

UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO
Facultad de Ciencias Empresariales
Departamento de Administración y Auditoría



UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO

MEMORIA PARA OPTAR A TÍTULO DE CONTADOR PÚBLICO Y AUDITOR

**EL IMPACTO QUE TIENEN LOS CONTRATOS DE
COBERTURAS FRENTE AL RIESGO CAMBIARIO EN
CHILE**

ALUMNA: Bárbara Arelis Sáez Moraga

PROFESOR GUÍA: Mauricio Gutiérrez Urzúa

CONCEPCIÓN, 2020

AGRADECIMIENTOS

La vida te presenta oportunidades y uno es quien decide tomarlas, hoy luego de 4 años puedo decir que fue una de las mejores decisiones que pude haber tomado estudiar Contador Público y Auditor en la Universidad del Bío-Bío.

A lo largo de mi carrera universitaria, aproveche cada instancia que la Universidad me entregó para potenciar mi aprendizaje como futura profesional, estoy totalmente agradecida de todas las experiencias, personas y lugares que conocí y viví, de seguro no olviré jamás.

Este proyecto de grado va dedicado a mis padres, Lidia y Alex, que son los principales motores a no rendirme nunca, gracias por confiar, creer en mi y en mis metas. Gracias por recordarme que independiente de lo que haga, nunca pierda mi esencia, gracias por cada consejo y por destacar todos los días que lo primordial en esta vida es ser feliz.

Esta tesis, sin duda no hubiera tenido rumbo sin mi apoyo incondicional, mi hermana Estefanía, la persona que se lleva mi mayor admiración, mi ejemplo a seguir, mi patner, mi consejera y mi mejor amiga, gracias por hacer de mi una mejor persona.

Una mención especial para Gonzalo, tu cariño, compañía y apoyo hacen sacar lo mejor de mi, gracias por ser el mejor compañero de vida y por no dejarme caer nunca, fuiste una de mis grandes motivaciones para poder concluir este proyecto de grado.

Agradezco profundamente a los profesores que contribuyeron en mi formación, en especial a mi profesor guía, Mauricio Gutierrez, por confiar y apoyarme de principio a fin.

Finalmente, gracias a todos aquellos que aportaron de cualquier forma en este proceso investigativo, destacando a mis amigos incondicionales, Piero, Yehoshua y Sergio, no saben lo mucho que he aprendido de ustedes.

A las personas que se hayan encontrado este documento, que nadie te ponga límites, sueña en grande, eres capaz de todo si es que crees con convicción en lo que haces.

Bárbara Arelis Sáez Moraga

ABSTRACT

This thesis aims to analyze the characteristics of the exchange rate of the foreign exchange market's. as well as the different participants in it. Different risks are also mentioned such as business risks, strategic and financial risks. A main topic is how risks are managed and why it is important for decision making. The thesis analyzes the derivatives called forwards, futures, swaps and options, as well as how to manage them to minimize them, transfer them or manage a specific risk, including the explanation of their main features and purposes.

The thesis will present the hedging contracts in the Chilean reality, considering the different financial sectors. In addition, this study is related to relevant impacts on the world such as the United States elections and the covid pandemic, these events directly affect the Chilean economy, the social status and the AFPs are also considered in the study. Finally, in the sixth chapter, the conclusions are made to the respective cases presented in the research, validating the fulfillment of the objectives set out in this thesis.

RESUMEN

Esta tesis tiene como objetivo analizar las características del tipo de cambio del mercado cambiario, así como los diferentes participantes en el mismo. También se mencionan diferentes riesgos como los riesgos comerciales, estratégicos y financieros. El tema principal trata de cómo se gestionan los riesgos y por qué es importante para la toma de decisiones. Este proyecto de grado analiza los derivados denominados forwards, futuros, swaps y opciones, y cómo gestionarlos para minimizarlos, transferirlos o gestionar un riesgo específico, incluyendo la explicación de sus principales características y finalidades.

La tesis presenta los contratos de cobertura en la realidad chilena, considerando los diferentes sectores financieros. Además, este estudio se relaciona con impactos relevantes en el mundo, como las elecciones en Estados Unidos y la pandemia de covid, estos eventos afectan directamente a la economía chilena, el estatus social y las AFP también son consideradas en el estudio. Finalmente, en el sexto capítulo, se realizan conclusiones a los respectivos casos presentados en la investigación, validando el cumplimiento de los objetivos planteados en esta tesis.

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	6
CAPÍTULO I: MARCO METODOLÓGICO.....	9
1.1 RAZONES PERSONALES PARA ABORDAR EL TEMA.	9
1.2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	9
<i>1.2.1. Preguntas a las cuales se pretende dar respuesta con la investigación.....</i>	<i>11</i>
1.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	11
<i>1.3.1. Objetivos generales.....</i>	<i>11</i>
<i>1.3.2. Objetivos específicos.....</i>	<i>11</i>
1.4. REVISIÓN DE LITERATURA.....	12
1.5. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	13
1.6. METODOLOGÍA.....	13
<i>1.6.1. Descripción del tipo de investigación.....</i>	<i>13</i>
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO.....	14
2.1. INICIOS DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN CHILE.....	14
2.2. CONCEPTUALIZACIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS.....	15
<i>2.2.1 Forwards.....</i>	<i>16</i>
<i>2.2.2. Futuros.....</i>	<i>16</i>
<i>2.2.3. Opciones.....</i>	<i>17</i>
<i>2.2.4 Swaps.....</i>	<i>18</i>
2.3 RASGOS Y RIESGOS A LOS CUALES TRATA LOS DERIVADOS FINANCIEROS.....	18
2.4 FINALIDADES DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS.....	19
<i>2.4.1 Cobertura.....</i>	<i>19</i>
<i>2.4.2 Especulación.....</i>	<i>20</i>
<i>2.4.3. Arbitraje.....</i>	<i>20</i>
CAPÍTULO III: SITUAR LOS CONTRATOS DE COBERTURA Y RIESGO CAMBIARIO EN LA REALIDAD CHILENA.....	21
CAPÍTULO IV: RIESGO CAMBIARIO EN TRANSACCIONES DE CARÁCTER BURSÁTIL.....	24
4.1. ANÁLISIS POR SECTOR FINANCIERO.....	25
<i>4.1.1. Sector Externo.....</i>	<i>25</i>
<i>4.1.2. Fondos de Pensiones.....</i>	<i>26</i>
<i>4.1.3. Compañías de seguros.....</i>	<i>27</i>
<i>4.1.4. Corredoras de Bolsa y Agencias de Valores.....</i>	<i>28</i>
<i>4.1.5. Empresas del Sector Real.....</i>	<i>29</i>
CAPÍTULO V : LA INFLUENCIA DEL RIESGO CAMBIARIO Y SUS PRINCIPALES IMPACTOS EN CHILE Y EN EL MUNDO.....	31
5.1 ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFP).....	34
5.2 ESTADILLO SOCIAL.....	40
5.3 PANDEMIA COVID-19.....	44
5.4 ELECCIONES PRESIDENCIALES EN ESTADOS UNIDOS 2020.....	50
<i>5.4.1 Desconocimiento de los resultados electorales.....</i>	<i>51</i>
<i>5.4.2 Manejo de la pandemia.....</i>	<i>52</i>
<i>5.4.3 Estímulos y recuperación económica.....</i>	<i>52</i>

CONCLUSIÓN	55
LÍNEAS INVESTIGATIVAS A SEGUIR.	57
BIBLIOGRAFÍA	58
ANEXOS	59
ANEXO N°1 GRÁFICOS RELACIONADOS A LO OCURRIDO EN EL PERIODO DEL ESTALLIDO SOCIAL	59

TABLA DE ILUSTRACIÓN

ILUSTRACIÓN 1 - GRÁFICO OBTENIDO DE LA PÁGINA WEB DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DONDE MUESTRA LOS DERIVADOS EN POSICIONES NETAS.	10
ILUSTRACIÓN 2 - ESQUEMA INSTRUMENTOS DERIVADOS FINANCIEROS, ELABORACIÓN PROPIA.	15
ILUSTRACIÓN 3 – POSICIONES NETAS (SPOTS MÁS DERIVADOS) DEL MERCADO CAMBIARIO FORMAL 2020 (MILLONES DE DÓLARES) BANCO CENTRAL DE CHILE.	22
ILUSTRACIÓN 4 - POSICIONES NETAS DEL MERCADO CAMBIARIO FORMAL (MILLONES DE DÓLARES) CON SECTOR EXTERNO 2020 BANCO CENTRAL DE CHILE.	25
ILUSTRACIÓN 5 - POSICIONES NETAS DEL MERCADO CAMBIARIO FORMAL (MILLONES DE DÓLARES) CON FONDOS DE PENSIONES 2020 BANCO CENTRAL DE CHILE.	26
ILUSTRACIÓN 6 - POSICIONES NETAS DEL MERCADO CAMBIARIO FORMAL (MILLONES DE DÓLARES) CON COMPAÑÍAS DE SEGUROS 2020 BANCO CENTRAL DE CHILE.	27
ILUSTRACIÓN 7 - POSICIONES NETAS DEL MERCADO CAMBIARIO FORMAL (MILLONES DE DÓLARES) CON CORREDORES FFMM 2020 BANCO CENTRAL DE CHILE.	28
ILUSTRACIÓN 8 - POSICIONES NETAS DEL MERCADO CAMBIARIO FORMAL (MILLONES DE DÓLARES) CON EMPRESAS DEL SECTOR REAL 2020 BANCO CENTRAL DE CHILE.	29
ILUSTRACIÓN 9 - ESQUEMA FACTORES EXTERNOS, ELABORACIÓN PROPIA.	32
ILUSTRACIÓN 10 – DESTINO DEL RETIRO DEL 10% DEACUERDO CON UNA ENCUESTA REALIZADA POR LA CÁMARA DE COMERCIO DE SANTIAGO (CCS) ENTRE 440 PERSONAS EN SANTIAGO Y REGIONES. HTTPS://WWW.CCS.CL/2020/07/24/ENCUESTA-CCS-60-DE-QUIENES-RETIREN-SUS-FONDOS-PIENSA-DESTINAR-PARTE-DEL-DINERO-A-ALIMENTOS-Y-PRODUCTOS-DE-PRIMERA-NECESIDAD/	37
ILUSTRACIÓN 11 - DESTINO DEL RETIRO DEL 10% SEPARADO POR SECCIONES DEACUERDO CON UNA ENCUESTA REALIZADA POR LA CÁMARA DE COMERCIO DE SANTIAGO (CCS) ENTRE 440 PERSONAS EN SANTIAGO Y REGIONES.	39
ILUSTRACIÓN 12 – GRÁFICO DE ALZA DEL DOLAR OBTENIDO DE HTTPS://WWW.LATERCERA.COM/PULSO/NOTICIA/LOS-GRAFICOS-REFLEJAN-AGITADO-2019/951251/	42
ILUSTRACIÓN 13 – INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA, BANCO CENTRAL DE CHILE.	43
ILUSTRACIÓN 14 - GRÁFICO DEL RIESGO PAÍS OBTENIDO DE HTTPS://WWW.LATERCERA.COM/PULSO/NOTICIA/LOS-GRAFICOS-REFLEJAN-AGITADO-2019/951251/	44
ILUSTRACIÓN 15 - PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO OBTENIDO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE.	46

ILUSTRACIÓN 16 - ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE MUNDIAL OBTENIDO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE.	48
ILUSTRACIÓN 17 - MEDIDAS ADOPATADAS POR LA CMF, ELABORACIÓN PROPIA.....	49
ILUSTRACIÓN 18 - RIESGOS A VIGILAR EN LAS ELECCIONES DE ESTADOS UNIDOS 2020,ELABORACIÓN PROPIA.	51

INTRODUCCIÓN

El desarrollo de esta memoria consiste en construir una investigación descriptiva, sobre el impacto que tienen los contratos de coberturas frente al riesgo cambiario en Chile y relacionar dicha investigación con sucesos ocurridos recientemente.

El mercado de derivados ha tenido un gran desarrollo en el mundo desde la década de los setenta. Los países emergentes también han empezado a utilizar extensamente estos instrumentos de cobertura de riesgos. Sin embargo, en Chile el uso es bastante concentrado en cierto tipo de las empresas, aunque con un claro aumento desde 1999. Una mayor volatilidad del dólar desde 1999, que ha hecho más riesgoso el uso de deuda en dólares para hacer cobertura mediante calce de activos, habría incidido en el mayor uso de derivados cambiarios.

Cuando no se puede eliminar los riesgos financieros se tienen que administrar, de tal manera que se los directivos puedan identificar, analizar, evaluar y controlar los efectos adversos de los riesgos a los que esta expuesta una empresa, con el propósito de evitarlos, reducirlos, o transferirlos.

¿Qué haría que una empresa que decidiese hacer cobertura de sus riesgos, en especial de los riesgos cambiarios que son característicos, pero no exclusivos, de economías abiertas como la Chilena? Se esperaría, que el utilizar instrumentos de cobertura cambiaria disminuya la volatilidad de su flujo de caja, impactando positivamente en los estados financieros, además de proyectar los flujos de caja futuros que permitan asegurar fondos suficientes para invertir en proyectos que contribuyan a su crecimiento. Todos estos efectos sugieren que el valor de la empresa debiera aumentar con la cobertura. (Trejo, 2019)

Como resultado de la aplicación de estas teorías y modelos, además de la rápida evolución tecnológica, el funcionamiento de los mercados financieros, parte fundamental de cualquier economía, se ha vuelto cada vez más complejo.

Bajo un contexto de creciente integración financiera los instrumentos derivados constituyen una importante herramienta para dar cobertura a los agentes del mercado

expuestos a los distintos riesgos y, de esa manera, mantener la estabilidad financiera de la economía.

Desde una perspectiva económica, los instrumentos derivados pueden ser utilizados para mejorar la asignación de recursos y redistribuir riesgos. Como cualquier otro instrumento financiero los derivados pueden ser empleados para diversos propósitos, pueden ser mantenidos como activos para generar ingresos, como instrumentos de cobertura de riesgos y también para tomar posiciones especulativas.

El foco principal la investigación es investigar en que medida se utilizan estos instrumentos de cobertura de riesgos en nuestro país y ver la aplicación en el mercado chileno y extranjero, además saber las herramientas que utilizan para enfrentar los riesgos y en que nivel de riesgo esta posicionado Chile, por sobre todo, ver si es factible la utilización o aplicación de los instrumentos financieros en nuestra economía.

Inicialmente, en el capítulo I, se presenta principalmente la justificación del tema a investigar, el planteamiento del problema, los objetivos del estudio y la metodología de investigación a utilizar.

En el segundo capítulo se presenta el marco teórico con los antecedentes históricos de los derivados en general, descripción, clasificación, y análisis del mercado. Adicionalmente se realiza un breve análisis de cada uno de los tipos de contratos de derivados.

En el tercer capítulo se sitúa los contratos de cobertura y riesgo cambiario con la realidad chilena desde el punto de vista de su historia, evolución, mercados donde se tranzan, sectores donde se utilizan, entre otros.

Luego, el cuarto capítulo se hace un análisis del riesgo cambiario en transacciones de carácter bursátil, haciendo una evaluación por cada sector financiero, graficando la situación chilena.

Ya llegando a el final de la investigación en el capítulo cinco se presenta la influencia del riesgo cambiario y sus principales impactos en Chile y en el mundo, se tratan los siguientes temas: Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), estallido social, impacto covid-19 y elecciones presidenciales en Estados Unidos 2020.

