

## RECUADRO II.1

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS PRECIOS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS CHILENOS

Los efectos de la crisis social iniciada el 18 de octubre ya son apreciables en varios indicadores adelantados. El Imacec de octubre cayó 3,4% anual —su parte no minera se redujo a 4%— y la última medición de expectativas de consumidores y empresas muestran caídas mensuales récord. Sin embargo, la rapidez de los sucesos implica que alguna información más rezagada —por ejemplo, cifras de empleo, utilidades de empresas y planes de inversión— aún no evidencian estos efectos. Además, en estos datos se mezclan las importantes interrupciones de corto plazo con elementos de incertidumbre de mediano plazo. Todo lo anterior hace difícil extraer con claridad señales que permitan anticipar la duración y magnitud del impacto en la economía. En este contexto, los mercados financieros son una fuente de información complementaria de gran utilidad, pues su alta frecuencia permite una evaluación constante de los eventos —por ejemplo, el positivo impacto en el tipo de cambio y la bolsa el día en que se conoció el acuerdo por una nueva Constitución— y reflejan, en parte, expectativas económicas a plazos mayores. Este Recuadro documenta la evolución reciente de los precios de activos financieros chilenos, poniendo en perspectiva histórica su magnitud y características, así como las medidas tomadas por el Banco Central para mitigar las fricciones financieras producto de la alta volatilidad. Se concluye que los movimientos son de carácter eminentemente idiosincrático, fundamentalmente asociados a los acontecimientos locales recientes. La evidencia disponible hasta ahora también muestra que las medidas de provisión de liquidez han logrado mitigar en parte la alta volatilidad en algunos precios y tasas de interés del mercado financiero.

#### Evolución reciente de los precios de activos chilenos en perspectiva

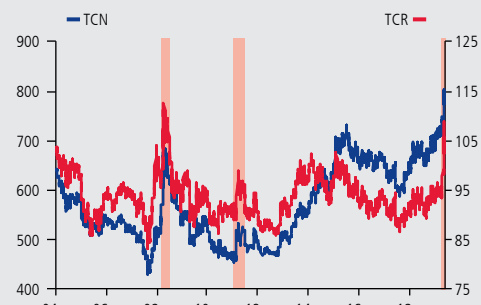
Desde el 18 de octubre se ha observado un pronunciado deterioro en los indicadores financieros locales más relevantes para la economía chilena. El peso chileno se depreció casi 13% respecto del dólar tanto en términos nominales como reales. El IPSA sufrió una caída cercana al 9%, las tasas largas en UF aumentaron 45 puntos base (pb), las primas por riesgo soberano (CDS *spreads*) más de 20pb, y los *spreads* corporativos (AA a 5 y 7 años) en casi 110pb<sup>1/</sup>.

<sup>1/</sup> Estas variaciones se calcularon con los valores diarios de las series al 18 de octubre y al cierre estadístico de este IPoM, por lo que difieren de las presentadas en el capítulo II, ya que estas utilizan los valores promedio de los 10 últimos días.

En los últimos veinte años, existen solo dos acontecimientos durante los cuales la depreciación del peso, acumulada en treinta días, haya sido comparable a la que se observa hoy: el estallido de la crisis financiera global (a fines de octubre del 2008) y la crisis del euro (principios de octubre del 2011) (gráfico II.11, panel a). Por el lado de la bolsa, la caída acumulada del IPSA se encuentra entre las cuatro mayores bajas registradas desde mediados del 2004, mientras que el aumento de la tasa de interés de largo plazo se ubica entre los tres más altos del mismo período (gráfico II.11, panel b y c).

