

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Y si tenemos intervención... ¿cómo podría ser?

Jorge Selaive / Hermann González / Fernando Soto / Cristóbal Gamboni

- Demasiada depreciación y muy rápido hace, peligrosamente, más persistente la ya alta inflación. Nuestra visión de que sobre \$720 en el corto plazo entramos en “zona de intervención” se mantiene.
- En esta nota planteamos preliminarmente algunas de las alternativas que tendría el BCCh para intervenir en el mercado cambiario.
- Cualquier intervención que conlleve una masiva liquidación de USD pondría en jaque la adecuación de liquidez de corto plazo, lo que podría tener consecuencias indeseadas sobre riesgo país, clasificación de riesgo y probabilidad de crisis. El remedio podría ser peor que la enfermedad.
- Vemos como estrategia con mejor combinación costo-beneficio la emisión de pagarés en USD de corto plazo, o variaciones a través de instrumentos derivados, que se podría combinar con una acotada en monto intervención esterilizada.

El tipo de cambio ha reaccionado al alza en lo reciente con una depreciación de 16,8% desde los mínimos de mediados de mayo pasado. Parte importante de la pérdida de valor del peso ha sido acompañada también por las monedas de sus principales socios comerciales, lo que resulta evidente al observar la menor depreciación del tipo de cambio multilateral en el mismo período (+10%). La depreciación es bienvenida como un ajuste importante en uno de los principales precios relativos, y en BBVA Research veíamos con buenos ojos una depreciación real. Sin embargo, la rapidez de la pérdida de valor en un escenario inflacionario como el actual conlleva a que el traspaso inflacionario, aunque lo estimamos menor al visto en el anterior *rally* depreciativo, aumente los precios de bienes importados y algunas tarifas reguladas, al mismo tiempo que haría más persistente la alta inflación gatillando efectos de segunda vuelta. El escenario inflacionario de corto plazo se complica aún más, a pesar de que a mediano plazo permanece anclado toda vez que la economía crecería bajo potencial (que estimamos en torno a 3,5%) durante los próximos trimestres del 2015 y todo el 2016 de acuerdo a nuestro escenario base.

La depreciación del peso ha sido rápida temporalmente, y con cierta justificación ha levantado voces de intervención cambiaria. En esta nota revisamos las principales alternativas que tendría el Banco Central para afectar la paridad:

### OPCIÓN 1. Subir la TPM: empeoraría la posición cíclica y debilitaría aún más el peso en el mediano plazo

- **Consideramos que no solo sería inconsistente con los discursos recientes respecto a la posición cíclica de la economía por parte de la autoridad, sino que podría dañar aún más la demanda interna, generando acotados impactos apreciativos sobre el tipo de cambio (pensando en una dosis de +25/50 pb., dado que más que eso “desplomaría” de plano la actividad).** La leve pendiente de recuperación en la actividad prevista podría verse afectada durante los próximos trimestres ante alzas en el costo de fondo y la consecuente transmisión a personas y empresas, lo que finalmente sería consistente con un peso depreciado en el mediano plazo. El principio básico es que es la actividad y su percepción futura de dinamismo -y no la tasa de interés- es el principal *driver* de las monedas.

### OPCIÓN 2. Intervención Esterilizada: no mucho ni muy poco y sólo luego de una intervención verbal

En nuestros informes hemos levantado niveles de \$720 y superiores como “zona de intervención cambiaria” (ver *flash* al respecto).

- **No solo se trata de nivel sino también de la velocidad de la depreciación.** Alcanzar niveles como el anterior en el muy corto plazo resulta difícil de compatibilizar con los fundamentales,

particularmente cuando la economía ha mostrado grados de estabilización en el corto plazo, y tendrá un crecimiento anualizado de 2% a julio y 3% a agosto t/t saar de acuerdo a nuestras estimaciones.

- Niveles sobre \$720 se ubicarían sobre 10% los promedios históricos del tipo de cambio real; otro método simple de evaluar cierto desalineamiento respecto a fundamentales.
- Finalmente, un desplome adicional del precio del cobre podría explicar depreciaciones mayores, pero también será importante evaluar la perdurabilidad de largo plazo de un precio del cobre en torno a US\$2/lb cuando el precio de largo plazo continúa siendo estimado en torno a US\$2,8/lb por parte del Banco Central.

#### *Intervención verbal hasta que la Fed hable*

- **La manifestación de incomodidad respecto a la velocidad de la depreciación y su consistencia con los fundamentales en una primera señal que esperaríamos del Banco Central.** Sus beneficios superan ampliamente eventuales costos, estos últimos muy vinculados a cuestionamientos a la credibilidad de un futuro accionar.
- **Intervenir antes que la Fed realice la primera alza de tasas lo vemos con probabilidad muy baja sino nula.** Las monedas globales deben enfrentar este evento, en principio estimado para el 17 de septiembre en el precio de activos, con flexibilidad cambiaria. Anular la volatilidad a través de una intervención cambiaria acotaría espacios de acción ante reacciones aún inciertas del alza de la tasa Fed, particularmente en el comunicado y condicionantes que contenga. **En consecuencia, intervenciones verbales superarían a intervenciones de portafolio, al menos hasta concretarse la primera alza por parte de la Fed.**