Finalmente se dan a conocer las conclusiones de la investigación basadas en la bibliografía utilizada como también en análisis personales realizados en conjunto con el académico guía.

Luego de las conclusiones se hace un apartado de líneas investigativas a seguir para futuros proyectos de grados o para interés personal de investigación.

CAPÍTULO I: MARCO METODOLÓGICO.

1.1 Razones personales para abordar el tema.

¿Qué haría que una empresa decidiese hacer cobertura de sus riesgos, en especial los cambiarios que son característicos de economías como la chilena? (Soto, 2006).

Con respecto a dicha pregunta se fue gestando la idea de realizar una investigación en relación a este tema. La gestión del riesgo del tipo de cambio que se presenta al invertir en activos de una divisa diferente es un fenómeno asociado a la fluctuación dentro de la economía chilena, en vista de que el FMI ha pronosticado para 2020 una caída de -3% de la economía mundial y de -1% para las economías emergentes. Para Chile se proyecta una caída incluso mayor, de un -4,5%, la peor desde la crisis de 1982-1983. (Atria, 2020)

En esa línea, el objetivo de este estudio es determinar si el uso de estos derivados cambiarios utilizados como cobertura por parte de empresas y/o instituciones públicas tiene un impacto positivo y significativo dentro de su economía.

Dentro de Chile se ha discutido bastante sobre la vulnerabilidad externa de las economías de América Latina. Desequilibrios y shocks de términos de conflictos, en el caso chileno, se encuentra el estallido social, Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), impactos mundiales esta las elecciones presidenciales en Estados Unidos 2020 y la pandemia COVID-19 entre los más importantes de este último tiempo que lleva a repentinos problemas financieros.

Por lo mencionado anteriormente, nació la idea de llevar esta investigación en cuestión, el aporte de este trabajo reside en incluir los riesgos de la empresa como factores que afectan el valor de las empresas chilenas y comprobar el efecto positivo del uso de los contratos de coberturas.

1.2. Planteamiento del problema.

A lo largo de la historia de Chile, la economía del país en ciertas ocasiones se ha visto perjudicada por su economía principalmente abierta (exportadora e importadora). En el

último tiempo, el estallido social sumado la pandemia por el que atravesó Chile, ha producido grandes y severos problemas en la economía del país, esto se traduce en una depreciación de la moneda.

Este fenómeno causa a la larga, una disparidad del dólar donde su precio se hace inestable afectando severamente los movimientos del mercado, además la crisis social llevo al país a una profunda crisis política, lo que generó pánico entre los inversionistas.

Como expresa la página web del Banco Central¹, los instrumentos derivados son contratos a plazo, en los que dos partes se comprometen a intercambiar, en el futuro, un monto de un activo, a un precio y fecha determinada. Estos permiten a los agentes de la economía realizar coberturas ante los riesgos asociados a las fluctuaciones del tipo de cambio.

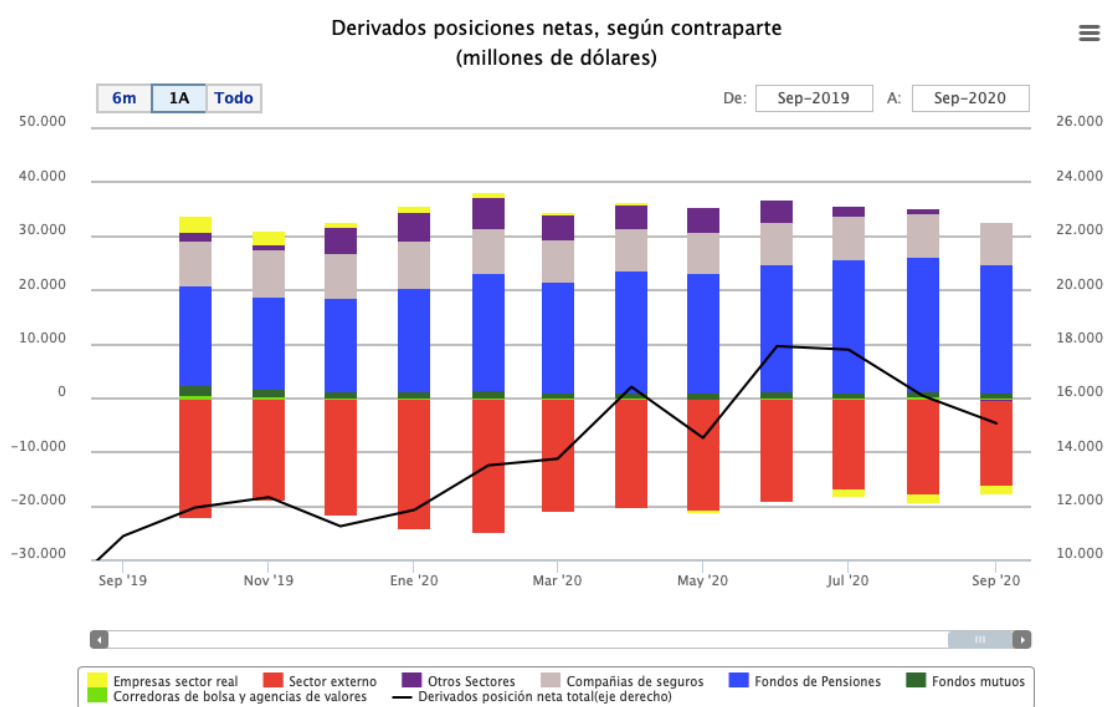


Ilustración 1 - Gráfico obtenido de la página web del Banco Central de Chile donde muestra los derivados en posiciones netas.

Al visualizar estas proyecciones, podemos apreciar como los derivados están siendo utilizados como recurso económico en gran cantidad del porcentaje de la economía

¹ <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/derivados-y-spot>

chilena, como por ejemplo, el fondo de pensiones, se está convirtiendo en algo indispensable para algunas empresas o instituciones públicas.

Al realizar este tipo de transacciones se debe tener en consideración sus ventajas como también los posibles riesgos que se incurren, el estudio de la presente memoria de título tiene por objetivo poder esclarecer estas problemáticas y ejemplificar con hechos que han ocurrido en un corto plazo en Chile.

1.2.1. Preguntas a las cuales se pretende dar respuesta con la investigación.

La determinación del tipo de cambio depende de factores los cuales pueden ser económicos, políticos y también sociales. Es por ello que vale la pena discutir las siguientes preguntas:

- ¿Cuáles son los determinantes fundamentales del tipo de cambio?
- ¿Qué factores diferentes a los comunes ocasionan fluctuaciones en el tipo de cambio?
- ¿Cuáles variables son las que más repercuten en la movilidad cambiaria?
- ¿Existen ciclos comunes entre la variable del tipo de cambio y otras variables?
- Chile, en sus hitos históricos, como ley de AFP, estallido social y pandemia COVID19, ¿Están usando realmente derivados para reducir el riesgo cambiario?

1.3. Objetivos de la investigación.

1.3.1. Objetivos generales.

Analizar los tipos de riesgo cambiario a los que están expuestas las empresas y como cubren los contratos de coberturas los constantes cambios que se presentan en el mercado.

1.3.2. Objetivos específicos.

- Identificar el crecimiento y evolución de los contratos de coberturas en el mercado chileno.

- Examinar si es que los contratos de coberturas son utilizados eficazmente en Chile para la cobertura del riesgo cambiario.
- Establecer los riesgos cambiarios en que se pueden incurrir cuando se realizan transacciones.
- Vincular el presente estudio con hechos que surgen a partir de impactos relevantes en el mercado chileno (Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), estallido social, impacto covid-19 y las elecciones presidenciales en Estados Unidos 2020).

1.4. Revisión de literatura.

Para esta investigación se encontraron diferentes documentos, dentro de estos, podemos destacar la memoria de (Castex, 2012) donde da a conocer un caso aplicado del riesgo del tipo de cambio, a una empresa de la industria manufacturera.

También se encontraron, en su mayoría, documentos de casos en el extranjero que ayudarán como guía en el caso chileno, como lo es la investigación de (Castro, 2006) que explica de manera muy detallada, como se da el riesgo cambiario y su importancia dentro de la economía mexicana.

Por otro lado, la memoria de (Gil-León, 2020) que entrega una mirada más actualizada de la estabilidad financiera, esta investigación pretende identificar la respuesta de los instrumentos utilizados por los bancos centrales a las variables relacionadas con la estabilidad financiera, tales como los booms de crédito y la desviación del tipo de cambio de su tendencia.

En la misma línea del riesgo cambiario, (Alfaro & Goldberger, 2020) realizan una investigación económica por profesionales de esta institución de habla inglesa. Esta habla sobre la inversión en activos en moneda extranjera, exponiendo la teoría de que no solo implica una exposición al riesgo del activo, sino que a los cambios en la paridad, estos últimos podrían ser mitigados a través de la cobertura cambiaria. El objeto de esta nota, es investigar si dicha estrategia es contingente al tipo de activo.

1.5. Justificación de la investigación.

La creciente incorporación de derivados frente a los constantes cambios que se presentan en el mercado, implica una exposición a la variación de divisas, esto hace que sea un tema de interés para Chile, considerando también los últimos episodios como, post estallido social y covid-19. Una variación moderada del tipo de cambio, puede implicar alteraciones importantes en sus indicadores y en el resultado final dentro de las transacciones.

En relación a la información revisada, es importante mencionar que en el Chile no hay suficientes estudios que den a conocer la gestión de riesgos cambiarios en relación al tipo de cambio.

La documentación será de utilidad para los estudiantes de diferentes carreras empresariales, ya que, servirá de base para realizar futuras investigaciones sobre la gestión de riesgo cambiario. Y también, para todas las empresas que realizan operaciones con monedas extranjeras, debido a que necesitan crear una estrategia que minimice o elimine los riesgos cambiarios a los que están expuestas, es por esto, que se da a conocer la presente investigación.

1.6. Metodología.

1.6.1. Descripción del tipo de investigación.

El método de investigación será documental, es una técnica de investigación cualitativa (consiste en recopilar antecedentes e información sobre el objeto de estudio o la temática a desarrollar desde libros, revistas y otras publicaciones).

Y el tratamiento de la información será transcriptiva (se citarán o hará referencia a definiciones o aportes de otros autores para respaldar la opinión presentada).

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO.

2.1. Inicios de los derivados financieros en Chile.

Chile es un país cuyo crecimiento económico ha permitido que el tamaño de su mercado se considere alto en comparación con otras economías de igual características, sin embargo, su mercado de derivados ha presentado muy poca profundidad y desarrollo, si se compara con economías desarrolladas. Pese a esto, Chile no ha estado ajeno a la tendencia mundial, en cuanto al uso de Derivados en sus operaciones, alcanzando niveles de desarrollo superiores a las demás economías emergentes y latinoamericanas. En general el mercado de derivados, está dominado por instrumentos sencillos y estándar, de los cuales el 98% se mantiene en el mercado OTC², siguiendo la tendencia mundial. (Ferber, 2014)

Por lo expuesto, la Bolsa de Comercio de Santiago, inició en Diciembre de 2012 la marcha blanca de la “Bolsa de Derivados”, un nuevo mercado formal para dichas transacciones, las que dan la posibilidad de operar en Chile, instrumentos de inversión y cobertura de riesgos, ampliando la oferta de instrumentos financieros para inversionistas institucionales e intermediarios, en un mercado abierto y regulado. Este proceso comenzó con la incorporación del mercado de Futuros sobre Índices Accionarios, para luego seguir con la segunda etapa con Futuros de Moneda, Futuros de Instrumentos de Renta Fija y Opciones sobre acciones.

El mercado chileno ha tenido una tendencia de crecimiento desde la década de los 90, sustentado, como se explicó anteriormente, en la adopción de un tipo de cambio flexible, una creciente integración financiera y comercial, incorporación de entidades no financieras al mercado de Derivados (importadores y exportadores), así como también, el paulatino incremento de los límites de inversión en el exterior para los fondos de pensiones, este último propició una creciente demanda de Derivados de divisas por parte de las AFP, las cuales ante la necesidad de cubrir sus exposiciones en tipo de

² Un mercado OTC, o mercado Over the Counter, se refiere al mercado de activos y valores que se gestiona fuera del mercado bursátil, y por lo tanto sin un organismo que lo intermedie. <https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/derivados-y-spot>

cambio, vendían divisas a futuro con el fin de proteger el valor en pesos chilenos de sus activos exteriores. (Ferger, 2014)

2.2. Conceptualización de los derivados financieros.

El Ministerio de Hacienda del Gobierno de Chile, define a los instrumentos financieros (generalmente contratos) en donde las partes se comprometen a comprar o vender, en una fecha futura un determinado activo, que puede ser bienes físicos o monedas a un valor fijado en el momento de la negociación.

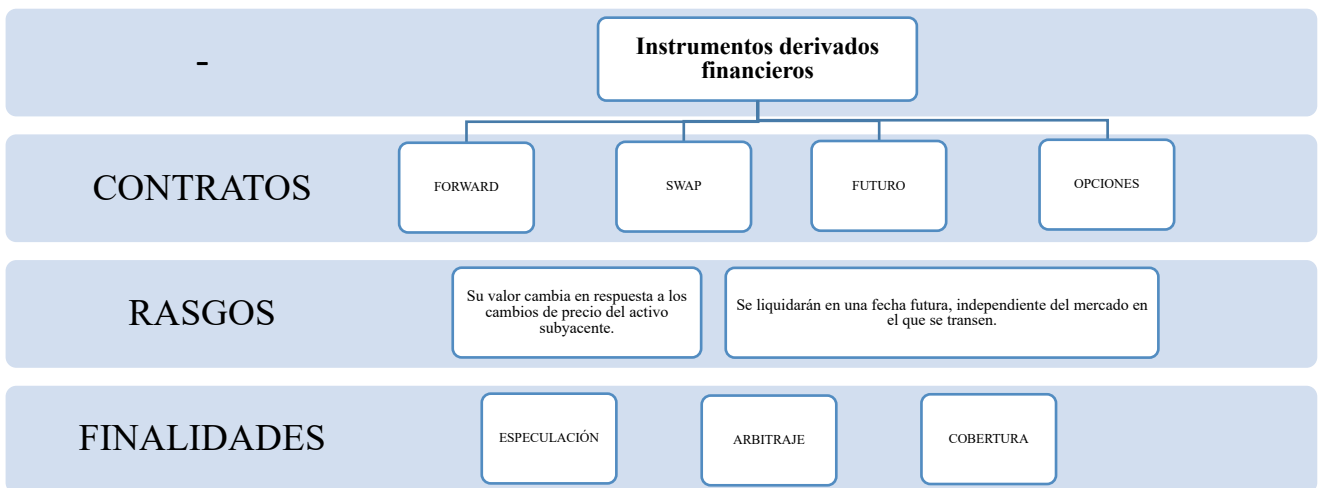


Ilustración 2 - Esquema instrumentos derivados financieros, elaboración propia.

Su característica principal, es que su valor de cotización se basa en el precio de otro activo, denominado Activo Subyacente, por lo mismo existe una estrecha relación, entre el Derivado y el activo subyacente sobre el que se realizó el contrato, ya que si sube la cotización del activo subyacente en el mercado de contado, ascenderá también el precio del instrumento Derivado y viceversa, es por esta razón, que la denominación "Derivado" tiene su origen en el hecho que el precio de estos instrumentos deriva de la cotización que obtenga en cada momento el activo subyacente.

