

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## ¿Qué tanta depreciación sin intervención?

Unidad Chile

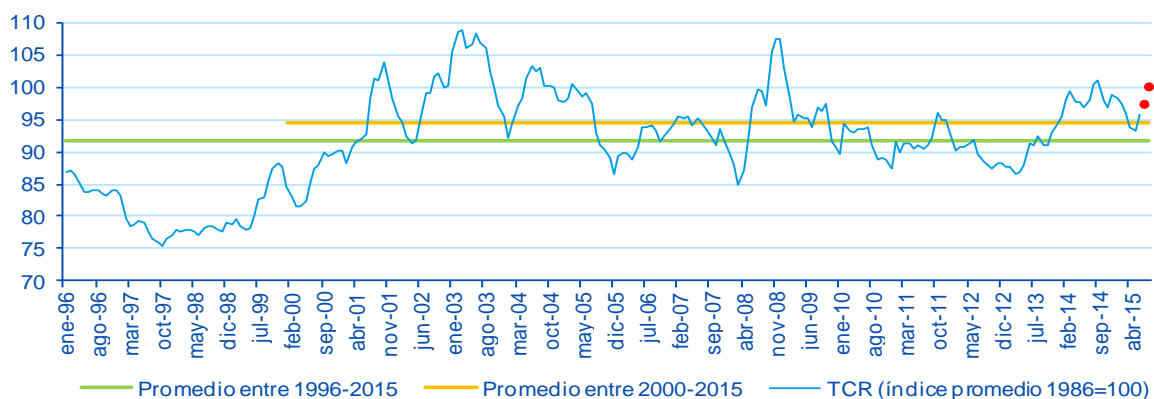
El tipo de cambio ha continuado depreciándose tanto en términos bilaterales como en términos multilaterales. Estimamos que, de mantenerse el nivel actual de \$680 por dólar, el tipo de cambio real se ubicaría en torno a 100 en agosto (índice 1986=100), pero ciertamente persisten presiones depreciativas al menos hasta septiembre. Un nivel de 100 para el TCR está en la parte alta de los rangos históricos, pero ya fue superado en septiembre del año pasado, cuando alcanzó un nivel de 101,13 sin desencadenar una intervención cambiaria, por lo que **consideramos que se requiere una depreciación real multilateral mayor para colocar la intervención en el radar de los agentes del mercado.**

Citando textual al Presidente del BC en la entrevista de este fin de semana: “*en el pasado hemos intervenido y siempre hemos dicho que las intervenciones son bajo circunstancias extraordinarias, excepcionales. Estas tienen como fin evitar volatilidades extremas o si el tipo de cambio va más allá de los fundamentos, pero por ahora estamos lejos de considerar que el actual nivel, dado el nuevo contexto, es excepcional, por lo tanto, la intervención, por lo menos en las actuales condiciones, está fuera de la vista*”<sup>1</sup>.

Entonces, ¿a qué nivel de TCR el mercado puede justificadamente pensar en una intervención? Usualmente desviaciones de 10% por encima y por debajo del promedio histórico del TCR han gatillado intervenciones. Dependiendo del período considerado, el promedio histórico es 91,6 (1996-2015) o 94,5 (2000-2015) (ver gráfico 1). Si suponemos el promedio histórico mayor, **un TCR de 104 podría ser asociado con una intervención cambiaria. Este nivel de TCR es compatible con un TCN en torno a \$705/715. Si la paridad peso-dólar alcanza los niveles anteriores, más allá que el BC efectivamente realice una intervención cambiaria, muy probablemente el mercado asignará una probabilidad alta de que así ocurra, más aún si aquello acontece en el muy corto plazo donde habría consistencia con el sesgo de la política monetaria.**

Gráfico 1

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



\*Puntos corresponden a estimación para julio y agosto en base a evolución del Tipo de cambio multilateral (TCM) e inflaciones esperadas.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

1: Si la entrevista se realizó el miércoles pasado como se ha señalado, la paridad peso/dólar se ubicaba en \$665, lo que corresponde a 2% bajo los niveles de hoy 3 de agosto.

Considerando la fase cíclica por la que atraviesa la economía chilena, es necesario un tipo de cambio real depreciado para apoyar la recuperación basada en sectores transables no mineros, lo cual puede generar en este ciclo una **mayor tolerancia a la depreciación que en episodios anteriores. Consecuentemente, otro nivel de TCR que podría asociarse –por parte del mercado- con riesgos de intervención cambiaria es 107,5 (nov/dic-08), correspondiente a un tipo de cambio nominal que alcanza niveles de \$730 en el muy corto plazo.**

**Desde el punto de vista de la estrategia de política monetaria**, en que el BC ha descartado recortes de la TPM e incluso ha señalado que los próximos pasos serían alzas de la TPM, **la decisión de intervenir sería creíble y consistente.**

Finalmente, cabe señalar que cada vez que el BC ha intervenido, el tipo de cambio ha tenido cambios de tendencia, lo cual no necesariamente habla del éxito de las intervenciones, sino que en muchos casos, de un cambio en los determinantes de la paridad que coincide con la decisión del BC. **Las intervenciones han ocurrido en general en circunstancias terminales de los ciclos depreciativos/apreciativos.**

**Complementario a la discusión de los niveles de una eventual intervención estará el monto de esta, que dependerá de la evaluación de desalineamiento que realice el Banco Central. Nuestra estimación es que por cada USD 1.000 millones el tipo de cambio se ve afectado entre \$2-3, muy similar al impacto de las operaciones de *carry trade* a través del NDF.**

**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](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.**