

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## La competitividad cambiaria en jaque

Jorge Selaive / Hermann González / Fernando Soto

---

- Nos damos por satisfechos con la apreciación del peso reciente, *call* al que llamamos hace algún tiempo. Hoy consideramos que aún es temprano para levantar una visión depreciativa de nuestra moneda, pero podría no estar muy lejana condicional al accionar de las autoridades económicas locales.
- En esta nota evaluamos la evolución del tipo de cambio real (TCR) en un escenario de consenso para las inflaciones y paridades de nuestros socios comerciales.
- Reconociendo la importancia de otros factores determinantes de la inversión transable no minera, un precio relativo crucial para **la economía correspondiente al TCR se encontraría en o bajo promedios históricos durante todo el 2015 de no mediar medidas de política económica que permitan una depreciación real de la moneda**, que consideramos indispensable para facilitar el proceso de transición de la inversión.

**En esta nota realizamos un ejercicio prospectivo para el tipo de cambio real (TCR), el principal indicador de competitividad de la economía.** Reconociendo la endogeneidad de esta variable, tomamos las proyecciones de consenso para los precios al productor y consumidor, en conjunto con las proyecciones de consenso para las paridades de nuestros socios comerciales para construir el índice de precios externos (IPE). Las ponderaciones corresponden las vigentes en 2014. El ejercicio reproduce fielmente el IPE, y entrega una proyección para lo que queda del 2015 en base a los precios y paridades esperadas por el consenso (Gráfico 1). Cabe destacar que entre las proyecciones de consenso se considera una recuperación de la inflación de nuestros socios comerciales, y varios de ellos contemplan apreciaciones de sus monedas respecto al USD. Consecuentemente, el IPE tendería a recuperarse apoyando cierta mejora en la competitividad de la economía, pero para aquellos incrédulos de la recuperación de la inflación mundial entonces el castigo sobre la competitividad de la economía chilena sería superior al calculado más abajo.

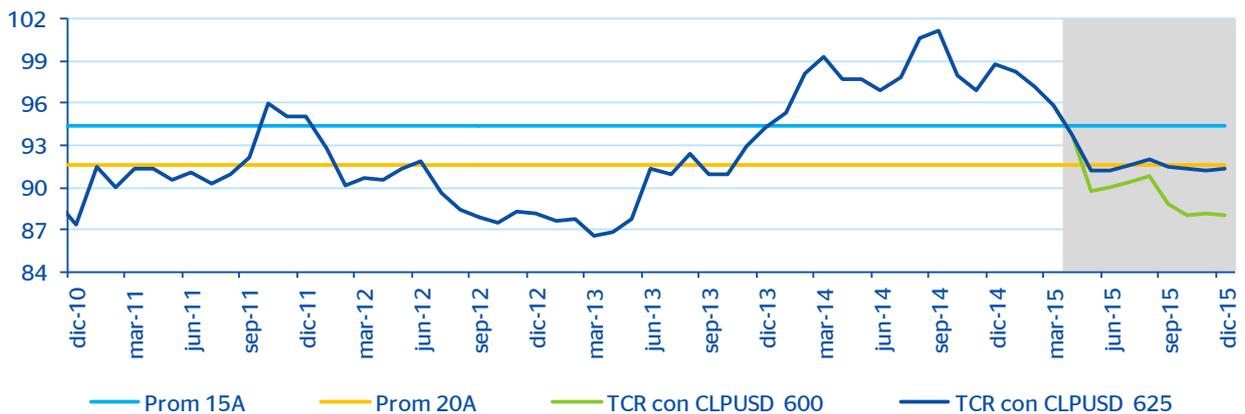
Gráfico 1  
Índice de Precios Externos IPE (var. % 12m)



\*Área sombreada corresponde a proyección en base a inflaciones y paridades esperadas por consenso.  
Fuente: BCCh, Consensus Forecast, Bloomberg, BBVA Research