En base a la definición anterior, se puede afirmar que los mercados de productos Derivados son mercados de transferencias de riesgos, ya que el riesgo de algún agente económico que no desea asumir, se traspa a otros agentes económicos que tienen

interés por dichos riesgos, a cambio de obtener una ganancia o rendimiento. (Alfonso, 2005).

En general, su funcionamiento dependerá de qué tipo de derivado financiero se esté contratando, los contratos de opciones y futuros deben transarse en bolsa, los contratos forward y swaps son transados fuera de bolsa en el mercado OTC.

2.2.1 Forwards

Son un tipo de contrato de Derivado, que se utiliza comúnmente para cubrir los riesgos de mercado. Su objetivo principal es proteger al activo que subyace al contrato, de una depreciación o una apreciación si fuese un pasivo.

Una parte se compromete a comprar y la otra a vender, en una fecha futura, un monto o cantidad acordado del activo en cuestión, a un precio que se fija en el presente. No obstante, las partes que suscriben el contrato pueden modificar de mutuo acuerdo, la fecha de vencimiento, el precio previamente pactado, la modalidad de entrega, el monto involucrado y la parte vendedora o compradora. Este tipo de contratos no se transan en bolsa, sino, en mercados extrabursátiles, (OTC).

Son especialmente útiles para aquellas personas naturales o jurídicas, que deben hacer pagos o cobros Futuros en dólares u otra moneda extranjera. Se generan principalmente entre dos empresas bancarias, o entre una empresa bancaria y un tercero, o entre alguno de ellos y una entidad extranjera. También se pueden contratar con corredores de bolsa y agentes de valores.³

2.2.2. Futuros

Un contrato futuro es muy similar a un forward, con la diferencia que el futuro se negocia mediante contratos estándares, para todas las operaciones que prevean los

³ Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-563.html>. Chile.

mismos términos contractuales. La suscripción de éstos, se realiza en bolsas organizadas y no directamente entre dos contrapartes que operen en el mercado OTC.

La finalidad de estos contratos, es que las partes comprometidas en él, que están expuestas a riesgos opuestos, puedan eliminar el riesgo de fluctuación del precio del activo y de esta forma estabilizar sus flujos. El término de un contrato de futuro, puede hacerse al vencimiento o anticipadamente.

Este tipo de contrato, está dirigido a personas que buscan cubrirse de riesgos financieros y a inversionistas dispuestos a asumir riesgos a cambio de una probable ganancia. En este tipo de contrato, es posible que existan cobros de intermediación, por el servicio prestado.⁴

2.2.3. Opciones

Son instrumentos financieros estandarizados, que mediante el pago de una prima, otorgan a su poseedor (comprador o tomador) el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender a un precio previamente establecido y durante un plazo prefijado, una cantidad determinada del activo individualizado en el contrato.

Por otro lado, los vendedores de los contratos de Opciones (o "lanzadores"), tienen la obligación de vender o comprar el activo subyacente, en los mismos términos anteriormente señalados, en el caso que el comprador (o "tomador") de las Opciones, manifieste su deseo de ejecutar la opción.

Para adquirir una opción de compra o de venta, es necesario hacer un desembolso inicial (que se denomina "prima de la opción"), cuyo valor depende fundamentalmente, del precio que tenga en el mercado el activo que es objeto del contrato, de la variabilidad de ese precio y del período de tiempo entre la fecha en que se firma el contrato y la fecha

⁴ Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-563.html>. Chile.

en que éste expira. La opción que no es ejercida, implica asumir el costo de la prima pagada como pérdida.⁵

2.2.4 Swaps

Un Swap, es un contrato financiero entre dos partes, que acuerdan intercambiar flujos de caja Futuros de acuerdo a una fórmula preestablecida. Se trata de contratos hechos “a medida”, es decir, con el objetivo de satisfacer necesidades específicas de quienes firman dicho contrato. Debido a esto último, se trata de instrumentos similares a los forward, en el sentido de que no se transan en Bolsas Organizadas.

Los contratos Swaps, son acuerdos individuales entre dos partes siendo generalmente una de ellas, persona jurídica. A diferencia de los otros contratos, estos requieren un acabado conocimiento de sus características, acerca de la construcción de los vencimientos sobre la base de fórmulas complejas, y no se recomiendan al público no conocedor. Se trata de instrumentos similares a los forward, en el sentido de que no se transan en Bolsas Organizadas, OTC.

Los contratos Swaps, son acuerdos individuales entre dos partes, siendo generalmente una de ellas persona jurídica. A diferencia de los otros contratos, estos requieren un acabado conocimiento de sus características, acerca de la construcción de los vencimientos sobre la base de fórmulas complejas, y no se recomiendan al público no conocedor.⁶

2.3 Rasgos y Riesgos a los cuales trata los derivados financieros

Si bien cada Derivado financiero tiene su particularidad y complejidad, hay ciertos rasgos que comparten, entre éstos podemos destacar:

- Su valor cambia en respuesta a los cambios de precio del activo subyacente.

⁵ y ⁶ Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia Educa. Disponible en <https://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-563.html>. Chile.

- Se liquidarán en una fecha futura, independiente del mercado en el que se transen, esta es una de las características más importantes dentro de los derivados.

Los Instrumentos Financieros Derivados, tratan principalmente riesgos financieros de mercado, es decir, aquel riesgo que un activo o pasivo, disminuya o aumente su valor según corresponda, debido a cambios en las condiciones del mercado. En este trabajo de investigación se dará énfasis en específico al riesgo del tipo de cambio relacionado con los cambios en los precios de monedas extranjeras. Éste cobra sentido tanto en alzas como bajas de la moneda, dependiendo del tipo de empresa.

El mercado de derivados en Chile ha tenido un desarrollo importante, como lo expresa en el documento de trabajo “Gestión del riesgo del tipo de cambio” por el centro de estudios financieros de la Universidad de los Andes⁷, permite a las empresas contar con las herramientas necesarias para gestionar dicho riesgo. Chile presenta una profundidad en los mercados FX (Foreign exchange) de 7 veces el PIB, cifra superior al promedio de las economías emergentes (4 veces) y latinoamericanas (2,8 veces).

El volumen promedio diario de transacciones interbancarias en el dólar spot es de USD 1.800 MM, y en el mercado forward de USD 1.400 MM diarios; es decir, hay liquidez suficiente para gestionar el riesgo cambiario utilizando derivados. Cabe destacar que los derivados más utilizados son el forward (en su gran mayoría a plazos menores a 180 días) y los Cross Currency Swaps para cubrir plazos largos.

2.4 Finalidades de los derivados financieros.

Tal como se mencionaba anteriormente hay ciertos rasgos o en este caso, finalidades que comparten los derivados financieros tales como:

2.4.1 Cobertura

A través de esta función, se busca eliminar o minimizar el riesgo de una variación de precios, del activo subyacente que será objeto de la transacción. En el caso de los

⁷ Estudio Gestión del riesgo de tipo de cambio empresas chilenas, Julio 2020 por Financial Risk Management y centro de estudios financieros de la Universidad de los Andes. https://www.esc.cl/esc/site/artic/20200810/asocfile/20200810112851/informe_cef_netgo_vb_11.pdf

Derivados, a los actores que intervienen en el mercado con fines de cobertura se les llama Hedgers, los que se caracterizan por ser adversos al riesgo, dado que intervienen para protegerse de la variabilidad de precios. (Barrios, 2006)

2.4.2 Especulación

Se habla de este objetivo, solo cuando se participa en el mercado con fines de obtener una ganancia, por la diferencia de precios entre el precio spot y el precio de mercado del Derivado a plazo. Los inversionistas asumen el riesgo de la variabilidad de precios, con la expectativa de generar una ganancia. (Barrios, 2006)

2.4.3. Arbitraje

Arbitrar es la obtención de un beneficio libre de riesgo, por medio de transacciones simultaneas en dos o más mercados, tendiendo a través de dichas operaciones los precios de eficiencia. Esto se genera mayoritariamente dado que en el mercado hay espacio tanto para operaciones formales como informales. (Barrios, 2006)

CAPÍTULO III: SITUAR LOS CONTRATOS DE COBERTURA Y RIESGO CAMBIARIO EN LA REALIDAD CHILENA

Las estadísticas de derivados sobre monedas extranjeras cubren información de las operaciones realizadas por los bancos y demás entidades del Mercado Cambiario Formal (MCF) con contrapartes tanto en el mercado local como con el mercado externo. Su difusión es de periodicidad diaria y mensual.

En el caso chileno se publica información de suscripciones y posiciones de forma diaria. Un mayor detalle y apertura de estas se presenta los días 23 de cada mes con el Informe Mensual de Estadísticas Cambiarias. En caso de ser feriado bancario, la publicación se realiza el siguiente día hábil bancario.

La información diaria se dispone de las operaciones del mercado con respecto a la cobertura cambiaria (derivados sobre monedas extranjeras), y se distinguen las transacciones con terceros, es decir contrapartes no bancarias, con el mercado local y con el mercado externo, junto con las operaciones interbancarias. Para este mismo tipo de subyacente, la difusión mensual considera las operaciones con terceros clasificada según el tipo de agente participante, junto con las operaciones nuevas y vigentes, de los principales agentes del mercado, directamente en el exterior.

Mensualmente también se da a conocer la distribución de los nuevos contratos que cubren la variación frente al dólar de Estados Unidos, y el precio promedio ponderado de dichos contratos, según tramos de corto, mediano y largo plazo.

Las operaciones de derivados sobre tasas de interés extranjeras, se miden en términos de montos transados sobre los cuales se cubre el riesgo de variación de tasa de interés, identificando si el seguro ha sido tomado por una institución bancaria o una empresa.

Los cuadros y series sobre volúmenes transados, permiten conocer la profundidad y liquidez de los distintos mercados. Así mismo, las series de precios permiten visualizar el nivel y evolución de los precios que presentan las transacciones que se efectúan fuera de Bolsas Organizadas, las que son conocidas como operaciones OTC (Over the Counter).

Luego se verá que las estadísticas del mercado de derivados se difunden en conjunto con las del mercado spot, debido a que ambos mercados están interrelacionados.⁸

Cada crisis financiera ha generado demandas de nueva información para comprender mejor el funcionamiento de los mercados financieros y el comportamiento de los distintos agentes participantes. El caso de la crisis subprime no fue la excepción, ya que evidenció la necesidad de transparentar y disponer de información más detallada de derivados financieros. Algunas de las medidas impulsadas han sido la entrega de información más oportuna y granular al público.

En Chile, en particular para el mercado de divisas, el Banco Central ha incorporado la publicación de estadísticas por sector financiero, tanto del mercado de derivados como del mercado spot, para tener una mejor comprensión de su evolución y como antecedente complementario para el análisis de estabilidad financiera.

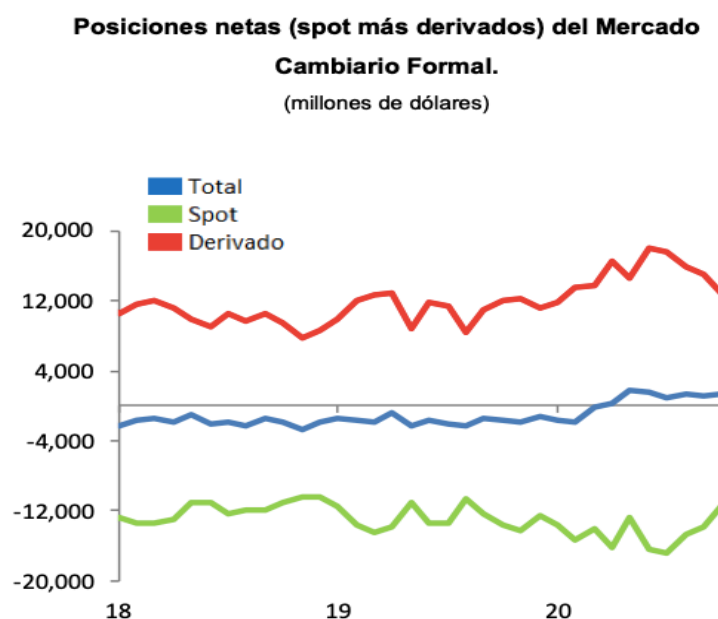


Ilustración 3 – Posiciones Netas (Spots más derivados) del Mercado Cambiario Formal 2020 (millones de dólares) Banco Central de Chile.

⁸ Información obtenida directamente de la página Web del Banco

Central https://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/Metodologias/EC/MERCADO_CAMBIARIO/Mercado_Derivados.pdf

En la gráfica presentada obtenida directamente del Banco Central de Chile⁹, se ve claramente que hasta Octubre del 2020 las posiciones netas de los derivados fueron en aumento, la principal razón de esto, es seguir la lógica inicial del riesgo donde se estipula que a mayor riesgo, más posibilidad de ganancia, a su vez, si es que el riesgo aumenta la necesidad de cubrir esto con derivados también es mayor, por consecuencia los derivados si se están utilizando hoy en Chile, considerando todos los impactos que ha tenido este último tiempo que repercuten en el ámbito económico de manera directa o indirectamente, estos derivados son utilizados dentro de todas las transacciones de diferente índole.

Es importante reforzar algunos términos como la definición de Mercado Cambiario Formal que corresponde a las empresas bancarias y otras entidades autorizadas por el Banco Central de Chile, además el concepto de Posición neta que hace referencia a el saldo (expresado en montos nacionales) de contratos de derivados vigentes al cierre de cada mes, considerando todos los instrumentos utilizados por las empresas bancarias y otras entidades que operan en el Mercado Cambiario Formal, siendo los más comunes los Forwards, Swap y Opciones. Corresponde a la resta entre la posición de compra de moneda extranjera menos la posición de venta al cierre del periodo. Signo positivo, indica posición compradora neta de moneda extranjera de las instituciones del Mercado Cambiario Formal, mientras que signo negativo, indica posición vendedora neta de moneda extranjera, desglosado por los distintos sectores.

⁹ Página Web Banco Central de Chile

<https://www.bcentral.cl/documents/33528/133408/imemc102020.pdf/be85a612-7834-07f6-22ab-7b7abdc85a9c?t=1605903035887>

CAPÍTULO IV: RIESGO CAMBIARIO EN TRANSACCIONES DE CARÁCTER BURSÁTIL

Chile, ha registrado un importante crecimiento en el mercado de Instrumentos Financieros Derivados en la última década (desde la década del 90), este crecimiento ha estado centrado principalmente en Derivados de divisas, de hecho, la composición hasta 2012, se explica por el 74% de Derivados de divisas, el 22% de los Derivados de tipo de interés, y solo el 4% para Derivados de mercancía. (Ferber, 2014)

Es función del Banco Central de Chile recopilar información actualizada y completa sobre los contratos de Derivados de moneda que se realicen en el país, razón por la cual el siguiente análisis se basa en Derivados cambiarios, dada su representatividad de la situación chilena.

El Banco Central además presenta un análisis de Derivados de Tipo de Cambio por Sector Financiero (Rodríguez, 2016), para tener una visión general del mercado de divisas y una mejor comprensión de su evolución, es necesario considerar en forma complementaria las transacciones que se efectúan tanto en el mercado de derivados como en el mercado spot¹⁰, los bancos son los encargados de actuar como intermediario entre ambos mercados. Antes de comenzar a ver las transacciones en sus diferentes sectores, hay que en consideración dos escenarios explicados por el Banco Central de Chile:

- Posición de compra: Son los contratos vigentes de compra de moneda extranjera a cambio de moneda local (Peso Chileno y Unidad de Fomento), que las entidades del Mercado Cambiario Formal mantienen con los distintos sectores, al cierre del periodo.
- Posición de venta: Son los contratos vigentes de venta de moneda extranjera a cambio de moneda local (Peso Chileno y Unidad de Fomento), que las entidades del Mercado Cambiario Formal mantienen con los distintos sectores, al cierre del periodo.