**GRÁFICO II.11**  
Movimiento de precios financieros en perspectiva histórica

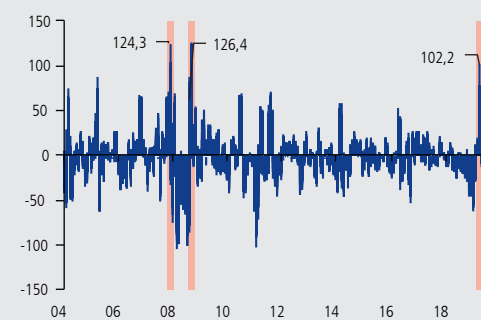
(a) Tipo de cambio nominal y real (\*)  
(pesos chilenos; índice 2018 = 100)



(\*) Franja vertical izquierda indica crisis financiera global. Franja vertical central indica crisis del euro. Franja vertical derecha indica crisis social actual.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

(b) Cambio del BCP10 (\*)  
(acumulado en 30 días, puntos base)

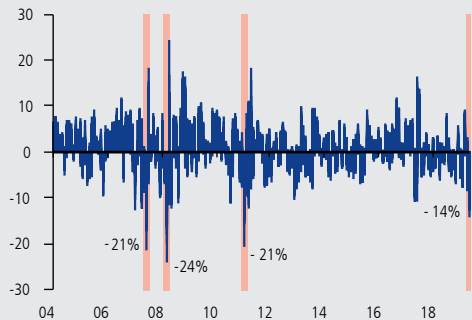


(\*) Franjas verticales izquierdas indican crisis financiera global. Franja vertical derecha indica crisis social actual. Los números indican los máximos alcanzados en dichos episodios.

Fuente: Banco Central de Chile.



(c) Cambio del IPSA (\*)  
(acumulado en 30 días, porcentaje)



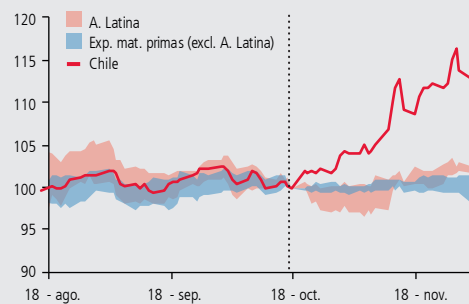
(\*) Franjas verticales izquierdas indican crisis financiera global. Franja vertical central indica crisis del euro. Franja vertical derecha indica crisis social actual. Los números indican los mínimos alcanzados en dichos episodios.

Fuente: Bloomberg.

A diferencia de otros episodios, los movimientos recientes no se relacionan con una crisis externa, sino que se explican por factores esencialmente internos. Hasta mediados de octubre, los movimientos de la paridad peso/dólar habían estado relativamente alineados con los del resto de las economías de América Latina y otros exportadores de materias primas (gráfico II.12, panel a). En cambio, desde el 18 de octubre la trayectoria del peso chileno se aparta significativamente de las otras monedas. La revisión de un modelo empírico que estima el nivel del tipo de cambio en base a sus fundamentos usuales<sup>2/</sup>, confirma esta conclusión, mostrando un desacople relevante desde el comienzo de la crisis (gráfico II.12, panel b). Este desacople no se explica, en principio, por cambios en sus determinantes habituales — el precio del cobre y del petróleo, el diferencial de tasas de interés entre Chile y EE.UU., entre otros.—, sino que podría reflejar cambios en la percepción del riesgo país o en las expectativas futuras que impliquen una depreciación del tipo de cambio real (TCR).

GRÁFICO II.12  
Tipo de cambio nominal y sus determinantes

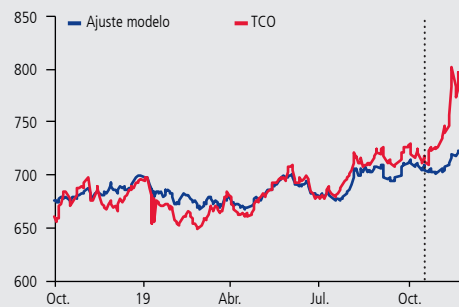
(a) Tipo de cambio nominal (1) (2) (3) (4)  
(índice 18/10/19 = 100)



- (1) Línea punteada vertical corresponde al 18 de octubre de 2019.
- (2) Se utiliza el tipo de cambio nominal al cierre de cada día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países.
- (3) A. Latina incluye a Brasil, Colombia, México y Perú.
- (4) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.

Fuente: Bloomberg.

