

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# ¿Queda espacio para alzas adicionales en las tasas largas?

Jorge Selaive / Hermann González / Cristóbal Gamboni / Aníbal Alarcón

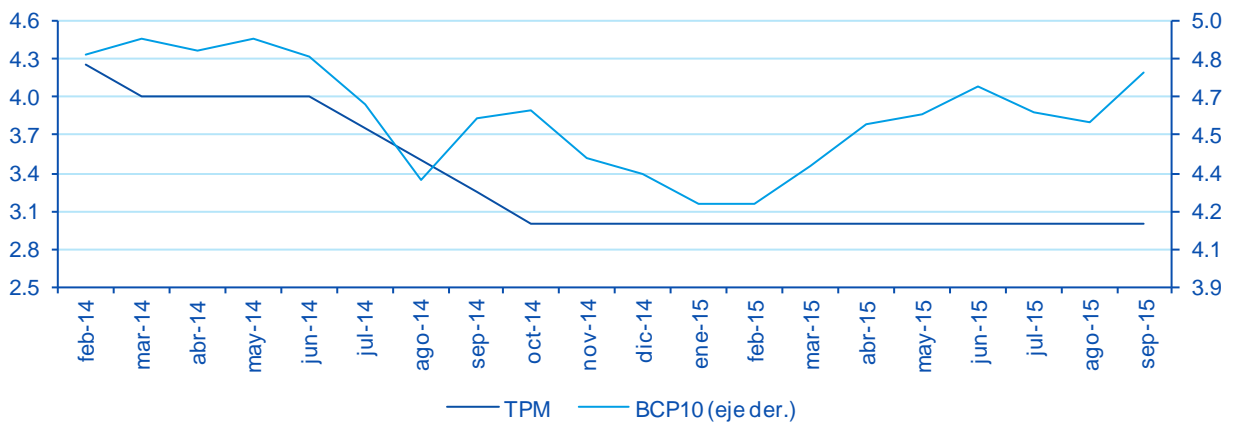
---

- Pese a que la tasa de política monetaria se ha mantenido sin cambios durante todo el año, el relevante incremento de las tasas de interés de largo plazo ha generado condiciones financieras más restrictivas para empresas y consumidores.
- El aumento de las tasas largas desde inicios de año, se produce en un escenario en que las tasas externas prácticamente no cambian. Sin embargo, guarda estrecha relación con el aumento del riesgo país, a lo que se suman las sorpresas al alza en la inflación y el consecuente mensaje más *hawkish* del Banco Central.
- Estimamos que un 30% del aumento del BCP-10 en el año se explica por las sorpresas en indicadores económicos (IPC-IMACEC). El 60% restante obedecería al sesgo más contractivo de la política monetaria y al mayor riesgo país.
- En el aumento de las tasas largas de los primeros días de septiembre, las condiciones internacionales parecen no haber jugado rol alguno. Así, es el endurecimiento del discurso del BC y las sorpresas en los indicadores económicos (inflación y actividad), lo que mejor explicaría el incremento reciente.
- ¿Hay espacio para que las tasas largas sigan subiendo? Nulo o muy poco, y los espacios que existen se remiten solo al corto plazo vinculados a sorpresas alcistas en inflación y al BC insistiendo con el sesgo *hawkish* o incluso elevando las tasas. Saliendo de la congestión de corto plazo, las presiones alcistas continuarían desde el ámbito externo, pero serían contrarrestadas desde el ámbito local, especialmente si se concreta un escenario de menor crecimiento, gasto público e inflación que el previsto por el consenso de mercado moderando el sesgo contractivo de la política monetaria.

Contexto

Durante este año las tasas de interés referenciales (BCP-BTP) a distintos plazos han experimentado un aumento relevante, lo que significa que a pesar que el Banco Central ha mantenido la tasa de interés de política monetaria en 3% durante todo el año, las condiciones monetarias se han hecho paulatinamente más restrictivas para empresas y consumidores (Gráfico 1). Más aún, si se revisa lo que ha pasado en lo más reciente, se observa que durante la primera semana de septiembre las tasas de interés de los instrumentos de referencia han subido con fuerza, no solo a plazos cortos, sino también a plazos mayores, como es el caso del BCP-10, cuyo rendimiento se elevó 26 puntos base entre el 31 de agosto y el 8 de septiembre. Este es un aumento relevante y poco habitual en un lapso de tiempo tan breve.

Gráfico 1  
Evolución del BCP-10 y TPM (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Los candidatos comúnmente citados para explicar las fluctuaciones de corto plazo de las tasas largas son cuatro: el movimiento de los referentes internacionales; las fluctuaciones del riesgo país; las sorpresas en los indicadores económicos y las noticias respecto de la conducción futura de la política monetaria. ¿Qué factores han sido relevantes en esta coyuntura? ¿La evolución de las tasas externas o es el cambio en las condiciones locales? En esta nota nos hacemos cargo de las posibles razones del aumento experimentado por las tasas de interés de largo plazo medidas por el BCP-10, tanto en lo que va del año, como en lo más reciente y damos algunas luces de lo que se puede esperar para su evolución en los próximos meses.

