



RECUADRO V.1

MENORES RESTRICCIONES AL USO DE PESOS CHILENOS EN OPERACIONES CAMBIARIAS

Como se ha informado en IEF anteriores, la planificación estratégica del Banco Central de Chile (BCCh) para los años 2018-2022 contempla un proceso de modernización y simplificación de sus normas cambiarias. La segunda etapa de este proceso es la ampliación de operaciones de flujos transfronterizos de capitales (por ejemplo, créditos, inversiones, derivados y otras) que pueden ser realizadas con pesos chilenos (CLP).

Esta flexibilización se incorporará al Capítulo I del Compendio de Normas Cambiarias Internacionales (CNCI) del BCCh, y se publicó para comentarios del público en julio. Este Recuadro describe las modificaciones propuestas y algunos de sus potenciales efectos.

Descripción de la propuesta de nueva regulación

El BCCh cuenta con atribuciones conferidas por su Ley Orgánica Constitucional (LOC) para determinar las operaciones de cambios internacionales (OCI) que deben ser realizadas a través del Mercado Cambiario Formal (MCF). En el uso de estas facultades el BCCh ha establecido que la mayoría de las OCI asociadas a activos o pasivos externos, así como las operaciones de derivados transfronterizos, deben ser realizadas exclusivamente a través del MCF.

Asimismo, la LOC establece que las OCI que deben ser canalizadas a través del MCF no podrán ser realizadas en moneda nacional o con bienes, a menos que el Consejo del BCCh así lo autorice. Hasta ahora, esta autorización había sido otorgada para algunas transacciones, pero se mantenía para la mayoría la restricción de no poder ser realizadas en CLP^{1/}. La reforma puesta en consulta en julio considera un cronograma de liberalización de estas restricciones para ser implementado en 2 etapas desde enero del próximo año.

Relación entre propuesta de regulación y facultades cambiarias del BCCh

Las restricciones vigentes hasta ahora impiden a los residentes invertir directamente CLP en el exterior, y a

los no residentes invertir directamente con CLP en Chile. En otras palabras, la regulación obliga a que los flujos de capital se efectúen con divisas.

El sentido de su aplicación, al igual como sugiere la experiencia de otros países que aplican este tipo de medidas, es facilitar la eventual implementación de restricciones a flujos de capitales, las cuales eran aplicadas por el BCCh activamente hasta la década de los noventa. En la medida que avanza el desarrollo financiero de los países, se tienden a dejar atrás este tipo de restricciones, al mismo tiempo que aplican menos intensivamente restricciones a los flujos de capitales/.

En este mismo sentido, el BCCh durante los últimos 20 años ha avanzado hacia un régimen de libre movilidad de capitales. Esto, permite acceder al ahorro externo y diversificar los riesgos propios de la economía chilena (Documento de Política Monetaria BCCh - 2020). Más aún, la literatura encuentra evidencia sólo parcial de la eficiencia de este tipo de controles cuando fueron aplicados en Chile (Cowan y De Gregorio 2007; Carrière y García 2013).

Siguiendo esta lógica, las atribuciones cambiarias del BCCh han sido resguardadas en todos los tratados de libre comercio suscritos por Chile, para ser aplicadas exclusivamente en situaciones excepcionales, por un periodo acotado, y de ser necesario para el cumplimiento del mandato legal del Banco.

Es importante destacar que las modificaciones propuestas no inhiben en absoluto las facultades del BCCh de aplicar sus atribuciones cambiarias, de acuerdo a los lineamientos actuales de sus orientaciones de política y en el contexto de los compromisos internacionales asumidos.

Por último, cabe mencionar que esta medida incide únicamente en la normativa cambiaria emitida por el BCCh. Así, los distintos agentes económicos necesariamente deberán seguir cumpliendo con otros requerimientos legales y normativos asociados a estas materias, como las normas de la CMF, UAF y el SII. Adicionalmente, el hecho de permitir que ciertas OCI

^{1/} El Consejo del Banco Central ha autorizado la emisión de bonos pagaderos en pesos por parte de no residentes y la inversión en pesos de residentes en valores extranjeros inscritos en el registro de valores extranjeros de la CMF.

^{2/} Dentro de la OCDE, además de Chile dos países reportan este tipo de restricciones al FMI.

sean realizadas en CLP, no exime a los intervinientes de éstas de entregar información al BCCh cuando corresponda.