¹⁰ Una transacción spot corresponde a una compra o venta de divisas que se realiza al contado.
<https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/estadisticas/derivados-y-spot>

4.1. Análisis por sector financiero

4.1.1. Sector Externo

El sector externo corresponde a no residentes que están ubicados en los principales centros financieros internacionales como Nueva York y Londres. En el caso del mercado de derivados, estas entidades son principalmente bancos de inversión junto a bancos comerciales, que están en el mercado internacional realizando transacciones con el peso chileno (CLP/USD), tienen filiales en Chile y son las responsables de gestionar la cobertura de esta moneda. (Rodríguez,2016)

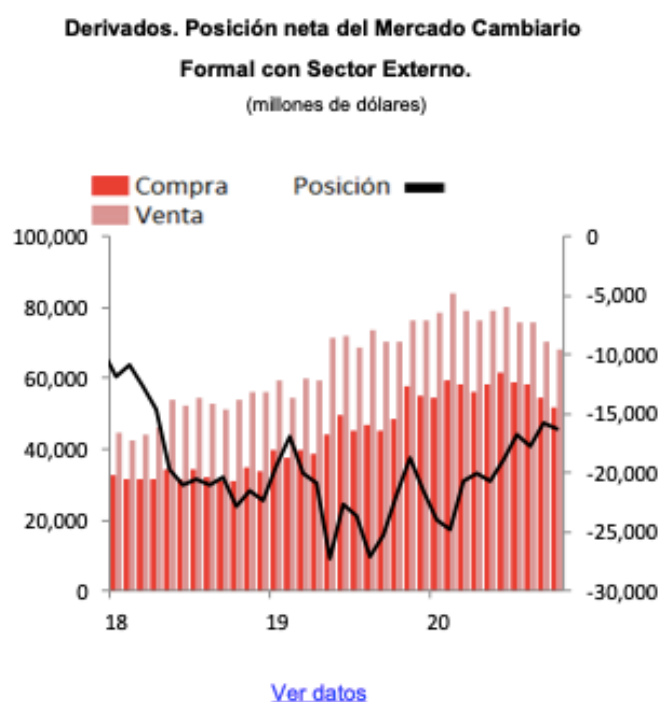


Ilustración 4 - Posiciones netas del Mercado Cambiario Formal (millones de dólares) con Sector Externo 2020 Banco Central de Chile.

Evaluando la gráfica del sector externo se puede destacar, que la venta de moneda extranjera a cambio de moneda local en el caso de Bancos de inversión es mucho más alta que de la compra, esto se explica, ya que los Bancos son los principales entes en realización de prestamos de dinero, desde el cheque personal más pequeño, hasta los pagos electrónicos de gran cuantía entre bancos.

La línea de posición explica, la considerable baja entre los últimos meses del año 2019, se expresa en el gráfico que hubo una baja significativa en la utilización de instrumentos

utilizados por las empresas bancarias y otras entidades que operan en el Mercado Cambiario Formal, siendo los más comunes los Forwards, Swap y Opciones. Por las fechas presentadas se concluye, que fue gracias al estadillo social intervenido en Chile de Octubre del 2019, ya que, esto llevó a que las entidades relacionadas al sector externo decidieran cortar o disminuir las transacciones en el mercado bursátil en Chile, dado que, el riesgo económico aumentó considerablemente en ese período en específico.

4.1.2. Fondos de Pensiones

Los fondos de pensiones son gestionados por las Administradoras de Fondos de Pensiones registradas en la Superintendencia de Pensiones. Son agentes importantes en el mercado de derivados, ya que, son los actores privados que mantienen el mayor nivel de activos financieros en el exterior. Esto genera un riesgo financiero en sus balances al tener sus pasivos en pesos chilenos y Unidades de Fomento (UF) asociados a los compromisos de jubilaciones, pensiones y parte de sus activos en moneda extranjera. (Rodríguez, 2016)

Esto en Chile es de gran relevancia, ya que, el uso de instrumentos de cobertura por parte de los fondos de pensiones está determinado por su nivel de inversiones en el exterior y la normativa asociada.

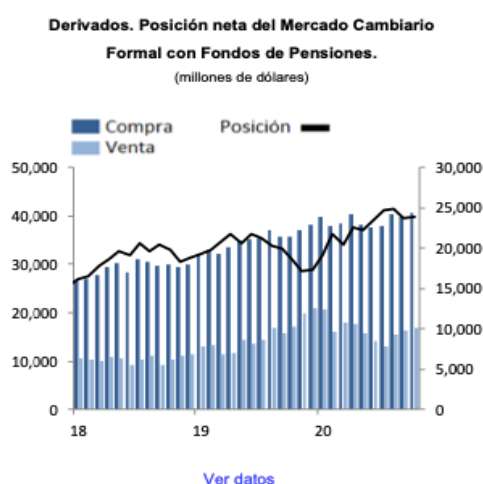


Ilustración 5 - Posiciones netas del Mercado Cambiario Formal (millones de dólares) con Fondos de Pensiones 2020 Banco Central de Chile.

El gráfico presentado anteriormente, se puede apreciar como en la línea de posición en su mayoría esta sobre los contratos vigentes de compra de moneda extranjera a cambio de moneda local (Peso Chileno y Unidad de Fomento).

En el caso de las fondos de pensiones, se puede hacer un análisis más exhaustivo, puesto que, se debe destacar que son el principal ente inversionista y actores privados que mantienen el mayor nivel de activos financieros en el exterior, esto lleva a que sea uno de los sectores que más ocupa los derivados financieros para cubrir el riesgo, puesto que son cien porciento a su conveniencia.

4.1.3. Compañías de seguros

En este sector financiero se encuentran las compañías de Seguros Generales y Seguros de Vida que están bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores y Seguros. Estos inversionistas han aumentado constantemente sus ventas de dólares a futuro, lo que está relacionado con el crecimiento de sus inversiones en activos en moneda extranjera.

En el caso de las transacciones ha presentado un aumento a lo largo de los años, a pesar, de esto se encuentran en niveles inferiores a los que se presentan los fondos de pensiones.

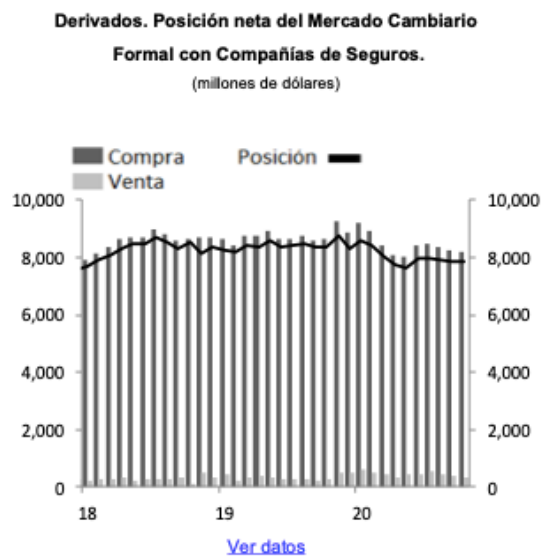


Ilustración 6 - Posiciones netas del Mercado Cambiario Formal (millones de dólares) con Compañías de Seguros 2020 Banco Central de Chile.

Para las compañías de seguros la opción de los derivados financieros es una de las alternativas que más les acomoda, ya que tienen la capacidad de gestionar y esto se acomoda a las circunstancias de este caso donde las compañías de seguros deben cumplir las necesidades de sus clientes.

Se debe tener en consideración, que las compañías de seguros aumentaron considerablemente este tiempo sus ventas de dólares a futuro, lo que está relacionado con el crecimiento de sus inversiones en activos en moneda extranjera, y también, se relaciona directamente con la constante incertidumbre por la que atraviesa Chile desde Octubre del año pasado (2019).

4.1.4. Corredoras de Bolsa y Agencias de Valores

Este sector considera a corredoras de bolsa y agencias de valores que se encuentran supervisados por la Superintendencia de Valores y Seguros. Sus operaciones son principalmente con grupos específicos de clientes tales como hogares (personas naturales), empresas medianas y pequeñas dedicadas al comercio exterior, las que tienen un bajo uso de instrumentos derivados, esto se refleja en su menor nivel de posiciones a futuro, comparado con los otros sectores financieros.

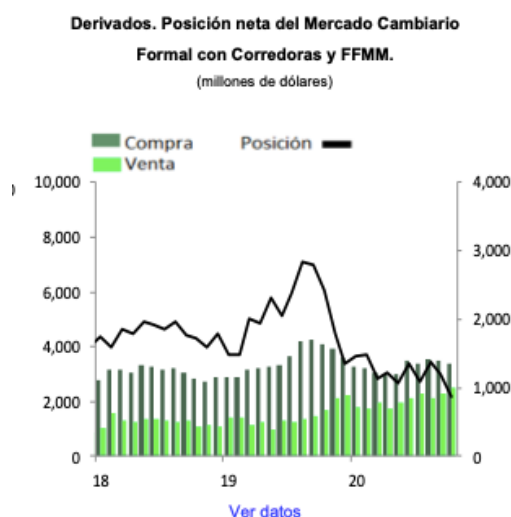


Ilustración 7 - Posiciones netas del Mercado Cambiario Formal (millones de dólares) con Corredores FFMM 2020 Banco Central de Chile.

Este sector en comparación de los demás, tiene un bajo uso de los derivados financieros y se expresa dentro del gráfico, donde los valores en millones no supera los 10.000, en

este caso al igual que las compañías de seguros deben responder a sus clientes, lo que lleva a que la capacidad de asumir riesgos sea menor.

4.1.5. Empresas del Sector Real

Corresponden a las empresas tanto públicas como privadas dedicadas a actividades productivas tales como: Comercio, Manufactura, Transporte y Telecomunicaciones, Minería; Agricultura, y Electricidad, gas y agua. Se incluyen aquellas casas matrices que participan activamente en la administración de sus filiales.

Estas empresas presentan una posición compradora de moneda extranjera a futuro, principalmente, para cumplir con el pago de deudas por créditos externos obtenidos en el exterior, por emisiones de bonos en moneda extranjera y para la cobertura de los aportes de capital de inversionistas extranjeros. (Rodríguez, 2016)

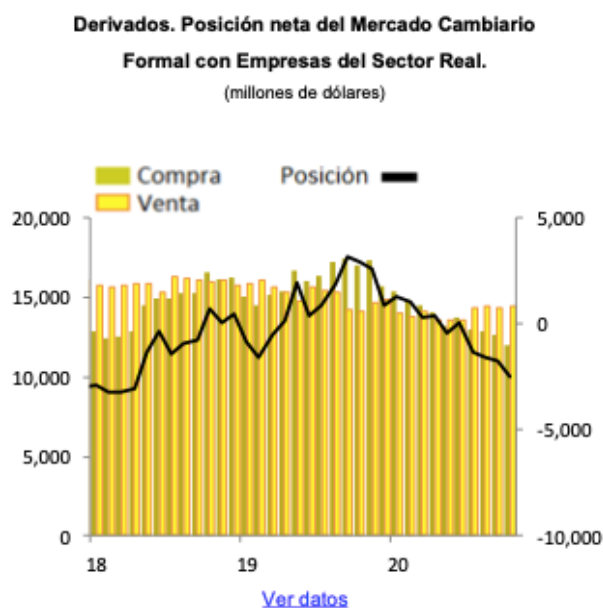


Ilustración 8 - Posiciones netas del Mercado Cambiario Formal (millones de dólares) con Empresas del Sector Real 2020 Banco Central de Chile.

En el gráfico obtenido de la página web del Banco Central de Chile, donde las cifras están actualizadas a Octubre del 2020, se puede apreciar de manera realista las conclusiones obtenidas.

Este caso este sector es diferente de los anteriores, los últimos cuatro son sectores inversionistas y las empresas del sector real se relacionan más a las actividades productivas.

La línea de posición esta en su pick en el período de Octubre – Noviembre – Diciembre del 2019. Este período y los meses siguientes, la compra de moneda extranjera a cambio de moneda local ha ido en aumento por las expectativas del tipo de cambio en el mercado búrsatil.

CAPÍTULO V : LA INFLUENCIA DEL RIESGO CAMBIARIO Y SUS PRINCIPALES IMPACTOS EN CHILE Y EN EL MUNDO.

El uso de instrumentos derivados financieros, se ha intensificado en el mundo luego de la crisis Subprime¹¹, ésta dio a conocer la necesidad de administrar los distintos riesgos en las empresas, poniendo especial énfasis en la gestión del riesgo de mercado, es por esta razón que el uso de Instrumentos derivados financieros ha aumentado en Chile. Este aumento si bien no ha sido parejo según las distintas industrias, sí es posible identificar una tendencia al alza.

El presente capítulo tiene como objetivo, dar a conocer la influencia que ha tenido el manejo de derivados en el riesgo cambiario en los principales impactos de este último tiempo como: *Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), estallido social , impacto covid-19 y las elecciones presidenciales en Estados Unidos 2020.*

Para inferir que los instrumentos financieros mitigan el riesgo de la empresa, se requiere incluir el efecto de otras variables que tengan impacto sobre el valor de la empresa. Estas variables, a las que denominaremos variables externas, tienen su origen en los factores que no están relacionados directamente con la entidad pero si son indispensables si es que estos reciben impactos ya sea positivos o negativos.

Hace un tiempo que las ciencias sociales han demostrado que los desastres ocurren cuando un fenómeno, que puede ser de origen natural o tecnológico, se encuentra con una sociedad vulnerable debido a decisiones políticas, opciones económicas o formas de organización social.

¹¹ La crisis comenzó a desatarse el año 2007 debido, principalmente, al alza progresiva de las tasas de interés por parte de la Federal Reserve (equivalente al banco Central de Chile), así como la baja en el valor de las viviendas adquiridas. Esto hizo aumentar la tasa de morosidad y el nivel de ejecuciones (lo que incorrectamente se conoce como embargo), y no sólo respecto de las hipotecas de alto riesgo. Información obtenida de <https://www.cmfeduca.cl/educa/600/w3-article-27142.html>

A continuación se presenta una gráfica que explica a grandes rasgos cuales son los principales factores externos que influyen en una empresa, la cual no posee el control total para disminuir el riesgo pero si los puede mitigar a través de diferentes instrumentos financieros.



Ilustración 9 - Esquema factores externos, elaboración propia.

El riesgo político ha tomado, en los últimos tiempos, un protagonismo desconocido anteriormente en la dirección de empresas en general, y en la gestión de riesgo en particular. Esto se debe, al menos en parte, a un aumento generalizado de la turbulencia política y su creciente impacto en los negocios en un mundo cada vez más globalizado.

Es interesante notar que en una encuesta realizada por la consultora Deloitte¹², el riesgo político fue evaluado como el que tiene mayores probabilidades de ser mal gestionado. Es un riesgo que se comprende poco, del cual además es muy volátil, ningún ente regulador exige que las empresas presenten un plan formal para su gestión.

¹² Deloitte Global Risk Management Survey: Accelerating Risk Management Practices 5th ed. 2007

La combinación de estos factores hace que suele ser un riesgo poco comprendido y muy mal gestionado.