(b) TCN y ajuste de modelo econométrico según determinantes fundamentales (1) (2)  
(pesos chilenos)



- (1) El modelo es de frecuencia diaria y se estima para el período entre el 15 de julio de 2019 y el 3 de diciembre de 2019. La estimación considera una relación de equilibrio de largo plazo entre el tipo de cambio nominal, el precio del cobre y del petróleo, el nivel de precios interno y el de Estados Unidos, el *spread* de los "credit default swaps" de los bonos soberanos chilenos, y el diferencial de tasas de interés a 1 año entre Chile y Estados Unidos. Para más detalles ver Cowan, K. Rappoport, D. y Selaive J (2007).
- (2) Línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.

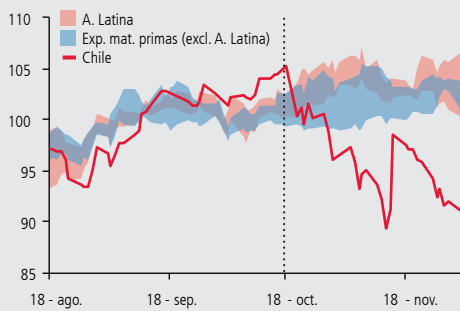
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

<sup>2/</sup> Para más detalles, ver Cowan y otros (2007).

Los precios de otros activos financieros también muestran un comportamiento principalmente asociado a factores idiosincráticos. Por ejemplo, a partir del 18 de octubre, el IPSA se apartó significativamente tanto de las bolsas de América Latina como de las de otros exportadores de materias primas (gráfico II.13, panel a). Asimismo, un modelo que estima los retornos del IPSA en función de sus fundamentos de largo plazo —crecimiento, precios de materias primas y tasas de interés, entre otros— muestra que su comportamiento desde el 18 de octubre se aleja de manera considerable del valor predicho por estas variables (gráfico II.13, panel b).

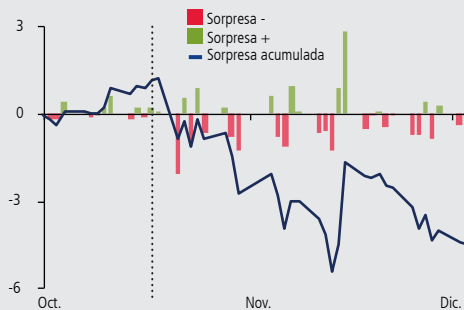
**GRÁFICO II.13**  
Movimiento reciente de la bolsa (IPSA)

(a) Índices bursátiles (1) (2) (3) (4)  
(índice 19/08/19 - 18/10/19 = 100)



(1) Línea punteada vertical corresponde al 18 de octubre del 2019.  
(2) Se utiliza el valor de cada índice bursátil al cierre del día. Cada franja muestra el rango de las series normalizadas para un grupo de países.  
(3) A. Latina incluye a Brasil, Colombia México y Perú.  
(4) Exportadores de materias primas (excl. A. Latina) considera a Canadá, Australia, Nueva Zelanda y Noruega.  
Fuente: Bloomberg.

(b) Sorpresas en los retornos del IPSA acumuladas desde el 1 Oct. 2019 (1) (2)  
(porcentaje)

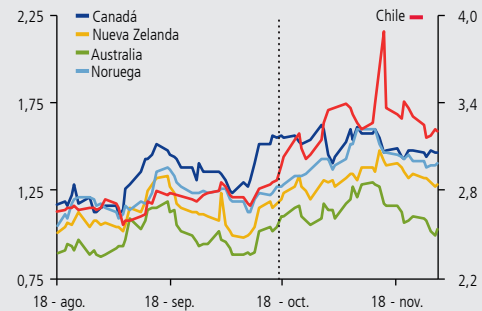


(1) Cálculos en base a un modelo de frecuencia diaria estimado para los retornos del IPSA en el período entre 2/01/2011 y 3/12/2019. El modelo considera la relación de equilibrio de largo plazo entre el IPSA, el componente de situación financiera futura del IMACEC, la UF, el precio del cobre, el precio del petróleo y la tasa de interés de los bonos en UF a 10 años emitidos por el Banco Central. Como variable explicativa se incluye también la variación del precio del cobre y de la tasa de interés antes mencionada, así como componentes de medias móviles. Las sorpresas se definen como los residuos del modelo. (2) La línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.  
Fuente: Banco Central de Chile.

