

# Conflicto en Ucrania: Claves para proyectar efectos en la economía y mercados chilenos

**Benjamín Rodríguez**

[benjamin.rodriguez@humphreys.cl](mailto:benjamin.rodriguez@humphreys.cl)

**Paula Acuña**

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

La tensión en el territorio ucraniano debido a la invasión de las fuerzas armadas rusas ha repercutido profundamente en los mercados internacionales, que temen una escalada del conflicto bélico generando incertidumbre, la cual golpea también a la economía de Chile.

La guerra llega en un momento crítico para la economía chilena impactada por la pandemia, donde entre otros indicadores preocupantes, se encuentra que la inflación interanual alcanza un 7,8% aumentando los esfuerzos de las autoridades para encauzarla a la meta a dos años del Banco Central de Chile (BCCh) de 3% (con una TPM actual de 5,5%). El Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) llegó a US\$ 2.457,2 millones a fines de diciembre del 2021, su valor mínimo desde su creación en 2007, demostrando la estrechez de disponibilidad de recursos que enfrentará la actual administración, que se suma a la desaceleración del crecimiento del PIB proyectado para este año entre 1,5% y 2,5%<sup>1</sup>, con primeros indicios en la expansión de la actividad económica a un ritmo de 9% (variación en 12 meses) en enero de 2022 según los datos aportados por Imacec (el registro más bajo desde marzo 2021).

En este contexto, **Humphreys** estudia las variables macroeconómicas claves del conflicto que pueden afectar a distintos sectores del país, estas se analizan a continuación:

## 1. Inflación

Los precios de algunos *commodities* de relevancia para la economía mundial han aumentado con fuerza desde el 24 de febrero (día en que dio inicio la invasión).

Rusia es uno de los principales productores de petróleo del mundo (dueños del 26% de las importaciones de crudo hacia la UE), razón por la cual el conflicto ha impactado severamente en su precio, aumentando a valores próximos a los US\$ 120 el barril (Ilustración 1), cuyas repercusiones en la economía chilena se pueden observar en la inflación y en la balanza comercial<sup>2</sup>.



Ilustración 1: Precio (US\$) Futuros Petróleo Brent (octubre-2021/marzo-2022)

Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

Lo mismo sucede con el trigo que, como insumo base para el pan, su precio altera hasta las canastas alimenticias más básicas. La relevancia para Chile (país tomador de precio) proviene de la cantidad importada del cereal

<sup>1</sup> IPom diciembre 2021, BCCh

<sup>2</sup> La cuenta corriente de Chile posee un déficit de 3,5% del PIB en los últimos 12 meses.

(42% del total comprado por los molinos durante el 2021). Rusia y Ucrania tienen una participación del 17% y 12%, respectivamente, de las exportaciones mundiales que, si bien no son proveedores de Chile, las presiones en la demanda de los países que sí lo son (Argentina, Canadá y Estados Unidos) generan un aumento en el precio internacional del cereal, observado en la Ilustración 2.

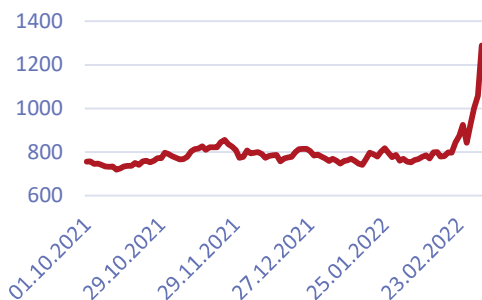


Ilustración 2: Precio (US\$) Futuros trigo (octubre-2021/marzo-2022)

Fuente: Elaboración propia con datos de Investing.com

En menor medida que los ejemplos anteriores, el precio del gas natural ha estado envuelto en una volatilidad preocupante para algunos países. Del total importado por la UE, un 40% proviene de la nación liderada por Wladimir Putin.

El aumento del precio internacional del petróleo, el trigo y el gas impactan en la cadena productiva de Chile, aumentando las ya altas presiones inflacionarias provenientes de la

pandemia. Según HSBC<sup>3</sup>, un aumento de 10 dólares por barril de petróleo se traduce en un alza inflacionaria interanual entre 0,4 y 0,5 puntos porcentuales en las principales economías.

El tipo de cambio, en el corto plazo, se puede mantener rodeando los \$800, respaldado por el alto valor del cobre (alcanzando máximos históricos durante el mes), la alta TPM chilena y la baja Tasa de referencia de Estados Unidos. Pero en un mediano plazo, el fortalecimiento del dólar con respecto a las otras monedas (debido a la ya anunciada alza en Tasa de referencia de la FED y valor refugio que representa para muchos inversores) puede aumentar su precio en Chile.

