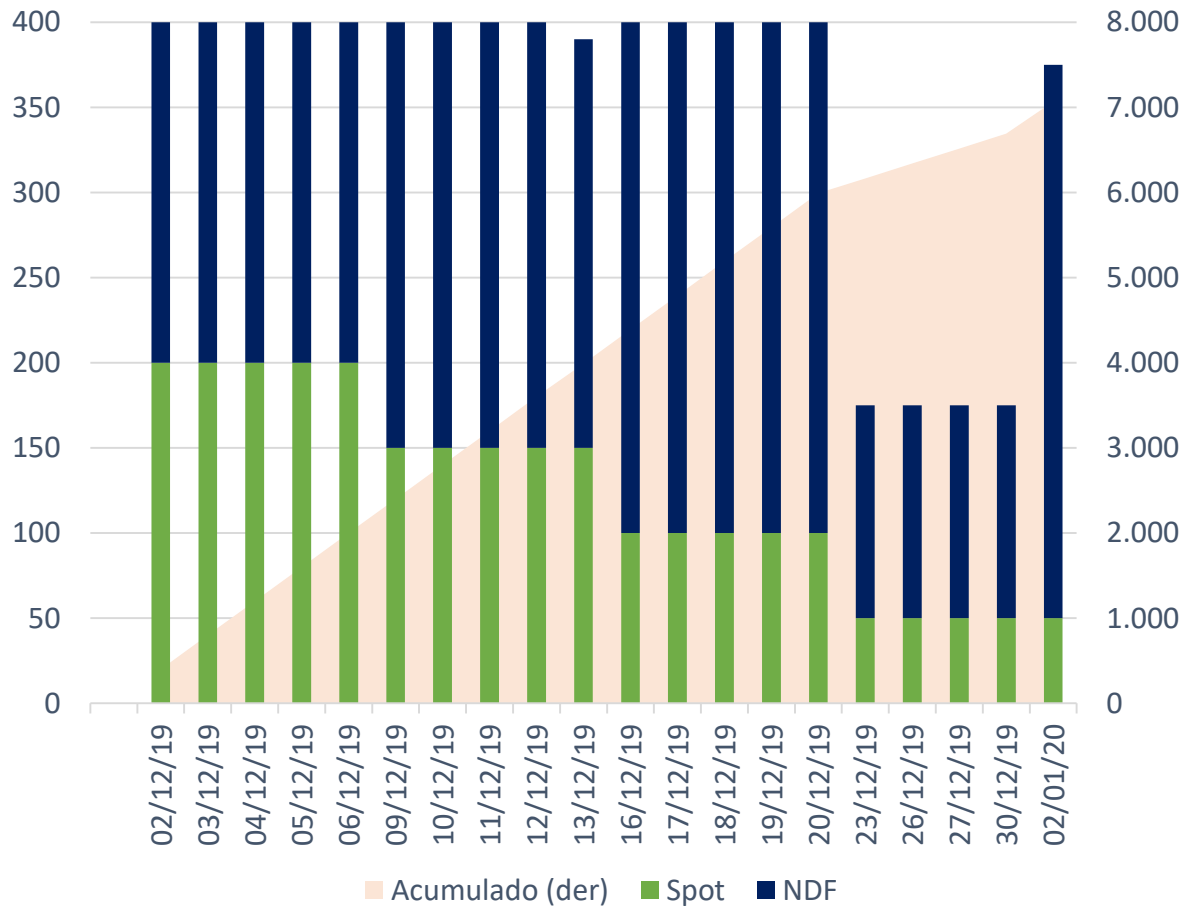
=

GESTIÓN DE BALANCE BANCA

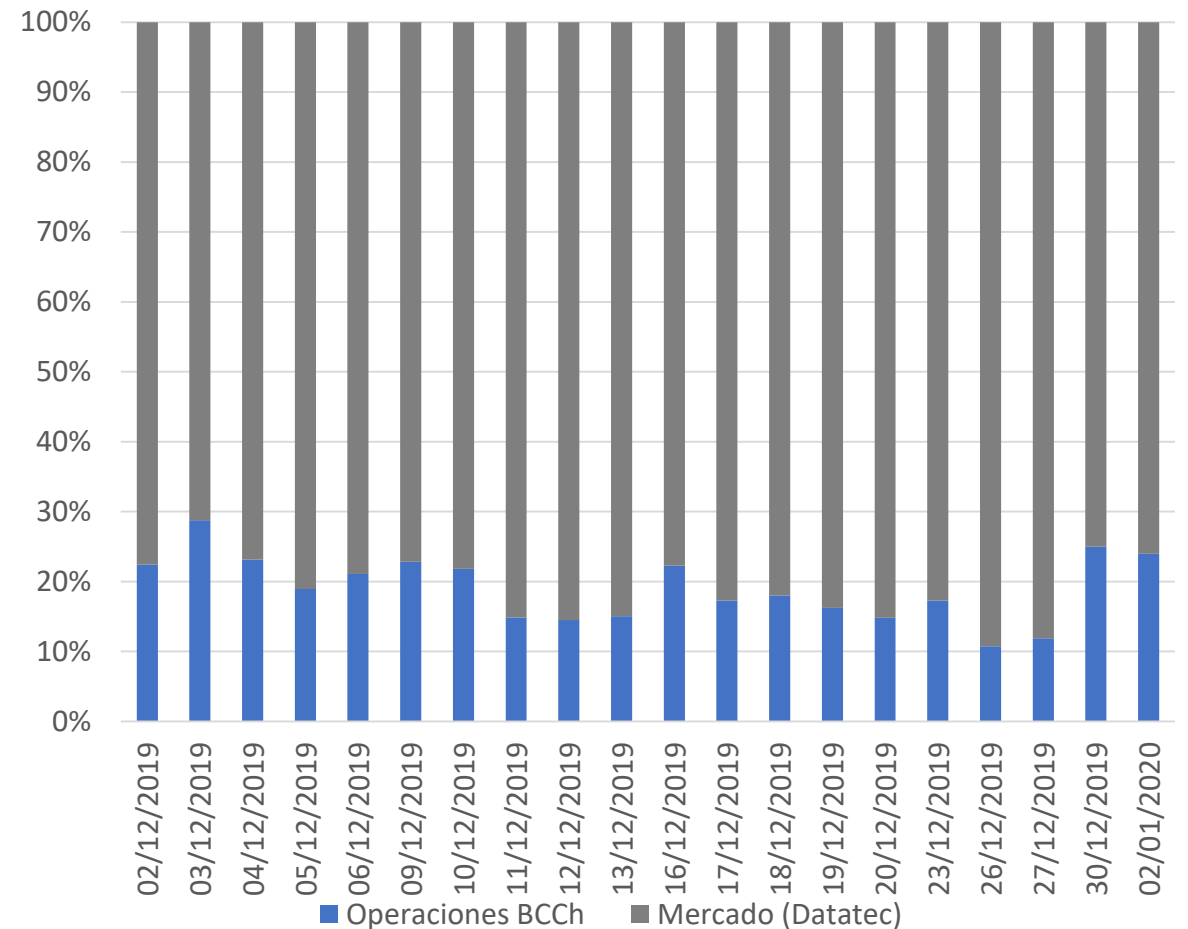
COMPRA FX SPOT
COMPRA FX FWD

La implementación jugó un rol importante. BCCh llegó a reemplazar un 25% promedio del mercado, compensando la falta de oferta de divisas. Cuando retornó la confianza, la paridad volvió a alinearse a valores en torno a sus fundamentales.