En cuanto a las tasas de interés de largo plazo, desde fines de septiembre se comenzó a observar un aumento de ellas a nivel global. Sin embargo, el incremento visto en Chile nuevamente se aleja de forma significativa del resto (gráfico II.14, panel a). Una descomposición de la tasa chilena a 10 años entre su componente libre de riesgo (expectativas de política monetaria futura) y el premio por plazo, permite ver que su aumento se debe fundamentalmente a un incremento significativo del premio, toda vez que las expectativas de tasa implícitas en este cálculo muestran un leve retroceso (gráfico II.14, panel b).

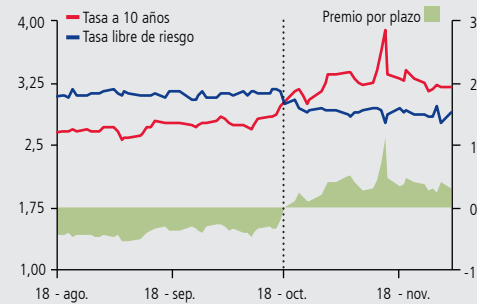
**GRÁFICO II.14**  
Movimientos recientes de las tasas de interés

(a) Tasas de bonos soberanos a 10 años en moneda local (\*)  
(porcentaje)



(\*). Línea punteada vertical corresponde al 18 de octubre del 2019.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

(b) Descomposición de la tasa de interés a 10 años (1) (2)  
(porcentaje)



(1) La tasa libre de riesgo se calcula en base a rendimientos de bonos nominales a 10 años cero cupón. Cálculo de premios en base a Beyzaga y Ceballos (2017).  
(2) Línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.  
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

## Racionalidad e impactos de las medidas implementadas por el Banco Central de Chile

Los movimientos de diversos precios de activos durante las últimas semanas, más allá de sus fundamentos tradicionales, sugieren una visión más negativa en la percepción de riesgo de la economía chilena. Sin embargo, es posible que los cambios de nivel y, especialmente, la mayor volatilidad de los precios de activos, también hayan sido influidos por movimientos de portafolio de elevada magnitud —en parte influenciados por recomendaciones de agentes no regulados—, en un contexto de liquidez menor a la usual producto de la elevada incertidumbre y la rapidez de los cambios en la percepción del escenario económico.

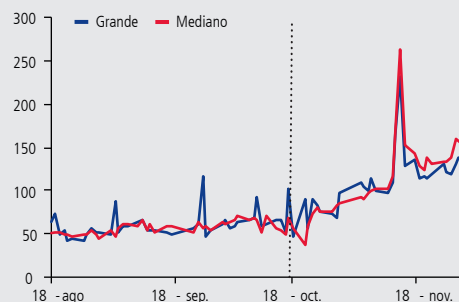
Durante las últimas semanas, el Banco Central ha adoptado diversas medidas para proveer de un grado adecuado de liquidez a los mercados y mitigar la volatilidad en los precios financieros claves. Estas medidas no tienen por objeto fijar “niveles” de ciertos precios, como podría ser el tipo de cambio, sino más bien buscan evitar un grado excesivo de volatilidad o movimientos abruptos que afecten el sano ajuste de la economía y provoquen inquietud en los mercados y las personas.

El 13 y 14 de noviembre, el Banco anunció medidas para proveer liquidez en dólares y pesos al sistema financiero. Estas medidas comprendieron un programa de *swap* de divisas a 30 y 90 días con tasa mínima igual a *Libor*+200pb (destinado a limitar el aumento del *spread* en dólares); un programa de operaciones REPO en pesos, mediante prenda por ventanilla a TPM flotante (tradicionalmente es TPM+25pb) y con plazos extendidos; la habilitación de operaciones REPO para otros papeles tradicionalmente no considerados; la suspensión de la emisión de Pagarés Descortables (PDBC); y la apertura de un programa de recompra de títulos del Banco en UF. El efecto de estas medidas fue significativo para el caso de las tasas de largo plazo y los *spreads* de bonos bancarios y corporativos (gráfico II.15, panel a). En el caso del *spread on shore*, el programa logró reducirlo desde los máximos que mostraba a niveles en torno a los 200pb (gráfico II.15, panel b).

