

14 de octubre, 2021

Chile | Dolarización a paso rápido y preocupante para la estabilidad financiera

Personas y empresas se dolarizan - Proceso podría continuar hasta no tener señales más claras desde la vereda política

El Tipo de Cambio Real (TCR) de octubre alcanzaría su nivel más alto desde febrero de 1991 (Fig. 1). La incertidumbre política ha impulsado una fuerte depreciación multilateral del peso chileno (CLP) explicando el desalineamiento que presenta el TCR respecto a sus fundamentales, incluso con el Gobierno y las AFPs aumentando la liquidez de dólares en el mercado local (flujo vendedor). Tal como muestran los precios de activos, el mercado cambiario no muestra escasez de dólares, lo que se refleja también en las transacciones de dólares en el mercado spot o en el *spread on shore* que incluso se ubica en territorio negativo dando cuenta de abundante liquidez en el corto plazo (Fig. 2). **Estamos entonces frente a un *shock* de expectativas.** Es así, como se evidencian flujos de ventas netas desde el año 2020, tanto en el mercado local como externo (Fig. 3). Lo anterior, incluso en un periodo de demanda por dólares en el mercado local, ante un creciente proceso de dolarización de activos (inversiones, depósitos, cuentas en el exterior, etc).

Posterior al estallido social de octubre 2019 se observa un aumento en las compras netas de dólares por parte de participantes del mercado cambiario local, como corredores de bolsa, fondos mutuos y empresas del sector real (Fig. 4), absorbiendo parte del flujo vendedor del Gobierno (ítem Otros) y Fondos de Pensiones (FP). Por otra parte, considerando la tendencia de compras de dólares previa al estallido social y la crisis del Covid (desde 2013 a sep.2019), vemos que las corredoras de bolsa han aumentado significativamente sus compras netas de dólares (por mandato de terceros), superando actualmente la tendencia esperada en cerca de USD 13.800 millones (Fig. 5). Aunque con menor intensidad, las empresas del sector real y los fondos mutuos han seguido el mismo proceso, acumulando a la fecha cerca de USD 6.700 y USD 2.700 millones, respectivamente, por sobre la tendencia esperada de compras de dólares en los últimos años (Fig. 6 y 7). En la misma línea, desde fines de 2019 el saldo en cuentas corrientes denominadas en dólares ha aumentado por encima de la tendencia que mostraba antes del estallido social (entre 2013 y septiembre 2019), acumulando USD 4.300 millones por encima de dicho valor, en lo más reciente (Fig. 8).

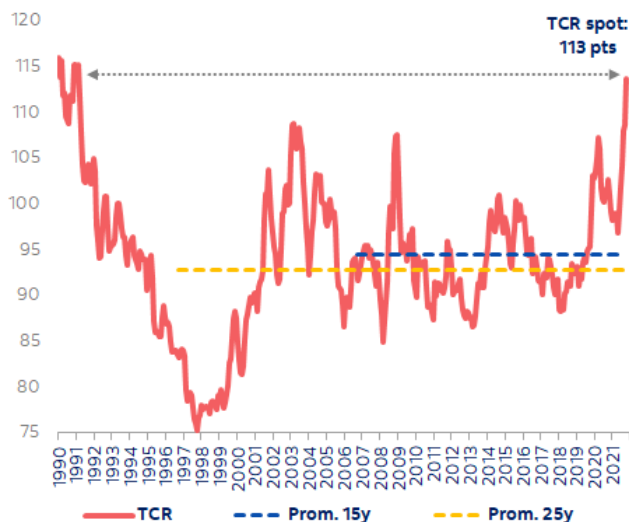
Estos flujos de demanda de dólares estaban siendo exacerbados por el programa de acumulación de reservas internacionales implementado por el Banco Central en enero de 2021, el cual fue suspendido en la reunión de política monetaria, tal como esperábamos ya hace varias semanas ([ver nuestro Reporte](#)). Este programa tenía como objetivo acumular USD 12.000 millones en un plazo de 15 meses, dejando las reservas internacionales en torno a 18% del

PIB. Sin embargo, efectos de valorización y asignaciones de fondos del FMI (DEG por USD 2.371 millones), llevaron el stock de reservas internacionales a USD 53.309 millones a septiembre, un aumento de USD 14.310 millones respecto a su valor en enero de este año, con compras efectivas por USD 7.440 millones. Con esto, el BC anunció la suspensión de la compra de dólares, tras un 62% de avance.