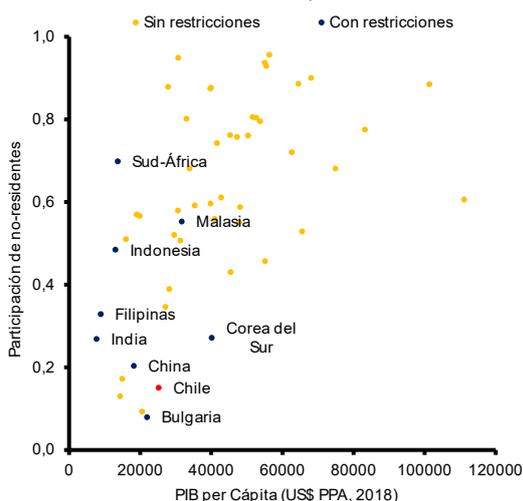
Efectos potenciales sobre los mercados locales

En términos generales, las transacciones de compra/venta de moneda extranjera pueden ser domésticas (entre residentes), transfronterizas (entre residentes y no residentes), o entre no residentes.

Los datos recopilados por el BIS sobre transacciones de moneda extranjera spot, muestran que los países que reportan restricciones al uso doméstico de moneda local en transacciones de capital^{3/} tienden a tener mercados spot locales con una alta dominancia de transacciones domésticas (gráfico V.1).

GRÁFICO V.1

Participación de no residentes en mercados de moneda extranjera locales según PIB per Cápita y restricciones al uso de moneda local en transacciones de capital



Fuente: Banco Central de Chile en base a BIS, FMI y Banco Mundial.

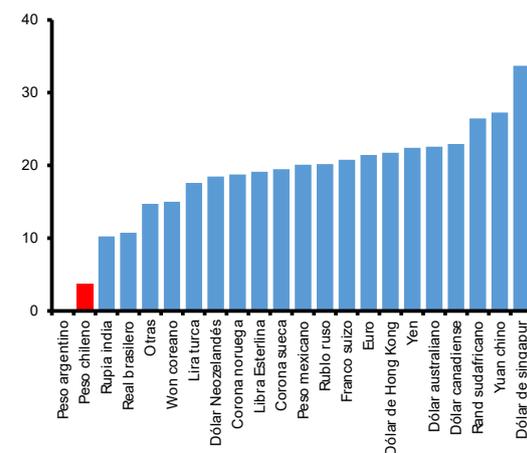
En el caso particular de Chile, la restricción vigente dificulta que bancos no residentes mantengan cuentas de corresponsalia o líneas de crédito pagaderas en CLP con bancos residentes. Esto, a su vez, impide que aquellos bancos no residentes accedan a fondeo en pesos fuera de Chile, lo que finalmente inhibe la transacción de fondos pagaderos en CLP fuera de Chile (o un mercado offshore de CLP).

En esta línea, datos sobre transacciones spot realizadas por bancos residentes en Norteamérica muestran que, dentro de las monedas reportadas, el CLP es la segunda moneda que menos se transa en el mercado offshore basado en Norteamérica, esto es, entre bancos residentes en Norteamérica (gráfico V.2).

Por otro lado, la restricción vigente obliga a que las entidades que celebran derivados cambiarios sobre el CLP, donde al menos una de las contrapartes sea un no residente, los celebren en modalidad “no entregable” (NDF, por sus siglas en inglés).

GRÁFICO V.2

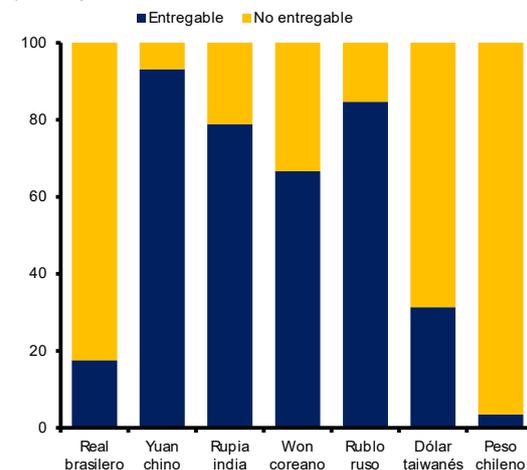
Transacciones spot entre bancos de Norteamérica sobre el total de transacciones spot realizadas por bancos de Norteamérica (porcentaje, abril 2020, paridades entre el dólar americano y cada moneda)



Fuente: Banco Central de Chile en base a FX Volume Survey April 2020 – FED.