Como ejemplo de riesgo político esta la política estadounidense este 2020 se centro en las elecciones presidenciales de noviembre, que reflejaron un electorado altamente polarizado.

Por otro lado hay una creciente conciencia de que abordar los desastres naturales o sanitarios de manera reactiva intentando disminuir sus efectos adversos solo mediante planes y operativos de emergencia y estrategias de recuperación no es suficiente. Lograr una mejor gestión de riesgos de desastres se ha convertido en una necesidad crítica para la comunidad internacional y también, de forma cada vez más notoria, para Chile.¹³

El “riesgo” está íntimamente vinculado a los procesos de desarrollo. El desarrollo se expresa en procesos territoriales (uso, ocupación y transformación del territorio) y procesos sectoriales/productivos (la creación de bienes y servicios, aprovechamiento de recursos naturales, disposición de residuos). Estos procesos inciden directamente en la exposición a amenazas de los diferentes elementos o componentes y el nivel de vulnerabilidad frente a estas. Por lo tanto, estos procesos repercuten en la generación e incremento del riesgo de desastres naturales o sanitarios, y por ende en la probabilidad de que estos tengan lugar.

Las amenazas naturales tales como sismos, tsunamis y actividad volcánica, si bien son fenómenos “naturales” y no producto de la actividad humana, tienen un impacto que se ve potenciado por decisiones propias de los procesos de desarrollo de los países y sus comunidades.

¹³ Análisis de riesgos de desastres en Chile. VII Plan de acción dipecho en sudamérica 2011-2012 <http://www.unesco.org/new/fileadmin/MULTIMEDIA/FIELD/Santiago/pdf/Analisis-de-riesgos-de-desastres-en-Chile.pdf>

En el caso de la pandemia que enfrenta el mundo hoy en día, aunque el virus sea de origen natural, esta pandemia no es completamente "natural" en comparación con otros desastres naturales (tsunamis, huracanes o inundaciones), pero si tiene un impacto muy similar desde el punto de vista de las agencias de la ONU como por ejemplo, la Oficina de las Naciones Unidas para la Coordinación de Asuntos Humanitarios (OCHA), la situación actual se considera como una "emergencia de salud pública de importancia internacional (ESPII)".

La vulnerabilidad del ser humano a una amenaza depende tanto de la existencia de esta como de sus decisiones y acciones esta puede ser compensada por la capacidad o recursos que tiene para enfrentar una amenaza y protegerse de sus posibles consecuencias. Es por esto que la población de un mismo territorio puede estar expuesta a una misma amenaza, pero los impactos serán distintos de acuerdo al grado de capacidad para enfrentar y recuperarse del efecto adverso de una amenaza de cada persona o grupo. Los medios económicos, acceso a servicios básicos, a la salud, educación, tecnología, entre otros, pueden permitir enfrentar una amenaza de manera tal de que se evita el desastre.

De esta manera se explica que Chile no esta libre de los múltiples riesgos que están presentes a diario, además teniendo en consideración que el riesgo se puede mitigar (reducir el riesgo que no se puede suprimir) pero no se puede eliminar.

A continuación se explicarán diferentes situaciones para vincular el presente estudio con hechos que surgen a partir de impactos relevantes en el mercado chileno.

5.1 Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

Estas administradoras se encuentran reguladas estatalmente por la Superintendencia de Pensiones, y actualmente tienen como principal mandato prestar un servicio de diversificación nacional e internacional de fondos a sus afiliados, que sea lo más eficiente posible, dentro del marco de regulación de inversiones establecido por ley.

Dada la incidencia que puede tener la gestión del riesgo cambiario, ejercida por los multifondos administrados por las afp en la determinación de las pensiones actuales y futuras de los trabajadores chilenos, surge la necesidad de evaluar si las estrategias de

cobertura frente al riesgo cambiario, utilizadas por las afp en sus distintos multifondos, han sido más efectivas en contribuir a la rentabilidad ajustada por riesgo final de estos, en comparación con una situación descubierta frente a dicho riesgo cambiario. (Álamos, 2019)

Los resultados de la gestión del riesgo de tipo de cambio que se presentan al invertir en activos externos, denominados en moneda extranjera, pueden tener importantes implicancias en la rentabilidad de cualquier actividad empresarial y, en especial, cuando se trata de la administración de recursos de terceros que están destinados al ahorro previsional para las pensiones de los trabajadores de un país. (Álamos, 2019)

Para entrar en contexto de la regulación que se da en Chile, es importante mencionar que se exige a las administradoras, contar con políticas formales documentadas y estructuradas en materia de inversión que se refieran a operaciones con Instrumentos derivados financieros asimismo la exposición al riesgo asumida en las estrategias con Derivados, debe estar alineadas con las características del tipo de fondo , esto es similar en cada uno de los países dentro de latinoamerica. (Ferber, 2014)

Uno de los grandes acontecimientos de este último tiempo es proyecto de Reforma Constitucional que autoriza el retiro de hasta un 10% de Fondos de Pensiones.

Para financiar los retiros de fondos por parte de los afiliados, las AFP tendrán que llevar a cabo importantes operaciones de ventas de activos financieros en que están invertidos los Fondos de Pensiones, por una cifra que se estima cercana a los \$19.500 millones de dólares en un plazo máximo de 30 días hábiles.

En una de las minutas realizados por la CMF¹⁴ explica que si bien la magnitud de ventas que se realizarían entre activos del mercado local y extranjero es relevante para determinar los impactos en el precio de los activos, resulta altamente probable que se requieran liquidaciones de activos locales para no desvirtuar la composición del portafolio de los Fondos de Pensiones. Tomando un escenario en que se liquiden cerca de \$10.500 millones de dólares de activos locales, en el corto plazo dichas ventas

¹⁴ Impacto en mercados bajo el perímetro de la CMF

https://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/articles-29404_doc_pdf.pdf

podrían generar caídas en los precios de algunos activos financieros, dada la magnitud de las ventas relativo a las transacciones habituales en dichos instrumentos.

Con el retiro del 10% de los fondos de pensiones en plena marcha, surgen dudas respecto a lo que podría pasar en otros servicios previsionales, como por ejemplo, el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS), que careció de postulantes en la última licitación de julio pasado, debido al poco interés por parte de las aseguradoras para participar del proceso (se necesitaron dos más para adjudicar todo el seguro).

Donde los efectos son más significativos e inmediatos es en el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS). El monto de los pagos que realiza el seguro en caso de un siniestro es aquel que complementa los fondos previsionales ahorrados por el afiliado, de tal forma de asegurar una pensión equivalente al 70% del ingreso base para las pensiones de invalidez total o muerte y 50% para el caso de invalidez parcial.¹⁵

En resumen deberían asumir un mayor pago en caso de siniestro para alcanzar el monto de la pensión en función del ingreso base. El efecto antes descrito, tiene implicancia para los contratos con cobertura vigente y para aquellos terminados pero con siniestros aún en etapas de calificación.

Esto se puede ver en la práctica en la lógica de los derivados financieros para cubrir el riesgo cambiario, en este caso no aplicaría la lógica en específico ya que se necesitaría una respuesta inmediata para sus clientes lo que lleva a que la capacidad de asumir riesgos sea menor.

Teniendo en consideración que los fondos de pensiones tienen un porcentaje importante invertido fuera de Chile (invertido en dólar), si el tipo de cambio disminuye, es un escenario poco favorable para Chile.

Los derivados financieros en su significado inicial sirven para gestionar el riesgo, y cuando ocurrió el primer retiro del 10% el escenario fue totalmente incierto, ya que, como es inconstitucional tenía probabilidades de que ocurriera y también probabilidades de que se vetara y no ocurriera.

¹⁵ Impacto en mercados bajo el perímetro de la CMF

https://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/articles-29404_doc_pdf.pdf

Y ese fue el principal problema para los administradores financieros, porque las coberturas se deben planificar por la suma de activos que esta en juego, y siguiendo con lo anteriormente mencionado no se puede planificar si el origen es totalmente incierto y en este caso tampoco se pudo anticipar.

Si es que se hubiera tenido cien por ciento certeza de que el primer retiro del 10% se iba a llevar a cabo, se podría haber gestionado para cubrir el riesgo.

Por otro lado, un inminente segundo retiro de fondos previsionales ha aumentado la expectativa de ventas futuras de dólares en el mercado local ya que un porcentaje significativo de la población ha decidido invertir en instrumentos de ahorro/inversión.

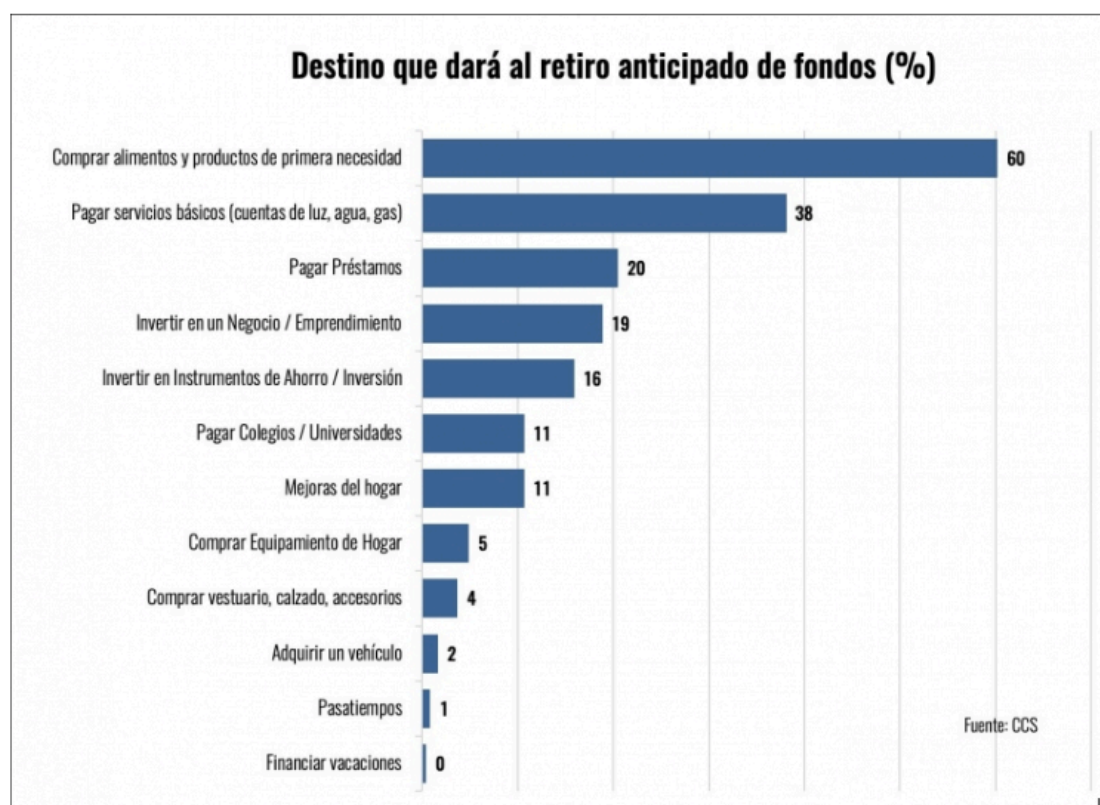


Ilustración 10 – Destino del retiro del 10% de acuerdo con una encuesta realizada por la Cámara de Comercio de Santiago (CCS) entre 440 personas en Santiago y regiones.
<https://www.ccs.cl/2020/07/24/encuesta-ccs-60-de-quienes-retiren-sus-fondos-piensa-destinar-parte-del-dinero-a-alimentos-y-productos-de-primera-necesidad/>

Desde el punto de vista del consumo, se espera que la medida se traduzca en un incremento muy significativo en la demanda de corto plazo, donde la mayor parte de este aumento irá a dar a las mismas categorías que han tenido mayor actividad desde

que se inició la pandemia (alimentos y primera necesidad), mientras que la compra de vestuario y calzado (4% de los encuestados), y durables como equipamiento de hogar (5%) y automóviles (2%), percibirá efectos muy moderados. El consumo de servicios aparentemente no recibirá impactos relevantes de mayor demanda, sino más bien del pago de cuentas por servicios ya contratados.

En el rubro alimentación y bienes básicos, la intensidad de gasto será muy superior en los segmentos de menores ingresos, como el D, donde un 80% declara la intención de destinar recursos del retiro de pensiones. A medida que aumenta el nivel de ingreso cae la propensión a gastar estos fondos en ese destino: a un 61% en el grupo C3, 47% en el C2 y 34% en el C1. Algo similar ocurre con el pago de servicios básicos: 44% en el C3 y D, y 21% en el C1.¹⁶

Si bien la mayor parte de los recursos será destinada claramente a consumo y al pago de obligaciones, también hay un componente en materia de ahorro e inversión, aunque comparativamente menor. *Un 16% indica que destinará parte de los recursos a instrumentos de ahorro e inversión financiera, mientras que el 19% espera invertir en un negocio o emprendimiento.* Este último componente es muy importante desde el punto de vista de estrategia económica, ya que, a diferencia del consumo corriente, es un destino de gasto que despliega capacidad de generación de ingresos a futuro, y apoya el componente de sostenibilidad de las medidas. Es, además, el destino más alineado con el propósito natural de los recursos ahorrados para la pensión de jubilación.¹⁷

¹⁶ <https://www.ccs.cl/2020/07/24/encuesta-ccs-60-de-quienes-retiren-sus-fondos-piensa-destinar-parte-del-dinero-a-alimentos-y-productos-de-primera-necesidad/>

¹⁷ <https://www.t13.cl/noticia/nacional/retiro-fondos-pensiones-chilenos-encuesta-24-07-2020>

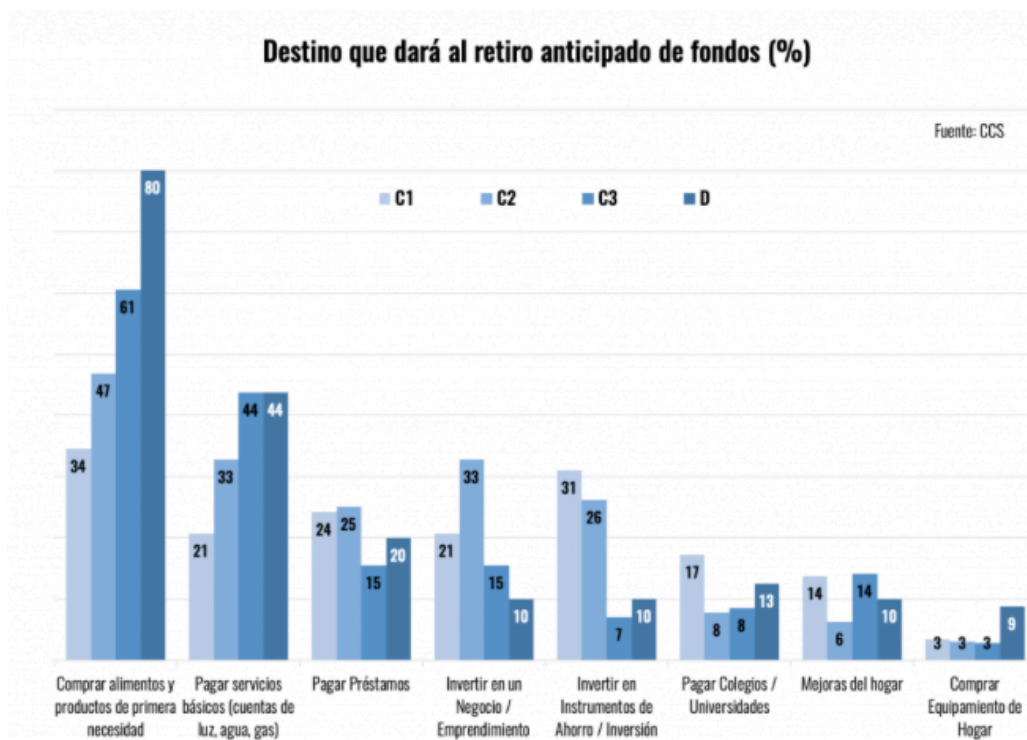


Ilustración 11 - Destino del retiro del 10% separado por secciones de acuerdo con una encuesta realizada por la Cámara de Comercio de Santiago (CCS) entre 440 personas en Santiago y regiones.