Consideramos que la depreciación del CLP se explica por un mayor grado de incertidumbre política, debido a la elección presidencial y la discusión del cuarto retiro de fondo de pensiones que no es leído como un retiro más, sino como el “desfonde” del sistema de capitalización individual con la consecuente pérdida de profundidad del mercado de capitales. En este contexto, observamos una dolarización persistente por parte de empresas y personas que muy probablemente no se detendrá hasta tener mayor claridad de las políticas públicas por venir, así como de los resultados de las elecciones y la conformación del nuevo congreso. El BC continuará incrementando la tasa de política lo que sólo colocaría un limitado techo a la depreciación del peso.

Figura 1

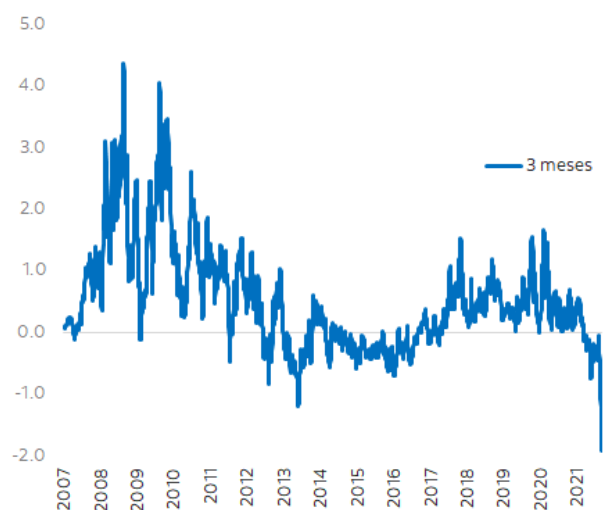
Tipo de cambio real: estimación al mes de octubre alcanza máximo desde inicio de los años 90's
(índice, año 1986=100)



Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

Figura 2

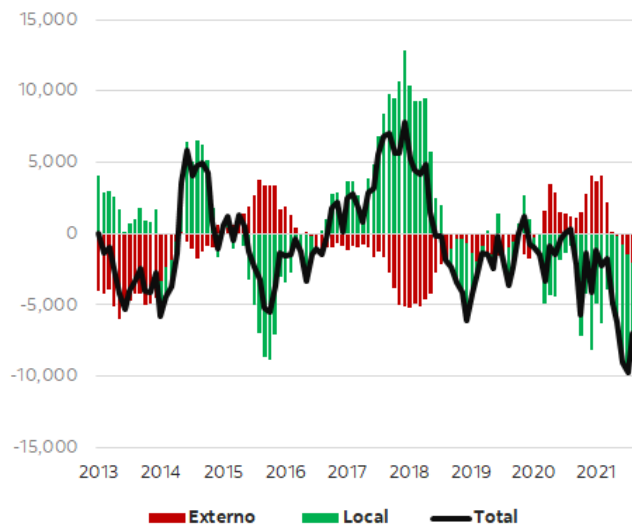
Spread on-shore sobre Libor a 3 meses
(porcentaje)



Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

Figura 3

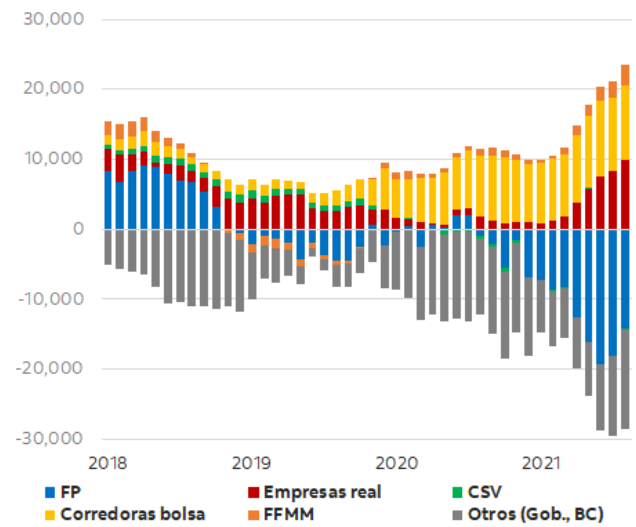
Compras de dólares netas en el mercado spot: flujos vendedores en el mercado local y externo
(millones de USD, monto acumulado en últimos 12 meses)



Compras netas: compras - ventas.
Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

Figura 4

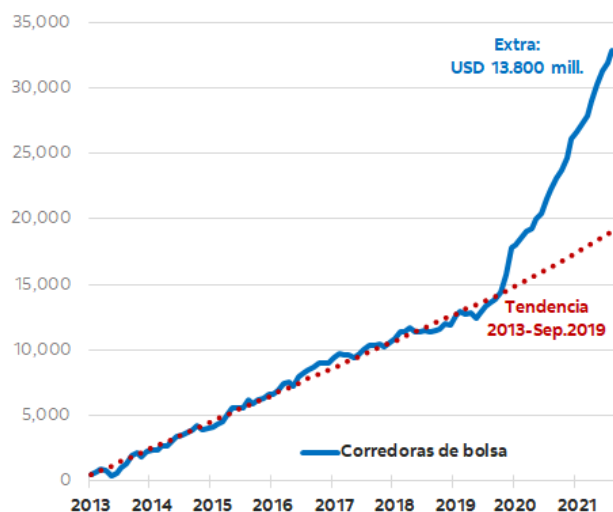
Compras de dólares netas en el mercado local por sector: creciente dolarización post estallido social
(millones de USD, monto acumulado en últimos 12 meses)



Compras netas: compras - ventas.
Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

Figura 5

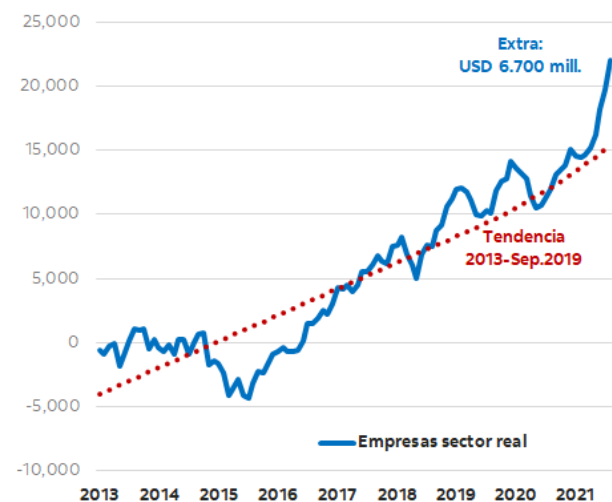
Compras netas de USD por parte de Corredoras de bolsa por mandato de terceros
(millones de USD, acumulados desde año 2013 a la fecha)



Compras netas: compras - ventas.
Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

Figura 6

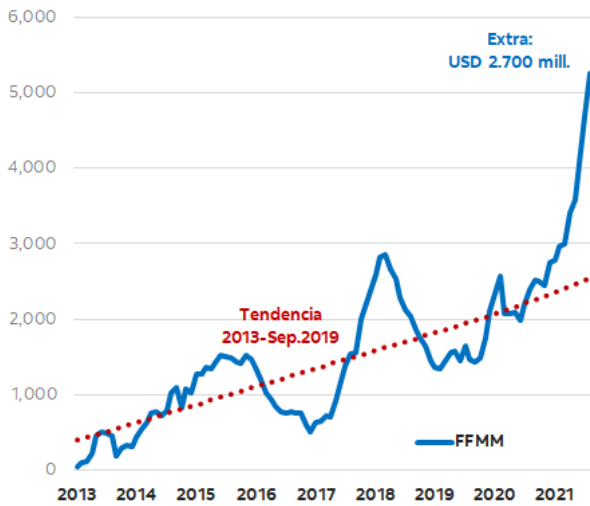
Compras netas de USD por parte de Empresas del sector real
(millones de USD, acumulados desde año 2013 a la fecha)