#### *Luego una intervención esterilizada por en torno a US\$10bn: muy costosa*

- **Si la opción es realizar una intervención esterilizada, con el actual nivel de reservas internacionales que no superan los US\$38bn, se corre el riesgo de apuntar muy alto o muy bajo.** Si la venta de USD es superior en monto a la compra de USD de la intervención pasada (USD12bn), se corre el riesgo de señalar escasas municiones para una nueva intervención. Pero más grave aún, se dejan las reservas/PIB en niveles claramente subóptimos a la luz de todas las estimaciones disponibles (García, P. y C. Soto, 2004 y Contreras et al, 2011). **Más aún, ya a junio 2015 las RIN/DECPR se ubica bajo 1, indicativo que sin intervención estamos con niveles de liquidez suficientes, pero disminuciones colocarían en jaque evaluaciones estables de Clasificadoras de Riesgo sobre Chile.** Lo anterior podría traer consecuencias indeseadas en la percepción riesgo país, aumentar el costo de endeudamiento externo para empresas y, finalmente, aumentar la probabilidad de una crisis especulativa. Si por otro lado, se vende un bajo monto de USD, se corre el riesgo de realizar un simple saludo a la bandera sin impacto material sobre la paridad, y de paso dañar la credibilidad del Instituto Emisor.
- **Nuestras estimaciones se mantienen: por cada USD 1.000 millones, el impacto sobre el tipo de cambio estaría en torno a \$2-\$3.** En consecuencia, una intervención cambiaria por USD10bn cerraría el desalineamiento por aproximadamente 4% del tipo de cambio nominal. El impacto cambiario de una apreciación de 4% sería de entre 0,4% y 0,8% en la inflación anual a 1 año plazo asumiendo simetría del traspaso cambiario a inflación (algo no garantizado).
- **¿Y la esterilización? Acá comienzan a complicarse aún más las cosas.** De manera tradicional, una esterilización tendría que comprar bonos del Banco Central en un escenario de relevante escasez de papeles soberanos en general. Recordemos que Basilea III, junto a la mayor predisposición y apertura a agentes externos en la compra de instrumentos soberanos mostrada por la actual administración llevaría muy probablemente - más allá de que se realice con gran cuidado en la curva de tasas- a desplomes relevantes en las tasas de interés de mediano y largo plazo. Un importante *flattening* y no descartable inversión de la curva podrían ocurrir dependiendo de la escasez de papeles y la implementación de la esterilización. El efecto sobre actividad podría ser

positivo, si partiendo de la base que se cierra el desalineamiento, se induce una baja importante en las tasas de interés *benchmark*. Las compensaciones inflacionarias de largo plazo deberían retroceder hacia niveles bajo promedio históricos compatibles con el bajo crecimiento reciente y menores presiones inflacionarias por el lado cambiario. Bajo esta opción, vemos probable esterilizar en proporciones similares en bonos nominales y en UF (USD 5bn cada uno) intentando afectar lo menos posible las pendientes relativas de las curvas de tasas de interés.

- **Parece ser que esta alternativa no se vislumbra cercana o se considera de baja probabilidad.** Si los agentes piensan en esta alternativa como la más probable, deberíamos estar viendo caídas en las tasas de interés soberanas a todos los plazos, sin embargo, en lo reciente no estimamos una caída superior a la observada en sus comparables externos.
- **Evidentemente la alternativa de intervención tendría que estar acompañada de un sesgo neutral de la política monetaria.** Por ahora, el sesgo neutral de la política monetaria resulta creíble. No solo en las encuestas de expectativas sino también el precio de activos consideran mantención y alzas a plazos medios en la TPM.

#### OPCIÓN 3. Intervención No esterilizada: relevante efecto sobre liquidez en \$

- **La venta de USD no esterilizada ha sido utilizada por otros bancos centrales en el pasado.** Esta liquidación de USD, que estimamos nuevamente no superior a USD 10bn, tendría que ser acompañada de restricciones a la recurrencia de liquidez en pesos por parte de los bancos a través de la imposición de algún *penalty* extra a las operaciones repo. Forzar a los bancos a liquidar papeles, probablemente papeles de corto plazo, de manera de comprar los USD ofertados por el BC. Serían esperables efectos diferenciados en la curva de tasas de interés, muy probablemente focalizados en la parte corta.
- **El efecto contractivo podría ser relevante.** La búsqueda de liquidez en pesos podría llevar a liquidaciones de papeles desordenadas por parte de los agentes financieros, y tasas de interés de plazos cortos podrían subir significativamente.

#### OPCIÓN 4. Venta de papeles reajustables en dólares americanos

- **Vender papeles denominados en USD.** Esta estrategia utilizada en el pasado podría satisfacer la demanda por cobertura de agentes locales. También puede sofisticarse hoy día a través de instrumentos derivados (swaps por ejemplo). Su impacto sobre la tasa local en dólares podría ser importante dependiendo del monto a licitar.
- Bajo este tipo de intervención, los papeles emitidos serían de corto plazo (no superior a 360 días).
- **Esta experiencia no es nueva.** En 1998, bajo el esquema de bandas cambiarias y en un contexto en que el peso se depreciaba como resultado de la crisis asiática, el BC intervino el mercado cambiario vendiendo dólares y pagarés reajustables en dólares (PRD). Estos títulos iban a contribuir al desarrollo de mecanismos de cobertura cambiaria a mediano y largo plazo. A mediados del 2001, en un contexto de marcada inestabilidad en los mercados financieros internacionales, el BCCh aumentó la emisión de PRD. Durante el 2000, se ofreció la sustitución de los instrumentos que amortizaban capital en cada cupón, tanto en dólares como en UF (PRD y PRC), por instrumentos CERO.
- **Esta opción no es excluyente con la opción de intervención esterilizada.** Más aún, los impactos sobre tasas de interés que podría conllevar la venta de papeles reajustables en USD podría ser atenuado con una esterilización dirigida a los tramos de la curva de tasas de interés más afectados. Eso quedaría más en las manos de la "sintonía fina".

**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.**