<https://www.ccs.cl/2020/07/24/encuesta-ccs-60-de-quienes-retiren-sus-fondos-piensa-destinar-parte-del-dinero-a-alimentos-y-productos-de-primera-necesidad/>

En el ámbito del ahorro específicamente, *los segmentos de mayores ingresos concentran la mayor parte de la intencionalidad*, el 36% de las personas del segmento C1 y el 26% de las del C2 indican que utilizarán estos instrumentos, mientras que en los grupos C3 y D esta proporción baja al 7 y 10 por ciento, respectivamente.¹⁸

Sin duda, a modo de reflexión, la gestión de los fondos de pensiones es uno de los temas sociales más sensibles en los países de Latinoamérica que han optado por sistemas de administración privada de fondos de pensiones similares al implementado en Chile, entre los que se encuentran Argentina, Bolivia, Colombia, El Salvador, Perú, México y Uruguay.

¹⁸ <https://www.t13.cl/noticia/nacional/retiro-fondos-pensiones-chilenos-encuesta-24-07-2020>

5.2 Estadillo Social.

El estallido social impactó de forma significativa la actividad económica del país. El principal referente mensual de actividad económica nacional (IMACEC), muestra una contracción de un 3,4% y 3,3% durante los meses de octubre y noviembre de 2019, y una expansión de 1.1% y 1.5% en los meses diciembre 2019 y enero 2020, respectivamente. Por otro lado, la tasa de desempleo, aparentemente más constante en relación al año anterior, no cambia y se mantiene en 7% a nivel nacional y mejora en la región pasando de 7,3% a un 6,3% en el trimestre octubre diciembre del año pasado. (Oliva, 2020)

Los indicadores económicos que, en general, auguran inflación, bajo crecimiento, desempleo y todas aquellas sombras financieras que azotan a un país y que lo frenan o lo desaceleran. Bajo este escenario, cuantificar las posibles repercusiones de este tipo de eventos de baja probabilidad y alto impacto en la economía nacional, es complicado por las múltiples repercusiones. Los más afectados son los inversionistas, las pymes y principalmente los emprendedores que vislumbran un futuro poco prometedor.

De acuerdo a las estimaciones del Académico Andrés Ulloa Oliva, Master of Sciences y PhD(c) en Economía Agraria y de Recursos Naturales, si no se hubiese producido el estallido social, el PIB regional debería haber crecido un 0,30% el último trimestre del año 2019, implicando un crecimiento anual de 1,66%. Sin embargo, producto del estallido, se observa una caída de 6,71% en el último trimestre de 2019 implicando un crecimiento anual de -0,39%. Lo anterior implica que, producto de la crisis social, el PIB en el último trimestre de 2019 fue un 7% más bajo y en frecuencia anual un 2,05 % menor.

El escenario económico internacional de septiembre de 2019 hacía prever al mercado que los próximos meses podrían ser complejos. Ese mes la guerra comercial entre Estados Unidos y China había agravado, que impactó a los mercados financieros, lo que se sumaba a una salida no negociada del Reino Unido de la Unión Europea y un severo deterioro de la situación económica de Argentina. El peso, por su parte, continuó su depreciación frente al dólar.

La Cámara de Comercio de Santiago reportó que 25 mil locales fueron afectados por el estallido, con un costo de pérdida estimado en US\$1.400 millones. De dicha cifra, US\$908 millones correspondían a saqueos, mientras que US\$500 millones fue de ventas que no se pudieron realizar por el cierre forzado de locales.

La situación se reflejó en las cifras, con bajas en la actividad económica y la mayor caída en el IPC desde hace 15 años con una variación del 0,8%, así, Chile terminó el 2019, con un crecimiento en la economía de un 1,2%, la cifra más baja en una década. (Salinas, 2020)

Un segundo golpe se dió cuando se determinó cancelar las cumbres de la COP25 y la APEC. El 31 de octubre, la Bolsa de Santiago fue testigo de la caída del IPSA en más de un 3%, mientras que el dólar sostuvo una fuerte alza de \$10, cerrando a \$738, su precio máximo en 14 años. (Salinas, 2020)

Enfocandonos en la implicancia de los contratos de coberturas, el Banco Central de Chile anunció el inicio de una reducción de las operaciones de intervención cambiaria que inició en el período de el estallido social a raíz de la excesiva volatilidad del tipo de cambio que generaron las protestas sociales en el país.

El pasado 28 de noviembre del 2019, casi mes y medio después del estallido social contra la desigualdad en el país, el Banco Central tuvo que adoptar un control cambiario, mecanismo que permite estabilizar la paridad del peso chileno frente al dólar.

El emisor anunció entonces, una intervención del mercado cambiario de hasta 20.000 millones de dólares hasta el 29 de mayo de 2020, con una venta de dólares spot (al contado) por un monto de hasta 10.000 millones de dólares y una venta de instrumentos de cobertura cambiaria por un monto de hasta 10.000 millones de dólares.

El objetivo era sostener al peso chileno, que alcanzaba en esas fechas mínimos históricos de 828,36 unidades por dólar debido a la incertidumbre que las protestas sociales generaron en los mercados.

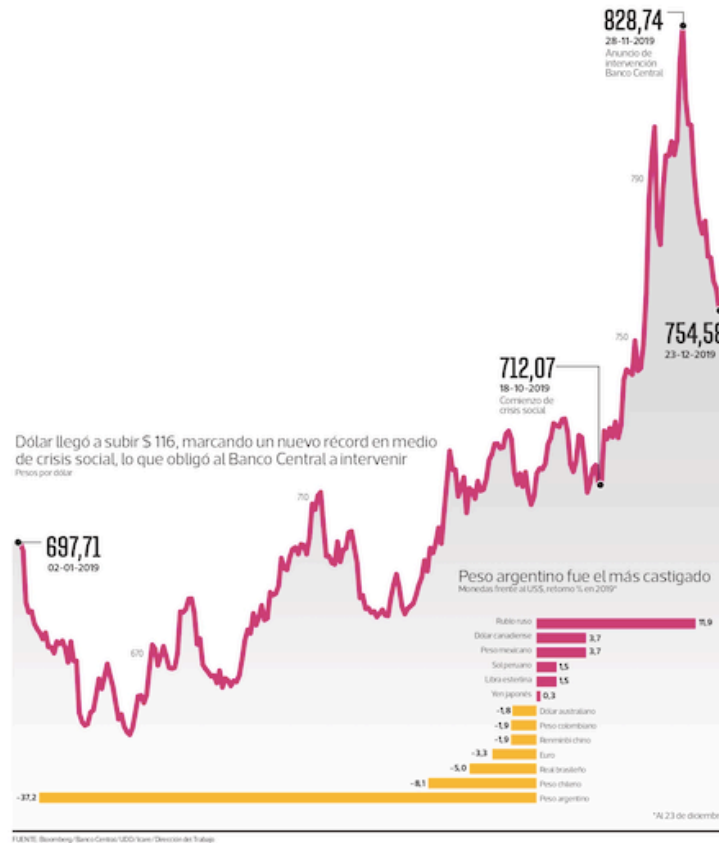


Ilustración 12 – Gráfico de Alza del dolar obtenido de <https://www.latercera.com/pulso/noticia/los-graficos-reflejan-agitado-2019/951251/>.

El gráfico presentado explica el alza que tuvo el dólar en el período del estallido social llegando a subir \$116, marcando un récord histórico. En el apartado de los anexos se incluyen gráficas e ilustraciones que explican de manera visual el impacto provocado principalmente en Octubre y Noviembre del año 2019.

En enero de este año el Banco Central ya había suspendido las operaciones en el mercado spot no obstante, el Acuerdo del Consejo de noviembre de 2019, extendido en abril de 2020 hasta el 9 de enero de 2021, para intervenir en el mercado cambiario en eventos de volatilidad excesiva, sigue vigente y será utilizado si se cumplen dichas condiciones.

Una información que sin duda es necesaria conocer, es la Inversión extranjera, a continuación se presenta un gráfico obtenido de la página del Banco Central de Chile.¹⁹

¹⁹ <https://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/enlaces/IED/IED.html>

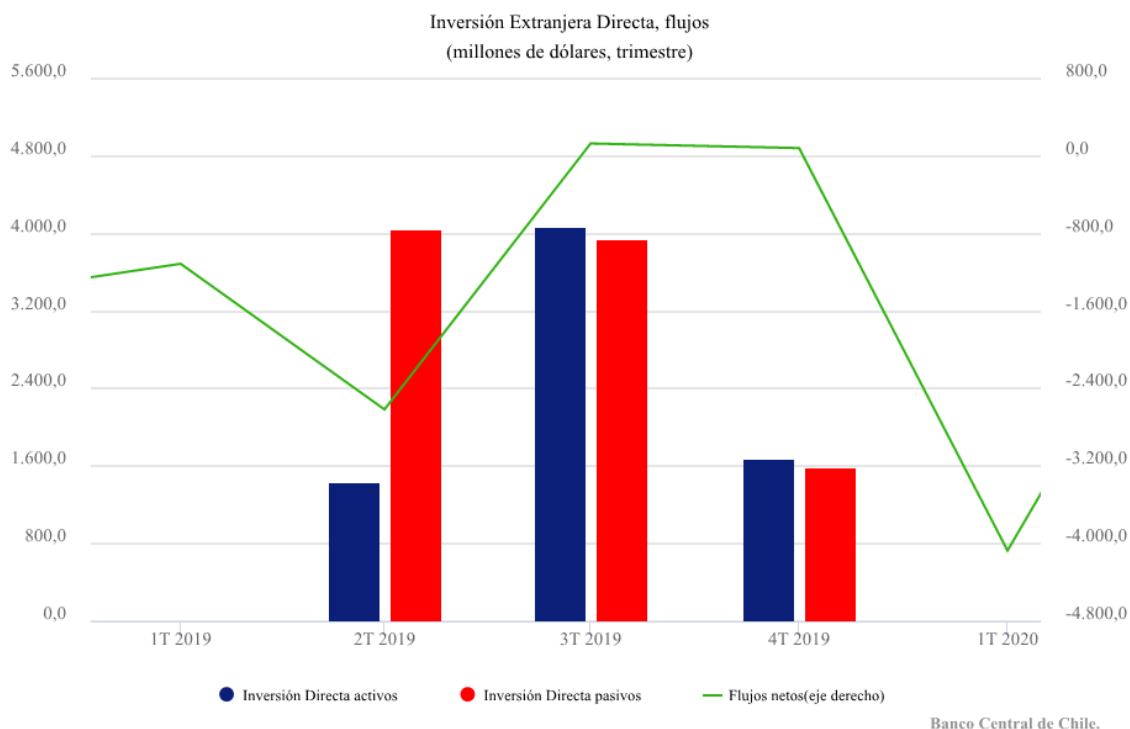


Ilustración 13 – Inversión extranjera directa, Banco Central de Chile.
<https://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/enlaces/IED/IED.html>

Más inversión extranjera se traduce en la permanencia de proyectos en Chile, en el desarrollo de nuevas iniciativas, en el período del estallido social la inversión extranjera sufrió un déficit, ya que por lógica, Chile en ese período era altamente riesgoso para cualquier inversión. Sin embargo la inversión extranjera directa (IED) en Chile creció un 53 por ciento en el primer semestre de 2020, esto es una buena noticia que en medio de la pandemia que afecta al mundo, la inversión extranjera en nuestro país no sólo sea resiliente, sino que siga creciendo.

En Chile, el Banco Central aplica un régimen de flotación cambiaria, en que el tipo de cambio es determinado por el mercado, de acuerdo con la oferta y demanda de divisas, lo que permite la ejecución de una política monetaria independiente.

Las principales ventajas de un tipo de cambio flotante son facilitar el ajuste de la economía ante shocks reales, prevenir desalineamientos pronunciados en el tipo de cambio (alzas o caídas desmedidas), evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto, y, en principio, atenuar los movimientos de capitales especulativos.

Todo esto se resume en que todas las variables indican un mayor riesgo (se explica en la ilustración N°14) , esto tiene un efecto hacia los inversionistas extranjeros ya no ven una permanencia de proyectos en Chile y tampoco en el desarrollo de nuevas iniciativas que se reduce a una salida de capitales y eso afecta directamente en el tipo de cambio que genera que tomen diferentes posiciones a importadores, exportadores y inversionistas (fondo de pensiones) para su planificación de estrategias de coberturas.



Ilustración 14 - Gráfico del riesgo país obtenido de <https://www.latercera.com/pulso/noticia/los-graficos-reflejan-agitado-2019/951251/>.

5.3 Pandemia COVID-19.

La evolución de la pandemia del Covid-19 y las acciones adoptadas para su contención constituyen un shock sin precedentes y de gran magnitud para la economía mundial. Su impacto inmediato ha sido severo, su prolongación mayor a la esperada y sus repercusiones de largo plazo aún inciertas.

Todo esto ha hecho que el deterioro de la actividad y el empleo sean mayores a lo previsto hace solo unos meses, manteniéndose un alto grado de incertidumbre respecto de la evolución de la pandemia y las estrategias más adecuadas para combatirla. Ningún país del mundo ha escapado a este fenómeno, proyectándose que la mayoría de ellos experimente significativas caídas de la actividad este año. Chile no es la excepción,

previéndose para el 2020 la mayor contracción en 35 años. En este contexto, los principales componentes de la demanda interna han experimentado importantes retrocesos y las presiones inflacionarias se han reducido drásticamente. Las autoridades han articulado respuestas inéditas a este escenario, utilizando el espacio de política generado durante décadas de responsabilidad en el manejo macroeconómico y financiero.

A partir de enero, el Covid-19 ha ido propagándose rápidamente alrededor del mundo, trasladando el foco de los contagios y la estrictez de las acciones de contención obligatorias y voluntarias entre continentes. La evolución de los indicadores económicos ha reflejado estos cambios. A comienzos de año, los datos de China mostraron caídas significativas del consumo y la inversión, con un PIB del primer trimestre que tuvo un descenso anual del orden de 7%, el primer retroceso desde la década de los setenta.²⁰

Datos más recientes, acordes con la reducción de los contagios y las restricciones a la movilidad, señalan repuntes en varias dimensiones. Europa, donde el peak de contagios se produjo más tarde, tuvo caídas significativas de su actividad en el primer trimestre, observándose desplomes históricos en diversos indicadores durante marzo y abril. En las últimas semanas, se levantaron las cuarentenas en varios países y se comenzó con la reapertura gradual de diversas actividades. En Estados Unidos, las cifras económicas de marzo y abril tuvieron fuertes caídas, y ya ha comenzado un proceso de reapertura, pese a que allí, el número de contagios aún sigue siendo elevado y los últimos datos muestran un repunte en algunos estados.