Compras netas: compras - ventas.
Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

Figura 7

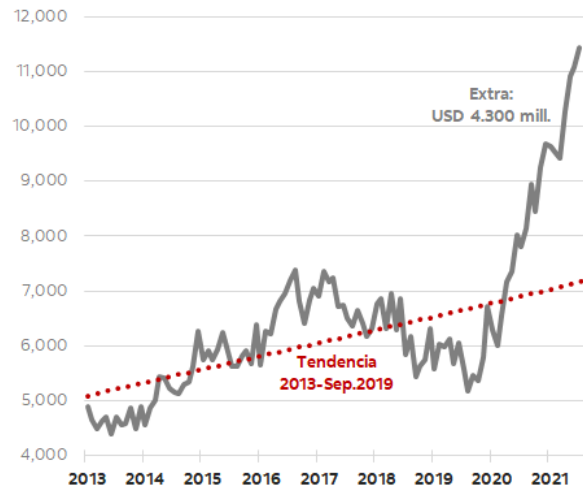
Compras netas de USD por parte de Fondos mutuos
(millones de USD, acumulados desde año 2013 a la fecha)



Compras netas: compras - ventas.
Fuente: Banco Central, Scotiabank Economics

Figura 8

Saldo en cuentas corrientes en moneda extranjera de chilenos
(millones de USD)



Fuente: CMF, Scotiabank Economics

CONTACTS**Jorge Selaive | Chief Economist**

jorge.selaive@scotiabank.cl

Waldo Riveras

waldo.riveras@scotiabank.cl

Aníbal Alarcón Astorgaanibal.alarcon@scotiabank.cl

DISCLAIMER

This report has been prepared by Scotiabank Economics as a resource for the clients of Scotiabank. Opinions, estimates and projections contained herein are our own as of the date hereof and are subject to change without notice. The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy or completeness. Neither Scotiabank nor any of its officers, directors, partners, employees or affiliates accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

These reports are provided to you for informational purposes only. This report is not, and is not constructed as, an offer to sell or solicitation of any offer to buy any financial instrument, nor shall this report be construed as an opinion as to whether you should enter into any swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. The information contained in this report is not intended to be, and does not constitute, a recommendation of a swap or trading strategy involving a swap within the meaning of U.S. Commodity Futures Trading Commission Regulation 23.434 and Appendix A thereto. This material is not intended to be individually tailored to your needs or characteristics and should not be viewed as a “call to action” or suggestion that you enter into a swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. Scotiabank may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed in this report and may have positions, or be in the process of acquiring or disposing of positions, referred to in this report.

Scotiabank, its affiliates and any of their respective officers, directors and employees may from time to time take positions in currencies, act as managers, co-managers or underwriters of a public offering or act as principals or agents, deal in, own or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to securities or related derivatives. As a result of these actions, Scotiabank may receive remuneration. All Scotiabank products and services are subject to the terms of applicable agreements and local regulations. Officers, directors and employees of Scotiabank and its affiliates may serve as directors of corporations.

Any securities discussed in this report may not be suitable for all investors. Scotiabank recommends that investors independently evaluate any issuer and security discussed in this report, and consult with any advisors they deem necessary prior to making any investment.

This report and all information, opinions and conclusions contained in it are protected by copyright. This information may not be reproduced without the prior express written consent of Scotiabank.

™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable.

Scotiabank, together with “Global Banking and Markets”, is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate.