## 2. Exportaciones

La suma de la inflación con un posible debilitamiento del peso chileno frente al dólar afecta de forma directa una de las bases de la estructura productiva local que incidirá en el PIB del país: las exportaciones. En los últimos 10 años, la minería representa en promedio un 56% del valor aportado por exportaciones al PIB del país, seguido por las exportaciones Industriales y Agropecuario-silvícola y pesquero con un 36% y 8%, respectivamente. Los altos valores del precio del cobre son un buen indicador para las autoridades fiscales, pero se debe seguir con cautela el avance del conflicto y una posible recesión global que pueda disminuir su demanda. Por otro lado, la preocupación crece en los sectores incluidos

<sup>3</sup> Reporte "Los riesgos geopolíticos aumentan", 23 de febrero 2022.

en el resto de las exportaciones, a los cuales el dólar los afecta en un menor plazo y con mayor magnitud.

En la tabla 1, se observa el porcentaje de participación de los principales sectores económicos en la categoría "Exportaciones industriales" con datos del 2021.

Tabla 1

Exportaciones Industriales 2021	Participación
Alimentos	37%
Bebidas y tabaco	7%
Forestal y muebles de madera	9%
Celulosa, papel y otros	11%
Productos químicos	20%
Productos metálicos	8%
Otros	8%
Total	100%

Fuente: Elaboración propia con datos del BCCh

Productos como el salmón (45% de valor de exportaciones de categoría "Alimentos") y el vino (75% de valor de exportaciones de categoría "Bebidas y tabaco") son altamente preferidos en Rusia, por lo que sus productores podrían verse afectados negativamente en los próximos meses. Al cierre del 2021 Rusia representó el 7% de las exportaciones totales de salmón y truchas con un total de 20.689 toneladas y fue el cuarto lugar de destino de los envíos (tras Estados Unidos, Japón y Brasil).

### 3. Tasa de Política Monetaria (TPM) y efectos en la inversión y tasa de deuda

La Ilustración 3 muestra la evolución de la Tasa de Política Monetaria, cuyo valor actual alcanza un 5,5%. Siendo esta una de las principales herramientas para contener el aumento de la inflación, el BCCh podría próximamente anunciar un nuevo aumento en la TPM. Una mayor tasa de referencia incide directamente en los costos de adquirir deuda de las empresas. Algunos sectores que podrían verse afectados directamente por el aumento en dichos costos son las constructoras e inmobiliarias, debido a que el endeudamiento juega un rol mucho más protagónico que en otras industrias, siendo necesario para financiar el levantamiento de proyectos que ofrezcan rentabilidad en el futuro.

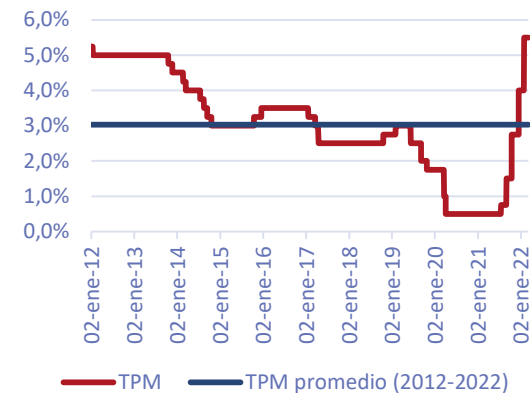


Ilustración 3: Evolución TPM (2012-2022)  
Fuente: Elaboración propia con datos del BCCh

Una inflación y TPM en niveles actuales o mayores, además de las consecuencias en la estructura productiva, en exportaciones y para la población, conjugan un escenario preocupante para las firmas que se financian tanto en largo como en corto plazo, que podrían ver como aumentan sus costos de endeudamiento manteniendo deprimida la inversión este año.

En primer lugar, las firmas financiadas a largo plazo se podrían ver perjudicadas si el financiamiento es en Unidades de Fomento (UF), incrementando el valor de su gasto de intereses.

Además, para hacer frente a las presiones inflacionarias comentadas con anterioridad, el BCCh podría aumentar la TPM, aumentando el costo de la deuda de las empresas que se financian a corto plazo. Las firmas financiadas, por ejemplo, con líneas de crédito bancarias tendrán un costo mayor de ocupar sus líneas, en tanto que aquellas que se financian emitiendo efectos de comercio notarán como el mercado descuenta sus papeles a mayor tasa. En consecuencia, las empresas que se financian a corto plazo tendrán un alza en sus gastos financieros y una reducción de su utilidad neta.

Sin embargo, el aumento de dicha tasa puede verse frenado ya que el conflicto en Ucrania eleva el riesgo de recesión en algunas regiones de Europa que podrían ocasionar una desaceleración económica mundial. La demanda por bienes exportados chilenos, dentro de ellos el cobre, podrían presentar

canales de contagio de este efecto a la economía chilena.

#### 4. Mercados bursátiles

Los mercados bursátiles llevan días sosteniendo una incertidumbre y miedo desde incluso antes del 24 de febrero (día que se da inicio al conflicto bélico), desatando una reacción a la baja de los principales mercados en el mundo. Una forma de medir estos sentimientos en los inversores es analizando la volatilidad, y un indicador existente muy común de la volatilidad esperada en el mercado es el VIX, más conocido como índice de pánico. En la Ilustración 4 se observa la evolución del VIX entre marzo del 2021 y marzo de 2022, llegando a valores máximos de ese periodo, lo que podría significar una fuga de capitales desde instrumentos de renta variable hacia instrumentos de renta fija que poseen naturalmente un menor riesgo.