América Latina, en cambio, está atravesando por la fase más compleja de la pandemia, con recursos más limitados para contenerla. En varios países se continúan registrando récords diarios de contagios y fallecidos. En Chile, luego de una tendencia decreciente en abril, las tasas de contagio comenzaron a acelerarse durante mayo, obligando a la imposición de medidas de contención sanitaria más restrictivas y otros ajustes en la estrategia seguida. Resalta la cuarentena decretada a mediados de mayo para gran parte

²⁰ Información obtenida del Informe de política monetaria junio 2020 del Banco Central de Chile.

de la Región Metropolitana y la establecida en parte importante de la Región de Valparaíso a mediados de junio.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2019	2020 (f)	2021 (f)	2022 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	1,1	-7,5/-5,5	4,75-6,25	3,0-4,0
Ingreso nacional	0,8	-5,9	6,2	3,6
Demanda interna	1,0	-10,4	7,7	4,1
Demanda interna (sin variación de existencias)	1,5	-6,8	6,9	3,5
Formación bruta de capital fijo	4,2	-15,9	8,0	4,7
Consumo total	0,8	-4,2	6,6	3,2
Exportaciones de bienes y servicios	-2,3	-0,3	3,2	3,3
Importaciones de bienes y servicios	-2,3	-14,1	11,2	5,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	0,8	-0,7	-1,3
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	18,9	17,5	17,2	17,3
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	22,8	16,7	17,8	18,6
FBCF (% del PIB nominal)	22,4	20,0	20,6	20,9
FBCF (% del PIB real)	21,8	19,6	20,1	20,4
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-10.900	2.100	-1.700	-4.000
Balanza comercial	4.200	15.700	11.900	10.800
Exportaciones	69.900	64.800	69.400	75.500
Importaciones	65.700	49.100	57.500	64.700
Servicios	-5.100	-3.900	-4.800	-5.000
Renta	-11.400	-10.800	-10.100	-11.300
Transferencias corrientes	1.400	1.100	1.300	1.500

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

Ilustración 15 - Proyección del crecimiento económico obtenido del Banco Central de Chile.

El Producto Interno Bruto (PIB) es una medida del valor de la actividad económica de un país. Básicamente calcula cual fue la producción en bienes y servicios que se hizo en un periodo de tiempo específico, generalmente en un trimestre o en un año, en las fronteras de un país.

$$PIB = Consumo + Inversión + Gasto del Gobierno + (Exportaciones - Importaciones)$$

Tomando en cuenta los criterios anteriores, el Consejo estima que en el 2020 el PIB total tendrá una contracción entre 5,5 y 7,5%, mientras que durante el 2021 y 2022, la economía irá recuperándose, registrando crecimientos entre 4,75 y 6,25% y entre 3 y 4%, respectivamente.²¹

²¹ Información obtenida del Informe de política monetaria Junio 2020 del Banco Central de Chile.

Tras la fuerte caída del segundo trimestre, esta proyección asume que los hogares continuarán afectados por la baja de los ingresos y la elevada incertidumbre, elementos que son morigerados por las medidas de protección social, como el Ingreso Familiar de Emergencia y los programas de apoyo fiscal enfocados a los más vulnerables.

La contención y superación de los daños económicos que está provocando la pandemia ha requerido de un esfuerzo significativo y coordinado de las autoridades económicas. En varios países, los bancos centrales están utilizando herramientas no convencionales y los gobiernos han puesto en marcha sustantivos paquetes de apoyo fiscal a hogares y empresas. En lo principal, las medidas han estado orientadas a proveer créditos y liquidez que evite la ruptura de las relaciones entre empresas, sus proveedores, clientes y trabajadores. Lograr esto, es clave para reducir la persistencia de los efectos de la crisis.

La decisión y oportunidad en el actuar de las autoridades fiscales y monetarias del mundo ha sido uno de los principales factores que ha contribuido a revertir el marcado deterioro de los mercados financieros al inicio de la pandemia. Más allá de los vaivenes recientes, comparado con la segunda quincena de marzo, la mayor parte de las variables financieras muestran una mejoría: las bolsas se han recuperado, las tasas de interés de largo plazo y los premios por riesgo se han reducido y la mayoría de las monedas se ha apreciado frente al dólar.



Ilustración 16 - Índice de incertidumbre mundial obtenido del Banco Central de Chile.

Esto ha tenido un correlato evidente en la temporalidad de las medidas de control sanitario (obligatorias y voluntarias) aplicadas en los distintos países, lo que explica que mientras algunos asiáticos ya han ido retomando gradualmente la movilidad de su población a lo largo del segundo trimestre, Europa muestra un aumento reciente y América Latina está en su fase de mayor confinamiento. En este contexto, la incertidumbre global persiste en niveles muy elevados. Cabe destacar que a mayor incertidumbre mayor riesgo.

La Comisión para el mercado financiero (CMF) reforzó sus funciones de monitoreo respecto de los mercados y entidades que fiscaliza (valores, seguros y banca e instituciones financieras), requiriéndoles informar e implementar sus planes de continuidad operacional, como también evaluar posibles impactos financieros.

Los requerimientos fueron hechos a bancos, emisores y operadores de tarjetas de pago, a la industria aseguradora, a bolsas de valores, depósitos de valores y contrapartes centrales, a administradoras de fondos e intermediarios de valores. Asimismo, se requirió a más de 50 empresas emisoras de valores de oferta pública que participan en

las actividades económicas más expuestas a la pandemia, evaluar y divulgar al mercado eventuales efectos financieros.

El 23 de Marzo del 2020 la CMF emitió un comunicado con las nuevas medidas apuntan a facilitar el flujo de crédito desde el sistema financiero a empresas, personas y hogares que puedan verse afectados por las interrupciones que produjo el coronavirus.²²

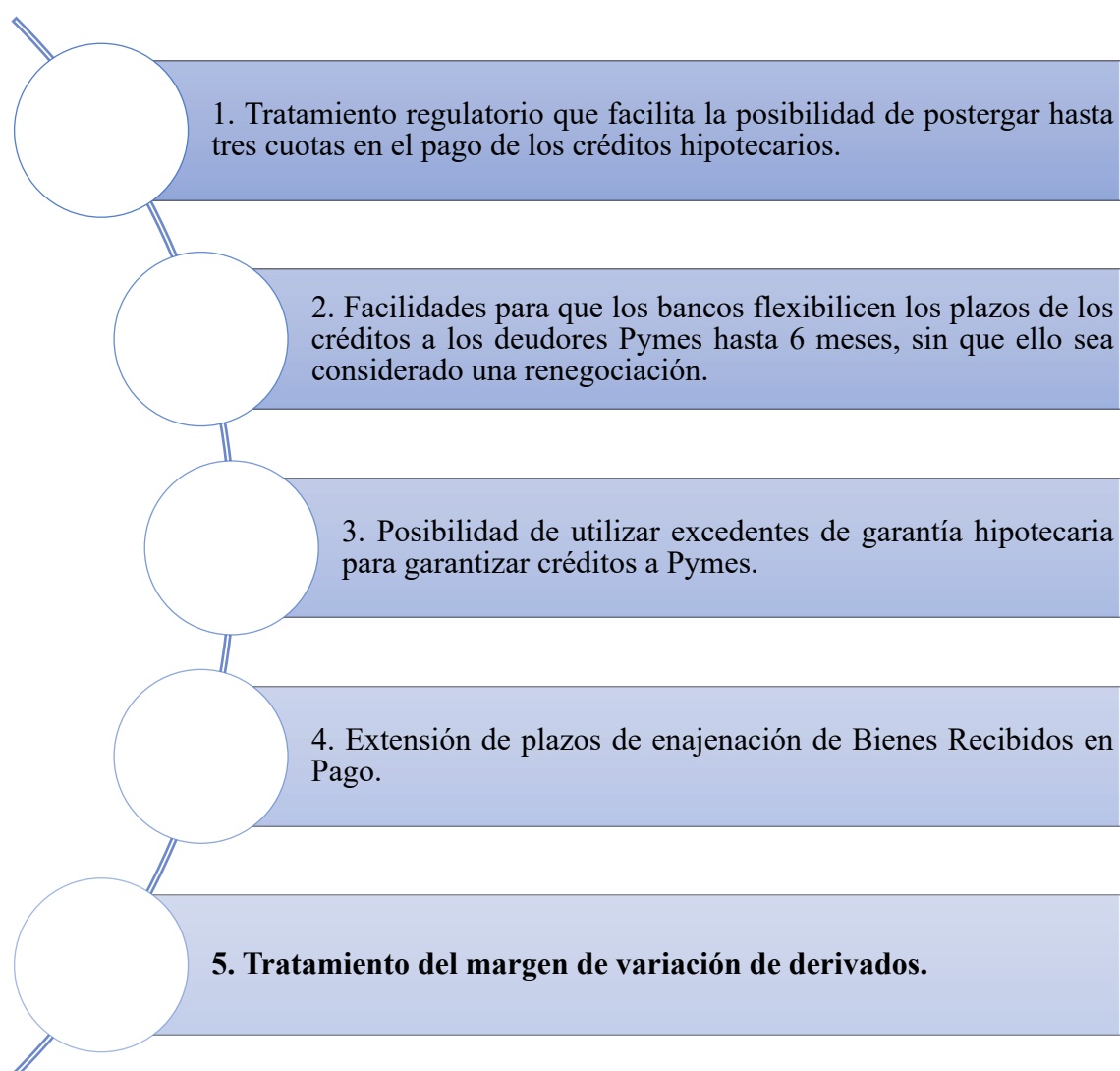


Ilustración 17 - Medidas adoptadas por la CMF, elaboración propia.

²² Comisión para el mercado financiero <https://www.cmfchile.cl/portal/prensa/604/w3-article-28452.html>

Esto se puede traducir a que la pandemia COVID- 19 en general, trajo mayor riesgo a la economía, esto se reduce a que a mayor riesgo, mayor volatilidad, mayor necesidad de gestionar el riesgo y esto hace que aumente por una relación directa el uso de contratos de derivados financieros.

Respecto del conjunto de medidas anteriores, el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero estima que se trata de flexibilizaciones de carácter transitorio que es posible adoptar en cuanto no debilitan la solvencia y liquidez de mediano plazo de las instituciones.

Sin perjuicio de lo anterior, es de suma importancia que los bancos mantengan adecuadas políticas de gestión de riesgo y establezcan políticas prudentes de reparto de dividendos, en función de la exposición y riesgos que enfrentan en la nueva coyuntura. Es responsabilidad de los gobiernos corporativos de cada entidad garantizar que ello ocurra.

5.4 Elecciones presidenciales en Estados Unidos 2020.

Después de más de siete meses de pandemia global, que ha causado más de algún problema al mundo en diferentes áreas, y sumando el revuelo que trajo las elecciones presidenciales en los Estados Unidos, sin duda fue un evento que volvió a inyectar una alta dosis de volatilidad a los mercados.

Días previos a las elecciones los mercados ya comenzaban a vislumbrar los factores derivados del proceso electoral que pueden convertirse en riesgos importantes para el mercado.

De acuerdo con los expertos en la primera edición en México de los *Desayunos Financieros Digitales Investing.com* existen seis principales riesgos a vigilar para los mercados financieros en Estados Unidos y en el mundo en general.²³ En el siguiente esquema se exhiben tres, que al criterio del estudiante son los más relevantes para el presente estudio.

²³ <https://es.investing.com/news/stock-market-news/elecciones-en-eeuu-6-factores-de-riesgo-para-los-mercados-2049437>

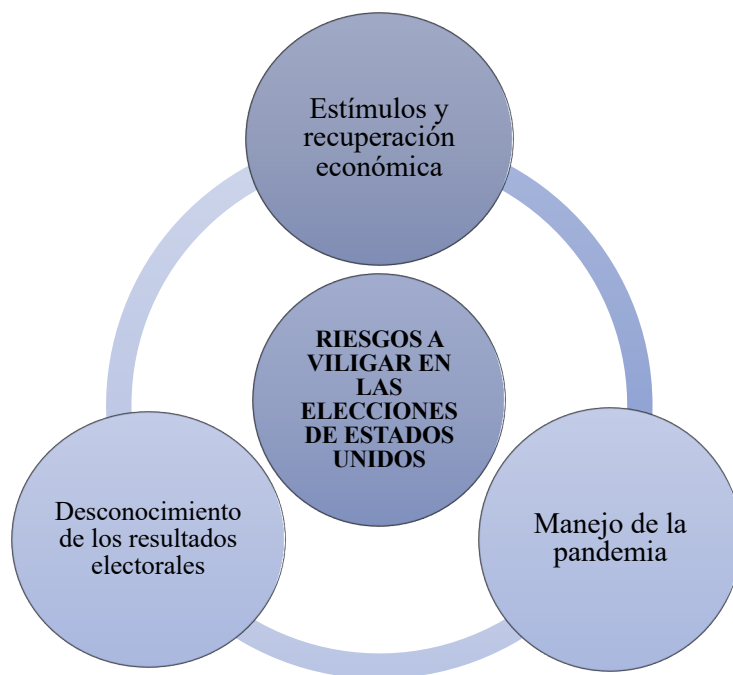


Ilustración 18 - Riesgos a vigilar en las elecciones de Estados Unidos 2020, elaboración propia.

5.4.1 Desconocimiento de los resultados electorales.

Este punto en específico no hace referencia en quién ganará las elecciones presidenciales, si no más bien, que en las elecciones presidenciales surgiera un resultado muy ajustado que provocara su desconocimiento por parte de alguno de los dos candidatos, una situación que podría generar volatilidad ante la preocupación de que se alargue más de lo previsto en conocer quién será el nuevo ocupante de la Casa Blanca y además coinciden los expertos que es uno de los mayores riesgos.

“Ya ha venido votando una gran cantidad de estadounidenses por correo y este es uno de los factores que ya ha señalado el presidente Trump para desconocer los resultados”, dijo de Carlos Alberto González Tabares, Director de Análisis Económico, Cambiario y Bursátil del Grupo Financiero Monex en su participación en el Desayuno Financiero Digital organizado por Investing.com México.

En el caso de que pierda Trump se estima que el podría desconocer los resultados lo que pudiera generar varias semanas de incertidumbre, incluso podría irse a la Suprema Corte de Justicia, y en el peor escenario, no tuviéramos un claro ganador sino hasta el mes de enero, lo cual sería negativo para los mercados.

Por su parte, Jorge Gordillo Arias, Director de Análisis Económico y Bursátil de CIBanco, coincidía en que un estrecho margen en los resultados generaría un conflicto. “Lo que más le preocupa al mercado es que, si son muy cerrados los resultados de las elecciones, se podría generar nerviosismo y Trump no acepte los resultados, sobre todo en ciertos estados, que luego esto pueda tener que definirse en la Suprema Corte y pueda alargarse más allá de diciembre, tal vez hasta enero”, dijo Gordillo Arias durante el evento virtual organizado por Investing.com México.

El ex presidente Trump hizo notar su opinión en el primer debate presidencial donde dijo claramente que “Si veo que se manipulan decenas de miles de boletas electorales, no puedo aceptar eso”.