GRÁFICO II.15

### Spreads

(a) *Spreads* bancarios por tamaño (1) (2)  
(puntos base)

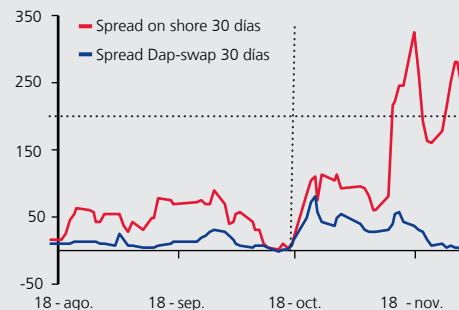


(1) *Spread* del total de bonos *seniors* bancarios en UF, sobre BCU.

(2) Línea punteada vertical indica el inicio de la crisis social.

Fuentes: Bolsa de Comercio de Santiago y Banco Central de Chile.

(b) *Spread on shore* y *Spread Dap-swap* (1)(2)  
(puntos base)



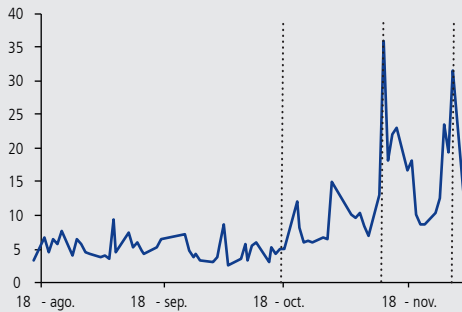
(1) Línea vertical punteada corresponde a la tasa mínima de subasta *sawp*.

(2) Línea horizontal punteada corresponde al inicio de la crisis social.

Fuente: Banco Central de Chile.

El jueves 28 de noviembre, el Banco anunció un programa de intervención en el mercado cambiario para reducir la volatilidad del tipo de cambio (gráfico II.16). Dicho programa considera la venta de dólares spot mediante subastas, y de *forward* (cobertura cambiaria), cada uno por hasta US\$10.000 millones entre diciembre del 2019 y mayo del 2020. Al igual que el 2008 y 2011, los efectos monetarios de esta medida serán esterilizados, de manera que la provisión de liquidez en pesos sea coherente con la tasa de política monetaria. Dada la reciente implementación de la intervención, aun no es posible evaluar sus resultados definitivos. Sin embargo, es importante resaltar la caída significativa de la volatilidad cambiaria desde el comienzo del programa, en los primeros días de diciembre.

**GRÁFICO II.16**  
Volatilidad diaria del TCN (1) (2)  
(pesos chilenos)



(1) Calculada como la diferencia entre precio diario máximo y mínimo.  
(2) Línea vertical punteada derecha indica comienzo de la crisis social. Línea vertical segmentada central indica primeros anuncios de medidas de liquidez del Banco Central (13 de noviembre). Línea vertical segmentada derecha indica el inicio de la intervención cambiaria del Banco Central (02 de diciembre).

Fuente: Bloomberg.

## Conclusiones

En las últimas semanas, diversos precios financieros han mostrado cambios significativos que se asocian al incremento de la incertidumbre derivada del inicio de la crisis social. Esto no solo ha provocado cambios en los niveles de estos precios, sino que también han implicado un aumento significativo en su volatilidad, lo que se estima perjudicial para el normal funcionamiento de los mercados. Dado esto último, el Consejo ha adoptado diversas medidas, tanto para facilitar la gestión de liquidez en el sistema financiero, como para mitigar la volatilidad. La inyección de liquidez, tanto en pesos como en dólares, resultó particularmente importante en momentos que los precios de activos evidenciaban problemas de liquidez. Sin embargo, más allá de esas tensiones en los mercados financieros, la persistencia de mayores tasas y primas por riesgo sugieren cambios más permanentes en las expectativas económicas. El Consejo reitera que seguirá usando todas las herramientas de que dispone para el logro de los objetivos que le asigna la ley, en particular, mantener el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, y que la inflación se ubique en la meta del 3% en el horizonte de política de dos años.