Intervención Cambiaria

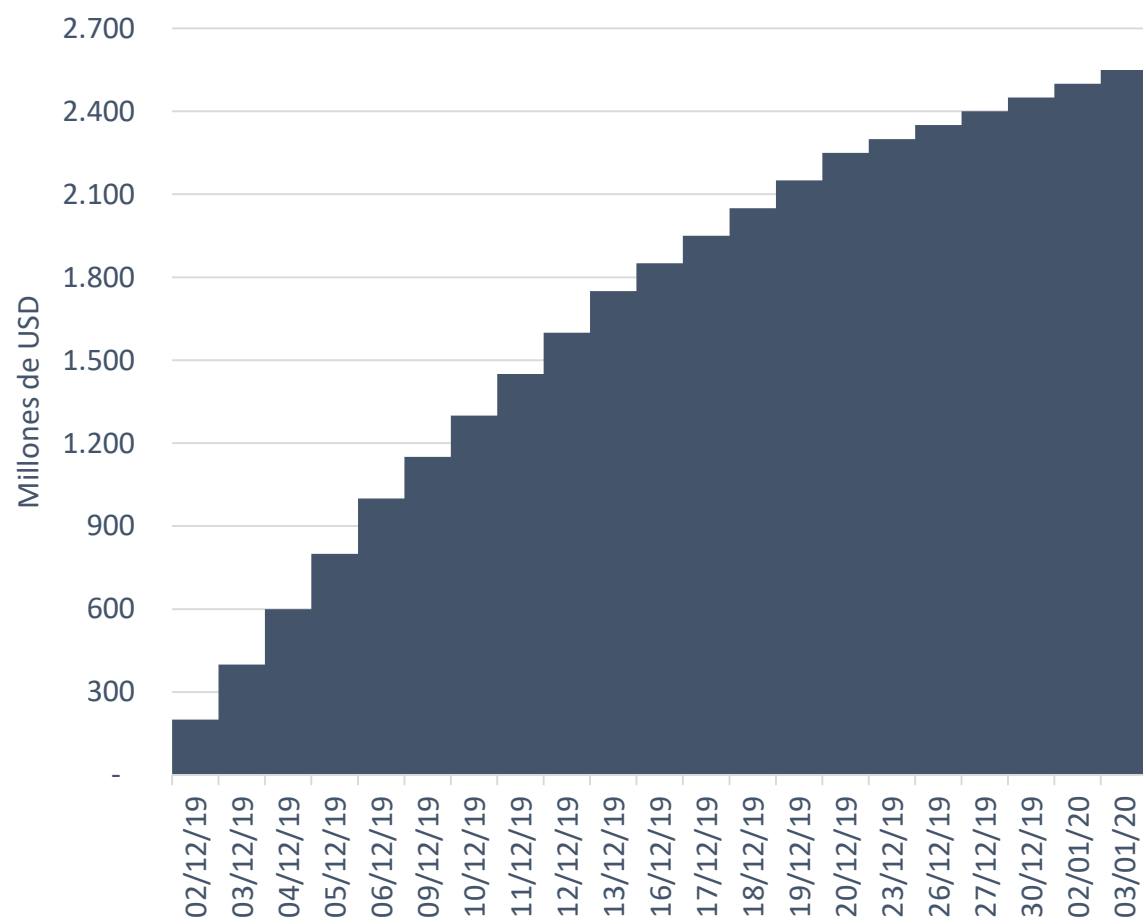


Ratio operaciones BCCh en mercado DTTC

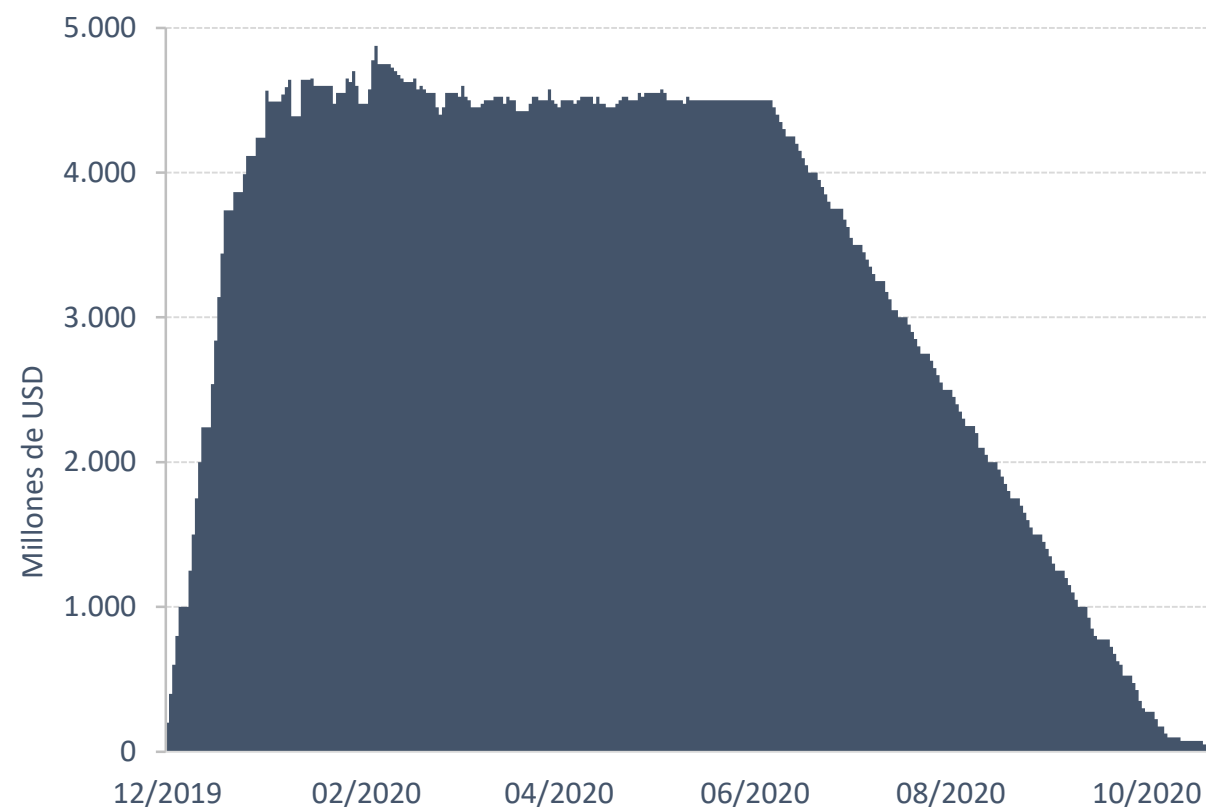


El 3 de enero se suspendieron las operaciones de ventas, al alcanzar un total de MMUS\$ 2.550 en dólares *spot* y MMUS\$ 4.565 en *forward*. Estos últimos se renovaron hasta junio, para luego dejarlos vencer a razón de MMUS\$ 50 diarios con el fin de no afectar al mercado.

Stock ventas de dólares spot



Stock ventas de dólares forward (NDF)



Lecciones

Lecciones que dejó esta intervención

- Se logró plenamente el objetivo de estabilidad financiera: la volatilidad bajó, las operaciones *spot* y de coberturas dieron la calma para el ajuste se realizase sin un daño a la economía. El BCCh, con una medida adecuada para el objetivo, entregó certidumbre con 1/3 de lo anunciado.
- Se demostró que, independiente del plazo, una operación NDF puede ser tan útil como una *spot* cuando apunta a los objetivos correctos: entregar cobertura cuando no la produce el sector privado.
- Si bien el BCCh opera en cumplimiento de su mandato, la intervención cambiaria puede indirectamente disminuir las pérdidas por mantener reservas internacionales. Por ejemplo, las divisas *spot* fueron vendidas a un promedio de 772, habiéndose comprado a un promedio de 482 pesos el 2011.

Lecciones que dejó esta intervención

- El monitoreo de los mercados y su evolución son determinantes a la hora de tomar medidas para contener episodios de inestabilidad financiera.
- Así mismo, el entendimiento de las dinámicas de la banca en conjunto con el comportamiento de sus contrapartes en cuanto a decisiones de portafolios, cumplimiento de normativa y temas operativos permiten hacer más eficientes las medidas que se adopten.
- La contundencia de las medidas implementadas por el BCCh en periodos de alta incertidumbre, permitieron a los agentes volver a tomar decisiones en mercados que con menos volatilidad.

Lecciones que dejó esta intervención

- La disposición del Consejo para actuar de manera oportuna y decidida para resguardar el cumplimiento de su mandato.

Lecciones de la última intervención cambiaria



Beltrán de Ramón
Gerente División Mercados Financieros

23 de diciembre de 2020