GRÁFICO V.3

Volumen promedio de forwards según modalidad de entrega (*) (porcentaje)



(*) Para el CLP se utiliza el promedio de suscripciones diarias de octubre de 2019, para el resto de las monedas se utiliza el promedio de suscripciones diarias de abril de 2019. Las suscripciones contabilizadas para el CLP son solo los derivados celebrados con el MCF.

Fuente: Banco Central de Chile en base a BIS y datos del Banco Central.

Estas características del mercado local podrían cambiar en el futuro, como consecuencia de este proceso de

^{3/} Esta información es recopilada desde la información cualitativa del Reporte Anual de Restricciones y Arreglos Cambiarios del FMI (AREAER, por su sigla en inglés).

flexibilización.

En este sentido, la posibilidad que abre la nueva regulación de permitir la transacción fuera de Chile de CLP facilita a que bancos no residentes puedan constituirse como contrapartes de operaciones spot para otras entidades no residentes o que entidades residentes que no sean parte del MCF puedan comprar y vender CLP fuera de Chile.

Lo anterior puede expandir el rango de contrapartes que tendrán disponibles los agentes para transar el CLP, lo que tiene el potencial de mejorar los precios asociados a esas operaciones, mejorar los niveles de liquidez y alinear el funcionamiento del mercado de moneda extranjera local con las prácticas internacionales, permitiendo así disminuir los costos en que incurren no residentes al invertir o solicitar financiamiento en CLP.

Por su parte, al permitir que no residentes celebren derivados con entrega física sobre el CLP, se habilita una forma para que los actores gestionen su riesgo cambiario, tal como ocurre con otras monedas (gráfico V.3).

Adicionalmente, los no residentes podrían acceder a nuevos productos pagaderos en pesos que faciliten la realización de OCI, tales como líneas de crédito o cuentas corrientes. Este tipo de productos permitirán, por ejemplo, que las liquidaciones de portafolios de inversión que no residentes realicen en Chile no necesariamente deban ser convertidos a divisas y repatriados a su país de origen, pudiendo quedar los saldos liquidados en CLP en Chile o en el extranjero.

La modificación normativa también permitirá que emisores de deuda, residentes y no residentes, puedan solicitar financiamiento pagadero en pesos en mercados internacionales^{4/}. Esto es especialmente importante para que empresas residentes puedan acceder a acreedores no residentes, sin necesidad de incurrir en riesgo cambiario.

El efecto neto de esta medida dependerá de si, a nivel agregado, la mayor facilidad para el uso internacional del CLP atraerá participación de no residentes como acreedores netos o como deudores netos en posiciones en CLP, es decir si constituirán pasivos o activos externos desde el punto de vista de los residentes.

En la medida que el CLP sea utilizado como una moneda de inversión, es esperable que su mayor uso internacional provoque aumentos en los pasivos externos de residentes, lo que podría estar asociado a apreciaciones del tipo de cambio y disminuciones en las tasas de interés denominadas en CLP.

Por otro lado, mayores pasivos externos asociados a flujos de portafolio pueden aumentar la exposición de Chile a reversiones de flujos o la trasmisión de shocks externos, lo que finalmente podría aumentar la volatilidad en los precios de los activos financieros. Sin embargo, la posición macroeconómica de Chile se mantiene sólida para enfrentar dichos flujos (Ver recuadro I.1 del IEF Primer Semestre 2020).

Reflexiones finales

Esta medida puede ser muy importante para estimular una mayor competitividad y eficiencia de los mercados financieros locales, al remover trabas para que no residentes interactúen con actores del mercado local.

La reducción de restricciones al uso de CLP en transacciones transfronterizas debiera ser importante para el funcionamiento del mercado cambiario local y apunta a lograr un mercado financiero que funcione con los estándares y prácticas de común aceptación en mercados financieros desarrollados.

Sin embargo, es importante notar que la medida tomada es una condición necesaria pero no suficiente para promover estos objetivos, puesto que, en última instancia, existen varios factores que están fuera del alcance del BCCh tales como la demanda de no residentes por posiciones en CLP, así como de cambios legales o regulatorios que dependen de otras autoridades.

^{4/} Actualmente, entidades residentes y no residentes pueden emitir bonos denominados en moneda local pero pagaderos en moneda extranjera.