

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

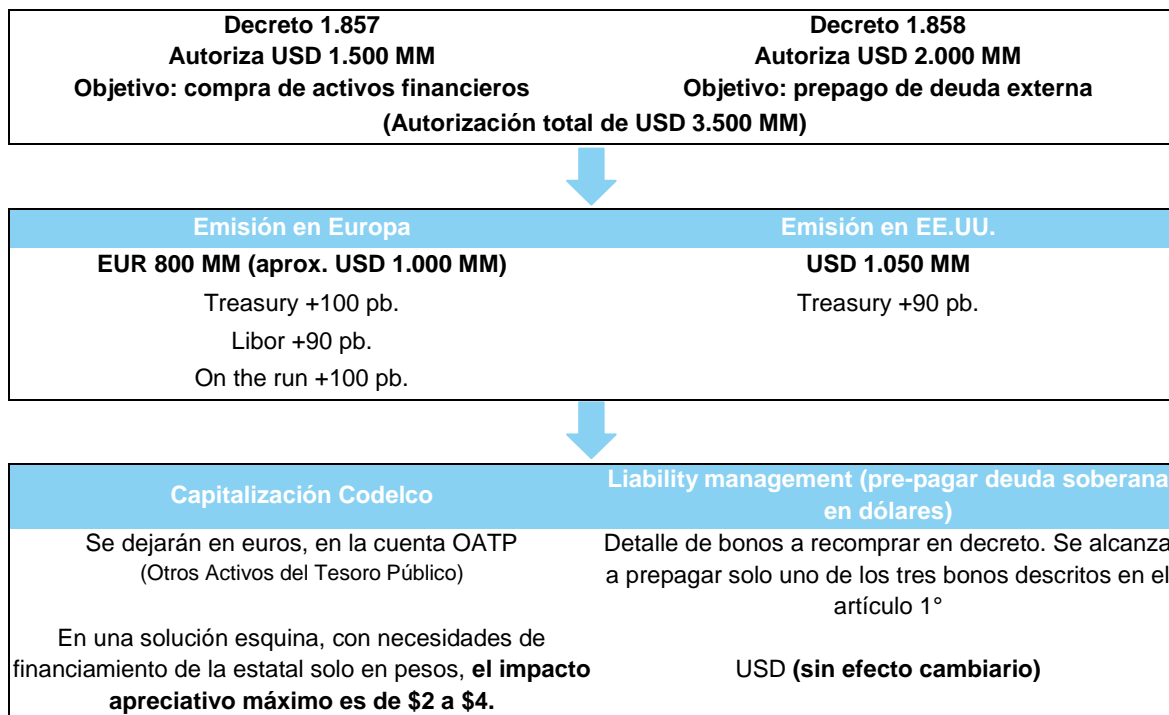
El Gobierno opta por aprovechar las condiciones financieras aún favorables y emite en Estados Unidos, pero esta vez explora la plaza europea

Unidad Chile

Las implicancias cambiarias de esta emisión pasan por la necesidad de Codelco de disponer recursos en pesos vs. dólares. En un caso esquina, capitalizando a la estatal solo en pesos por un equivalente a US1.000 millones, el tipo de cambio tendría una apreciación no superior a \$4.

El Gobierno emitió dos bonos en el extranjero, aprovechando las aún favorables condiciones financieras internacionales. El primero es por €800 millones a 10 años plazo, lo que equivale a aproximadamente US1.000 millones. La tasa fue de 1,745%, con una demanda de €3.000 millones, es decir, la emisión fue sobresuscrita 3,75 veces. El *spread* fue de 75pb sobre un *swap* en euros y 87,9pb respecto a un bono alemán comparable. El segundo fue por US1.050 millones a 10 años plazo, colocado en Nueva York. El *spread* fue en torno a 90pb sobre *Treasury* (ver tabla 1).

Tabla 1
Emisión y uso de deuda soberana recientemente emitida



Fuente: BBVA Research

La última vez que el gobierno emitió bonos soberanos en el extranjero (Estados Unidos) fue el 25 de octubre de 2012, con dos colocaciones de US\$750 millones cada una, a 10 y 30 años. En aquella ocasión se logró una demanda cercana a los US\$10 mil millones (*bid-to-cover* entre 6 y 7 veces). Los papeles alcanzaron tasas de 2,379% y 3,71%, respectivamente. En el caso de los papeles con vencimiento al año 2022, se obtuvo un *spread* de 55 puntos base, algo por debajo del CDS de Chile de ese momento. Eran otras circunstancias, otro crecimiento y otro apetito por deuda emergente. En cualquier caso, las tasas de endeudamiento logradas en esta oportunidad destacan en el concierto de emergentes y se ubican en torno a 3,2% en dólares. También es destacable la generación de un *benchmark* líquido en euros para las empresas locales que quieran emitir en Europa, aprovechando el apetito por deuda Latam en dicho continente.

Compatible con la emisión de deuda anterior, de manera previa fueron publicados en el Diario Oficial dos decretos (números 1.857 y 1.858) que permiten al gobierno emitir bonos en el extranjero, por un tope máximo de US1.500 millones y US2.000 millones, respectivamente. Las diferencias entre ambos decretos radican en el destino que tendrían los recursos:

1. En el caso del primer decreto, se enmarca dentro de la ley n° 20.790, donde se entrega en el artículo 1° la capacidad al fisco de capitalizar de forma extraordinaria la empresa estatal Codelco por US3.000 millones hasta febrero de 2018, y donde el segundo artículo de esta ley permite al gobierno endeudarse por similar monto para cumplir dicha obligación. **El decreto establece que los recursos que se obtengan de la emisión se destinarán a la compra de activos financieros.**
2. El segundo decreto se enmarca en el artículo 3° de la ley de presupuesto 2014, **que permite al Fisco endeudarse en el mercado internacional para prepagar deuda (*liability management*),** sin estar sujeto por el tope de deuda anual que dicho artículo establece.

Es importante mencionar que, de acuerdo a las proyecciones entregadas por Dipres en el Informe de Finanzas Públicas, el endeudamiento neto generado este año estaría por debajo del tope de US6.000 millones autorizados por la ley de presupuesto 2014. **Por lo tanto, el segundo decreto no está haciendo uso del espacio de endeudamiento que contempla dicha ley.**

Sin tener aún detalles específicos del uso de los recursos obtenidos, **estimamos que la utilización más probable del bono en euros estaría enmarcado en el primer decreto, asociado a la ley de capitalización extraordinaria de Codelco, y el bono en dólares al segundo decreto, para el prepago de deuda externa.** En el caso del primer bono, se adquirirán activos financieros en euros, lo que no implicaría liquidaciones en el mercado interno. En el caso del segundo bono, queda más claro que esos dólares se utilizarán para prepagar deuda que ya estaba en dólares. **Por lo tanto, estimamos que los efectos de estas emisiones en el mercado cambiario local serían nulos, y en un caso esquina, con una capitalización de Codelco en pesos por el equivalente a US1.000 millones, no superarían los \$4 sobre el tipo de cambio (ver tabla 1).**

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000

(promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la “orden”) o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán “personas relevantes”). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.