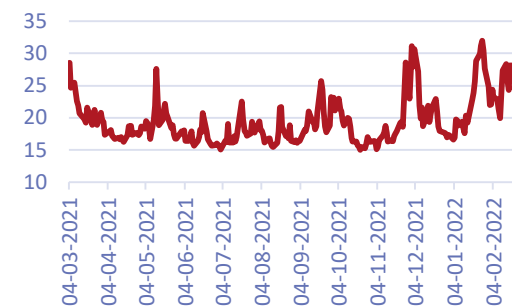


Ilustración 4: Índice de pánico

Fuente: Elaboración propia con datos de YahooFinance.

El incremento de la incertidumbre de inversionistas institucionales a nivel mundial junto con el aumento en los precios de

*commodities*, sus repercusiones inflacionarias y la posibilidad de una mayor tasa de descuento en la economía local caracterizan un delicado escenario para gran parte de las acciones del mercado nacional. Sus precios en sectores económicos como el inmobiliario y construcción, aerolíneas, industria alimentaria y aquellas cuya producción dependa de productos importados, podrían verse perjudicadas por la caída de los términos de intercambio<sup>4</sup>, aumento en los costos (por presiones inflacionarias) y consecuente caída en los márgenes y utilidades.

Por otro lado, existen acciones que se podrían ver menos damnificadas o incluso tener buenos rendimientos como consecuencia de la invasión de Rusia. Ejemplo de ello son aquellas que ofrezcan dividendos estacionalmente (actuando como refugio) o aquellas que por razones coyunturales se beneficien, como por ejemplo los activos energéticos y metales base industriales o empresas como *SQM* (impulsado en gran parte por su negocio de fertilizante). Otros ejemplos son *Vapores* y *SM SAAM* que, dada la resiliencia presentada por su demanda inelástica y facilidad para traspasar los costos, podrían presentar una oportunidad para los inversores.

## 5. Efectos en industrias

La guerra en Ucrania puede afectar en magnitudes y sentidos distintos a los diferentes sectores económicos de Chile, dependiendo de su dependencia a productos importados,

elasticidad de demanda y un conjunto de factores que han sido nombrados en este reporte, que puedan incidir en su proceso productivo o de comercialización.

Industrias como el transporte (de personas y mercancías) y de energía poseen costos directamente asociados a los precios del petróleo, gas y/o carbón, que representan un insumo primordial para su funcionamiento. Si bien se debe seguir con cuidado su rendimiento y estrategias, ambas industrias poseen una característica clave que les permite sobrellevar las fuertes alzas sin ver perjudicadas en gran magnitud su margen de operación, una demanda inelástica que permite traspasar los costos negativos más fácilmente a sus clientes que en ocasiones carecen de un gran poder de negociación.

Distinto escenario es al que se enfrenta, por ejemplo, la industria manufacturera donde el entorpecimiento en la cadena de suministros, el aumento en los precios de materias primas, las dificultades para abastecer la demanda y sus contratos, aumentan sus costos y repercuten consecuentemente en menores flujos y en un EBITDA menor. Condiciones que aumentan su nivel de endeudamiento respecto de los flujos generados y se ve mermada la capacidad de pago de sus obligaciones.

Una situación similar es la que sacude a la industria alimentaria, donde además del aumento de costos proveniente del trigo y el petróleo, se suma el aumento en los precios de

<sup>4</sup> Relación entre los precios de exportaciones e importaciones.

los fertilizantes utilizados en las actividades agrícolas. Lo anterior se debe a que Rusia es uno de los principales productores de ingredientes claves de fertilizantes, por lo que las sanciones del mundo occidental y las consecuentes respuestas de la potencia liderada por Putin han aumentado considerablemente los precios internacionales del producto, deteriorando los flujos de las empresas y su capacidad de financiamiento.

Por otro lado, el sector bancario podría tener buenos rendimientos relativos y beneficiarse por ciertas condiciones macroeconómicas derivadas de la pandemia y la crisis en Ucrania. La banca se ve favorecida por la inflación, en especial aquellas instituciones que tengan un mayor descalce neto entre activos y pasivos indexados a la UF (mientras la capacidad de pago de las personas no se vea afectada) y aquellos que tengan una mayor participación en el crédito hipotecario. Ejemplos que reúnen ambas características son el *Banco de Chile*, *Banco Santander*, *Banco de Crédito e Inversiones* e *Itaú Corpbanca*.

Finalmente, la industria del *retail* podría en el corto plazo mostrar una mayor resiliencia a los efectos del conflicto sustentada por eventos locales que apoyan el consumo nacional, como por ejemplo el anuncio de extensión del IFE laboral hasta junio de este año, manteniendo activo el consumo en la población beneficiada.

