

POR PRIMERA VEZ EN TRES AÑOS:

El cambio regulatorio que podría estabilizar al dólar

La superintendencia modificó el régimen y hay quienes presagian el fin de las grandes oscilaciones del peso.

JEAN PIERRE VILLARROEL

Durante los últimos años, el mercado cambiario chileno registró episodios de presión abrupta sobre el dólar que muchas veces resultaron difíciles de interpretar para sus participantes. Pero, con el tiempo, comenzó a instalarse una explicación: cuando las tasas de interés estadounidenses se movían en contra de las posiciones que, masivamente, habían tomado las AFP (vía derivados), los fondos enfrentaban llamados de margen que podían forzarlos a ajustar coberturas y liquidez con rapidez. Para algunos actores, ese mecanismo —poco visible para el inversionista de a pie— terminó convirtiéndose en una fuente relevante de volatilidad para la divisa. Hasta que el regulador decidió intervenir.

Las cifras explican la urgencia de la Superintendencia de Pensiones. Las posiciones vigentes de los fondos en derivados sobre tasas externas —principalmente ligadas a bonos del Tesoro de EE.UU.— saltaron de US\$ 357.000 millones en abril de 2025 a US\$ 645.000 millones en marzo de 2026: casi el doble en doce meses (en cifras notariales, que aluden al tamaño del contrato). El incremento fue tan rápido que el regulador modificó el Régimen de Inversión antes de que cerrara el primer trimestre, sumando nuevos límites y exigencias de liquidez para estas operaciones.

Para Eduardo Orpis, estratega de Gemines Consultores, la nueva norma le quita al mercado una fuente de volatilidad relevante y poco visible. “Eso introducía una volatilidad tremenda en el tipo de cambio: tenían que salir a cubrir esas posiciones, con los llamados de márgenes, cuando las tasas de interés les jugaban en contra”, afirma. Con el nuevo régimen, ese comportamiento debería cambiar, asegura.

Rodrigo Lama, CBO de Global66, subraya que “las AFP son el inversionista institucional más relevante del mercado cambiario chileno. Su exposición a activos internacionales supera los US\$ 100.000 millones y una parte significativa se administra mediante derivados de cobertura cambiaria”. Por eso, reconoce que cualquier ajuste regulatorio mueve el tablero. “Cuando el regulador modifica los límites o condiciones de uso de estos derivados, altera directamente la demanda estructural de dólares de las AFP”, explica en referencia a la exigencia de colaterales asociada a la apuesta en tasas que, por bastante tiempo, impulsaron las administradoras para inyectar rentabilidad a los multifondos (a un riesgo que el regulador consideró intolerable).



El mercado cambiario chileno registró episodios de presión abrupta sobre el dólar en los últimos años.

Lama añade que si la nueva regulación empuja a los fondos previsionales a aumentar sus coberturas cambiarias —vender más dólares *forward*—, se generaría “una presión vendedora de dólares estructural, favoreciendo la apreciación del peso chileno”. Pero recuerda que ese efecto no opera solo: “El peso chileno se mueve principalmente por la cadena de liquidez global—tasas de EE.UU.—dólar—cobre”. Si coincide con un dólar global más débil y cobre al alza, el efecto se amplifica; si el dólar global se fortalece, puede diluirse en el corto plazo.

Con todo, sí cree que la nueva regulación reequilibra la cancha cambiaria. “Lo más probable es una recomposición en instrumentos, plazos y ratios de cobertura”. Y establece un plazo: “Es razonable esperar efectos visibles en 2 a 4 meses”, probablemente primero en el mercado *forward*.

No todos piensan lo mismo. Jacques Burrus, socio de Pacífico Research, descarta impactos relevantes. “Si uno mira el tamaño de esta cartera de *swaps* en relación a todos los activos que tienen las AFP en el exterior, no es una posición tan grande en el gran esquema de las cosas”. Además, asegura que los fondos “tienen suficientes activos líquidos para poner el colateral en Estados Unidos, ya sea en bonos del Tesoro u otros activos”. Eso implica que no necesitan vender activos en pesos, el canal principal por el que podrían generar presión cambiaria. “No creo que haya ningún efecto en el mercado cambiario local”, afirma.

EL MERCURIO
Inversiones
www.elmercurio.com/inversiones