Para el tipo de cambio peso-dólar consideramos dos escenarios, uno donde permanece en torno a los niveles actuales y otro donde alcanza niveles de \$625 a diciembre 2015 similares a los plasmado en la última Encuesta de Expectativas Económicas (EEE). Para la inflación local (IPC), consideramos la proyección del Banco Central vertida en su último IPoM donde el IPC anual terminaría en torno a 3,6% el 2015. Las proyecciones mensuales de inflación son las plasmadas en el precio de activos ajustadas para converger a la inflación anual anterior. El tipo de cambio real durante los próximos meses del 2015 permanecería, en un escenario depreciativo para el peso (\$625 a dic. 2015), bajo su promedio histórico de los últimos 20 años y en torno a su promedio histórico de los últimos 15 años (Gráfico 2).

Gráfico 2  
Índice de Tipo de cambio real, TCR (promedio 1986=100)



\*Área sombreada corresponde a proyección.  
Fuente: BCCh, Consensus Forecast, Bloomberg, BBVA Research

Los elementos necesarios para enfrentar la coyuntura reciente hacen referencia a menor presión salarial, tasas de interés bajas, pero también debilidad real de la moneda. La economía no solo necesita cierta recuperación de las confianzas, sino también que los precios relativos sean los apropiados para motivar recuperación de la inversión transable no minera. Nuestro ejercicio prospectivo indicaría que bajo un escenario de consenso el tipo de cambio real **no se ubicaría en niveles del todo consistentes** para hacer frente al escenario de ajuste cíclico. La transición desde un *boom* de inversión en el sector minero hacia inversión en otros sectores transables hace necesaria una moneda débil, junto a una percepción permanente de debilidad, aspectos que no se estarían dando de manera contundente. **El tipo de cambio real no debería ubicarse en torno o bajo sus promedios históricos, sino en niveles marcadamente depreciativos.**

**¿Cómo enfrentar este escenario desafiante para la competitividad? Las alternativas de política económica -no excluyentes- que vemos serían:**

- (1) **Que el Banco Central comience a levantar un escenario de permanencia prolongada de la TPM en su nivel actual que termine eliminando completamente cualquier alza en el precio de activos,** y con ello genere una integral de estímulo monetario mayor que apoye la debilidad multilateral de la moneda. Ciertamente aquello estará determinado por el convencimiento del Instituto Emisor de que la inflación no será un problema en el horizonte de política más allá de observar registros sobre los esperados en meses recientes. Aún más, de efectivamente concretarse nuestra visión inflacionaria bajo consenso y precio de activos, podría ser necesario evaluar la conveniencia de aplicar una nueva dosis de estímulo monetario. **Hoy debería estar entre las prioridades de las autoridades facilitar el ajuste de precios relativos y el TCR ciertamente estaría dentro de los más importantes.**
- (2) **Que el gasto público (GP) comienza a tener un rol contra-cíclico algo menor.** La expansión del gasto público del 2015 estaría jugada, y considera expansiones altas en términos interanuales durante los próximos meses (expansión GP entre 15 y 20% a/a en abril probablemente será sorpresiva para muchos), pero cierta mitigación la segunda parte del año (BBVA estima promedio expansión GP de 6,9% a/a durante el resto del año). Si se tratara de facilitar el ajuste cíclico a través de mayor debilidad de la moneda sería recomendable una expansión algo más acotada del GP el 2016. **En ese contexto, partir con la convergencia a balance estructural con una reducción del déficit de entre 0,2 y 0,3 pp. el 2016 en lugar de mantener el déficit apuntaría en esa dirección.** De acuerdo a nuestras estimaciones, una mantención de déficit estructural en torno a 1 pp. llevaría a una expansión del GP algo sobre 7% real el 2016, en tanto un cierre acotado de 0,2/0,3 pp generaría una expansión en torno a 6% que igualmente apoyaría la demanda interna.

**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 (highyieldsecurities) 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](http://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.**