5.4.2 Manejo de la pandemia

Ambos expertos reconocen que todo lo relacionado con la pandemia, desde los proyectos de vacuna, pasando por el manejo de la crisis económica hasta los estímulos, sigue siendo un factor de riesgo que el mercado vigila muy cerca y al que es capaz de reaccionar rápidamente. La pandemia ha sido el centro de la polémica y puede ser un tema decisivo en las elecciones en Estados Unidos.²⁴

Las decisiones políticas en general están contagiadas por la pandemia y esto hoy en día está moviendo a los mercados, si las elecciones hubieran sido en enero lo más probable es que Trump hubiese sido electo, ya que hasta esa fecha tenía a la economía creciendo, pero de cierta forma, afecto a su estilo de manejar la economía porque no ha sido el adecuado y gracias a eso perdió muchas preferencias para las elecciones del 2020.

5.4.3 Estímulos y recuperación económica

La percepción que tiene el mercado sobre la recuperación económica es un factor clave en este contexto. Los mercados tienen la impresión de que la recuperación ha sido más rápida de lo esperado, situación que atribuyen a las políticas monetarias y fiscales de los últimos meses. Con la victoria de Joe Biden, los mercados desarrollados se han enfocado en los avances de las vacunas, que ya han sido autorizadas para su provisión

²⁴ <https://es.investing.com/news/stock-market-news/elecciones-en-eeuu-6-factores-de-riesgo-para-los-mercados-2049437>

en algunos países desarrollados. Lo anterior ha aumentado el apetito por riesgo en mercados más actualizados.

Joe Biden, por eso en su programa económico, propone medidas de aplicación inmediata para enfrentar la emergencia y un plan centrado en la creación de empleos y la inversión fiscal en manufactura nacional, desarrollo tecnológico y energías renovables.

Lo que sí está claro es que el país está pasando por una profunda recesión y aunque en el tercer trimestre el Producto Interno Bruto, PIB, tuvo una recuperación, aún sigue un 3,5% por debajo del nivel pre-crisis. (Zandi, 2020)

Se ha manifestado que la recuperación económica continúa frágil, y que la provisión de vacunas enfrenta desafíos complejos en logística. Con una permanencia de las medidas de estímulo monetario y la disipación de conflictos externos entre China y EE.UU, sumado a una vacunación masiva antes de lo esperado, se prevén oportunidades graduales de entrada en mercados desarrollados, por lo que mantenemos recomendación neutral. (Zandi, 2020)

La relación de las elecciones con el mercado chileno se va favorecido con el triunfo de Joe Biden, ya que, esto implicaría un menor valor del dólar, lo que a su vez impulsaría el valor de las materias primas. Además, una menor tensión comercial entre Estados Unidos y China el principal mercado exportador chileno y una potencial mayor demanda de cobre y litio por las inversiones verdes, serían favorables a un conjunto de valores chilenos, en medio de las promesas de Biden de combatir el cambio climático.

“Biden sería mejor para el IPSA, considerando que esperamos una menor tensión comercial en un posible gobierno suyo, y Chile, al ser una economía abierta, se vería favorecida”, dice Klaus Kaempfe, director de portfolio solutions en Credicorp Capital Asset Management. Frente a esto se puede dar la lógica que el dólar podría tener una apreciación más débil a nivel mundial y, por lo mismo, habría más opciones de que los inversionistas internacionales piensen en Chile como destino de sus recursos.

Un dólar estadounidense más débil “se ha asociado predominantemente con acciones más fuertes de los mercados emergentes”, dijo la firma, estimando en que una

depreciación de 5% para el billete verde ha coincidido con períodos en que la renta variable de mercados emergentes ha tenido rendimientos de 19%, medidos en dólares.²⁵

Este tema en general aún está dentro de discusión e investigación por parte de los expertos, pero se puede deducir por los acontecimientos ocurridos que el gobierno del ex Presidente Trump fue un gobierno conflictivo que buscaba siempre afrontarse con las grandes economías principalmente China, en el caso de el tipo de gobierno que se espera por parte del presidente Biden es todo lo contrario, ya que se espera más tranquilidad en su forma de relacionarse con los demás exponentes mundiales. Haciendo un análisis con respecto a eso lo más problema que el tipo de cambio se vea en un déficit y de una mayor tranquilidad a la economía y además agrega un mayor valor a los productos de exportación.

Por otro lado para efectos de los contratos de instrumentos de cobertura, no se presenta un escenario favorable, debido a que con una economía con mayor tranquilidad o estable (dentro de determinados rangos) repercute a la baja en los contratos de riesgos cambiarios por la baja, teniendo en consideración que las posiciones de contratos se justifican cuando se requiere gestionar el riesgo.

²⁵ <https://www.sartor.cl/es/noticias/por-que-un-triunfo-de-joe-biden-favoreceria-a-los-activos-chilenos>,
08 octubre 2020 | El Mercurio Inversiones.

CONCLUSIÓN

Chile ha crecido en cuanto al uso de Instrumentos Derivados Financieros, si lo comparamos con las cifras de hace diez años atrás, el aumento de estas transacciones, se explican principalmente por la incorporación de nuevos actores que actúan como grandes demandantes de estos productos, como es el caso de las AFP, quienes por las características de su negocio, requieren productos más sofisticados y a mayor plazo. También se destaca a las Compañías de Seguro, al ofrecer dentro de sus productos, la gestión de fondos de pensiones, lo mismo ocurre con la volatilidad y el riesgo país de este último tiempo considerando el estallido social y luego pandemia COVID-19. Estos nuevos actores han jugado a favor del desarrollo del Mercado de Derivados y han ayudado a su profundización.

Si bien Chile ha presentado buenos indicios de una evolución en el mercado de Derivados, ésta aún no es competitiva a nivel global, sin embargo, teniendo en cuenta la profundidad y liquidez del mercado nacional, no se espera que compita directamente con un modelo americano o europeo, pero si se espera el uso de instrumentos derivados en los principales mercados chilenos, es por lo mismo que se investigó sobre el impacto de ciertos factores en el uso de estos instrumentos y el desarrollo de su mercado.

Los factores externos de la empresa como el riesgo climático o sanitario y las turbulencias políticas son cada vez más volátiles y toman mayor relevancia para los inversionistas, por lo que se ha comenzado a dar más importancia como una clase de riesgo. Una de las principales temáticas desarrolladas dentro de la investigación es la relevancia de los impactos externos a las entidades, respecto a este tema, se evidenció que el uso de derivados financieros para mitigar el alto riesgo y las repercusiones a largo plazo o como el estallido social que vivió Chile el pasado octubre 2019 y la pandemia que hasta el día de hoy nos acompaña.

Como argumento a favor de esto, la incertidumbre que vive Chile y el mundo llegó a su punto más alto este último tiempo dejando a los instrumentos de derivados financieros como uno de los principales recursos para los grandes inversionistas.

Por un lado opuesto se encuentra el primer retiro del 10% del la AFP, que significó sin duda alguna, una incertidumbre tremenda para los chilenos, como se explica dentro de la investigación el retiro del 10% fue tan rápido que los contratos de cobertura no tuvieron espacio dentro de este episodio, ya que, a pesar de que por cierta parte existía riesgo que cubrir, estos contratos deben tener preparación y deben ser para hechos ciertos y en este caso al ser inconstitucional en cualquier momento podría ser vetado.

Uno de los últimos temas vistos dentro de la investigación fue las elecciones de Estados Unidos del 2020, al igual que en el caso anterior los instrumentos de derivados financieros no tienen un futuro tan prometedor con la elección del Presidente Jon Biden, ya que, todo hace presagiar de que el riesgo de los principales exponentes mundiales va disminuir con la forma de gobernar del nuevo presidente de Estados Unidos y siguiendo la lógica de mayor volatilidad, mayor riesgo, mayor uso de derivados, estos no tendrían un alza en su uso, pero eso no significa, que se eliminarán por completo porque el riesgo desde su definición inicial, no se puede eliminar.

La principal conclusión obtenida a partir del desarrollo de este proyecto de grado, es que la cobertura cambiaria genera beneficios en términos de mayores rendimientos reales ajustados por riesgo en comparación con una situación sin cobertura. A pesar de esto se debe evaluar cada ítem por separado, debido a que, al dar solución a uno de los problemas con contratos de coberturas, no significa que esto pueda ajustarse a las demás problemáticas.

LÍNEAS INVESTIGATIVAS A SEGUIR.

Esta investigación para optar a título de Contador Público y Auditor, podría dar pie en un futuro a las siguientes líneas de investigación.

En primera opción esta analizar el efecto que la cobertura cambiaria ha tenido en el desempeño de los fondos de pensiones de cada uno de los países de latinoamerica. No cabe duda que al igual que Chile, los fondos de pensiones son un opción muy llamativa a investigar por la controversia que estos tienen y principalmente los que han optado por sistemas de administración privada de fondos de pensiones que son similares al implementado en Chile, entre los que se encuentran Argentina, Bolivia, Colombia, El Salvador, Perú, México y Uruguay.

Siguiendo con la línea de investigación también se puede evaluar las consecuencias del segundo retiro del 10% de la AFP, considerando el impacto económico de este y las repercusiones a largo plazo, con esa información se puede generar la interrogante hacia los derivados financieros, si es que estos ayudarían a las recuperaciones que tenga esta decisión. De esta forma, se hace atractivo, como recomendación para futura investigación

Por otro lado durante los últimos años, se ha producido un marcado deterioro global en el clima de negocios producto de la guerra comercial entre EE.UU y China.

Un informe del Banco Central de Chile que evalúa el impacto de la guerra comercial en el impulso externo del escenario base, hace referencia a los posibles impactos de la guerra comercial en la economía mundial a través de diversos canales, incluyendo su efecto en los mercados financieros, la incertidumbre, las decisiones de inversión corporativa y el crecimiento mundial. Esta visión es importante para informar la calibración del impulso externo que recibirá la economía chilena en el horizonte de proyección, que traza las posibles consecuencias de estos desarrollos para la economía nacional a través de diferentes canales de transmisión.²⁶

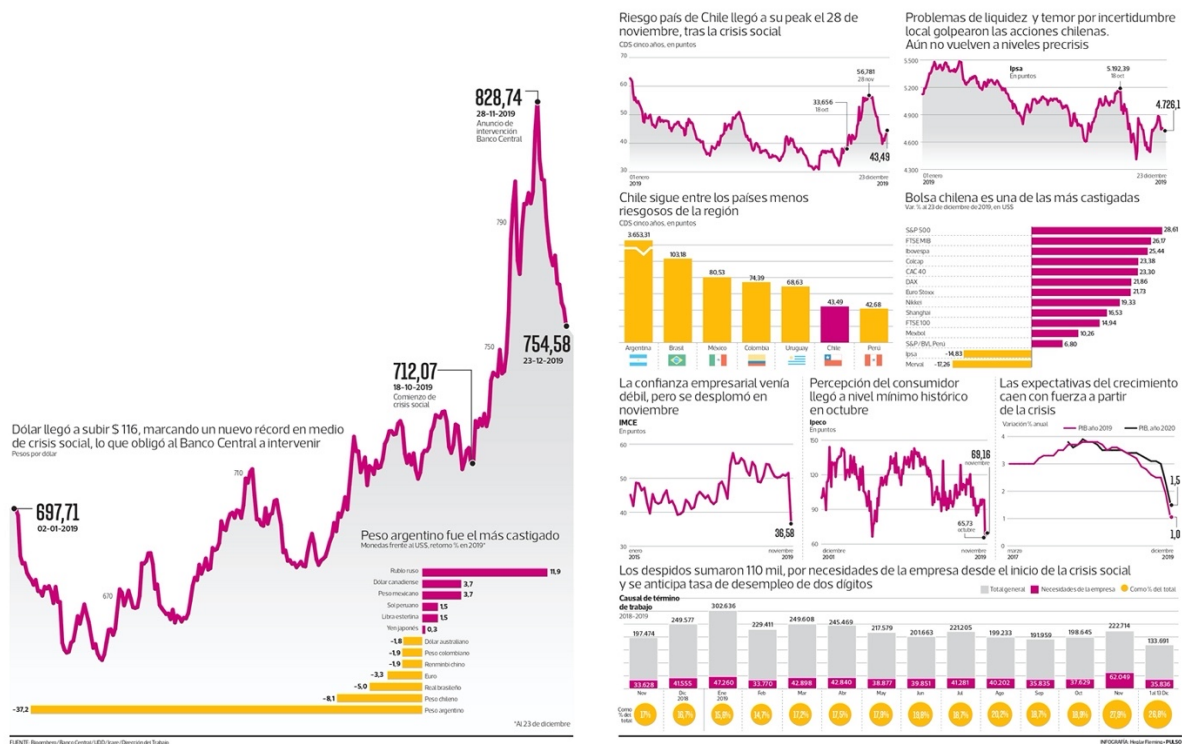
²⁶ <https://www.bcentral.cl/documents/33528/133561/ipm092019-RecuadroI-1Impacto.pdf/e5c759ec-c401-aae1-726d-fbb2b47eed4e?t=1573288550433>

BIBLIOGRAFÍA

- Álamos, E. S. (2019). *Riesgo cambiario: ¿cubrirse o no? El caso de los multifondos de pensiones en Chile.*
- Alfaro, R., & Goldberger, N. (2020). *A note on currency - hedging.*
- Alfonso, L. (2005). *Productos Derivados Financieros: Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos.*
- Atria, J. (24 de 05 de 2020). La política económica frente al COVID-19 en Chile y el mundo: una invitación a ampliar las fronteras de lo posible. *CIPER.*
- Barrios, F. L. (2006). *Futuros y Opciones, conceptualización y operatoria conforme a la Ley N°18.045, Santiago de Chile. 102 p.*
- Castex, P. P. (2012). *METODOLOGÍA DE COBERTURA AL RIESGO DEL TIPO DE CAMBIO PARA LA INDUSTRIA MANUFACTURERA CHILENA CASO PRÁCTICO APLICADO EN LA EMPRESA COLCHONES ROSEN SAIC.*
- Castro, J. H. (2006). *Administración del riesgo financiero: el caso del riesgo cambiario.*
- Ferger, F. J. (2014). *Influencia del Marco Regulatorio chileno en el uso corporativo de Instrumentos Financieros Derivados para enfrentar las cambiantes condiciones económicas.*
- Gil-León, J. M. (2020). *ESTABILIDAD FINANCIERA Y DECISIONES DE LOS BANCOS CENTRALES: CASO COLOMBIA, MÉXICO, PERÚ Y CHILE.*
- gray, S. (2003). *Derivados Financieros, Ensayo Centro de estudios monetarios Latinoamericanos, Centre for central banking Studies, Bank of England. Inglaterra.*
- Oliva, A. U. (2020). *Cuantificando el impacto del estallido social en la actividad económica regional.*
- Rodríguez, P. (2016). *Derivados de Tipo de Cambio por Sector Financiero: El Caso de Chile.*
- Salinas, M. G. (2020). *El duro golpe a la economía chilena que dejó el estallido social.*
- Soto, D. N. (2006). *Uso de Derivados y Valor de Mercado en las Empresas Chilenas no Financieras.*
- Trejo, J. C. (2019). *USO DE DERIVADOS CAMBIARIOS Y SU IMPACTO EN EL VALOR DE LAS EMPRESAS: CASO DE EMPRESAS PERUANAS NO FINANCIERAS .*
- Zandi, M. (2020). *The Macroeconomic consequences: Trump vs. Biden.*

ANEXOS

Anexo N°1 Gráficos relacionados a lo ocurrido en el periodo del Estallido Social



Obtenido de <https://www.latercera.com/pulso/noticia/los-graficos-reflejan-agitado-2019/951251/>.