Análisis cualitativo: las tasas externas no habría contribuido

Antes de hacer cualquier estimación, se puede observar en la Tabla 1 que el aumento de las tasas largas en Chile durante el año no tiene un correlato con la evolución de las tasas de sus similares en dólares, aunque sí se observa un relevante aumento del riesgo país, que puede estar explicando una parte del incremento observado en el rendimiento del BCP-10. **Con todo, el aumento de las tasas observado durante septiembre, no guarda relación con el cambio en las condiciones externas (Tasas en dólares y riesgo país)**

Tabla 1

**BCP-10 e indicadores internacionales**

	BCP-10	UST-10	EMBI (pb)
31/12/2014	4,28	2,17	169
31/08/2015	4,49	2,22	205
08/09/2015	4,75	2,18	204
Cambio desde 31/12/14	+47 pb	-3 pb	+35 pb
Cambio desde 31/08/15	+26 pb	+1 pb	-1 pb

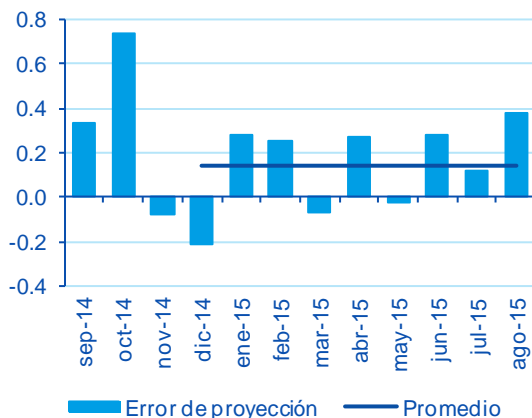
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Desde el punto de vista local, este año las sorpresas en los indicadores han sido en su mayoría alcistas en inflación y en promedio positivas para la actividad. Pese a esto último, las estimaciones de crecimiento para el año se han revisado a la baja desde enero y los ajustes son aún mayores para 2017-2018. El gráfico 2 muestra las sorpresas de inflación mensuales definidas como la diferencia entre el dato efectivo y la estimación correspondiente en la EEE, además del promedio de esas sorpresas desde el dato de diciembre de 2014 (conocido a inicios de enero de este año). Se observa que el error promedio mensual es de 0,14pp. El gráfico 3 muestra las sorpresas en actividad desde el dato de noviembre 2014 conocido en enero. Si bien hubo un período del año en que las sorpresas fueron negativas en promedio (marzo-junio), cuando se consideran todos los datos conocidos en el año, el promedio mensual de las sorpresas es levemente positivo.

Con lo dicho anteriormente, nos quedamos en primera instancia con tres candidatos a explicar el aumento de las tasas de referencia en el año: las sorpresas en los indicadores económicos, el sesgo *hawkish* de la política monetaria y el aumento del riesgo país.

Gráfico 2

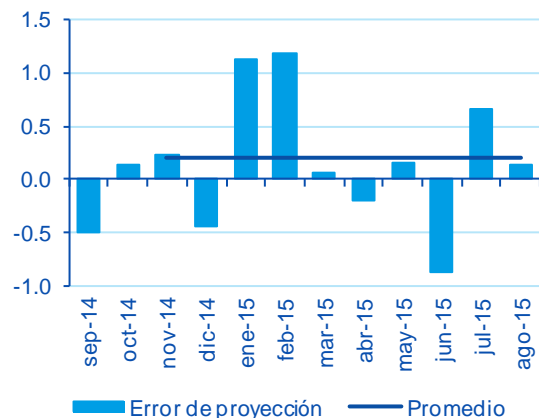
**Sorpresas en IPC (puntos porcentuales)\***



\*Sorpresa definida como la diferencia entre la variación mensual del IPC efectivo y la estimada por la Encuesta de Expectativas Económicas para el mes.  
Fuente: INE, BBVA Research

Gráfico 3

**Sorpresas en IMACEC (puntos porcentuales)\***



\*Sorpresa definida como la diferencia entre la variación anual del IMACEC efectivo y la estimada por la Encuesta de Expectativas Económicas para el mes.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

## Análisis Cuantitativo: mucho de sorpresas locales y sesgo de la política monetaria

Para cuantificar los efectos de los cambios en los determinantes sobre las tasas de interés de largo plazo, estimamos con datos mensuales desde el año 2010 una ecuación para el cambio de la tasa de interés del BCP-10, en función de rezagos de la propia variable, del cambio en la tasa swap de 6 meses, del cambio en la tasa de interés del bono del Tesoro Americano a 10 años (UST-10), el cambio en el riesgo país y las sorpresas en dos indicadores económicos: IMACEC e IPC.

Los resultados de esta estimación arrojan que los principales determinantes para explicar el cambio en las tasas largas locales en el período 2010-2015 son las tasas de interés externas y las sorpresas en los indicadores económicos. Durante este año, considerando que las tasas largas en dólares prácticamente no han variado, **nuestra estimación atribuye un 30% del aumento de las tasas largas a las sorpresas en los indicadores económicos.**

El riesgo país y las tasas swap no resultan significativas en la muestra considerada, sin embargo, esto puede obedecer a problemas de especificación y/o a la muestra considerada. En efecto, existen claros argumentos teóricos para sostener que el aumento del riesgo país y el sesgo *hawkish* de la política monetaria pueden haber tenido un rol en el aumento reciente de las tasas largas. A modo de ejemplo, un estudio del BC del año 2007 estimó que una sorpresa de 100 pb en la TPM impactan en torno a 13 pb en la tasa del BCP-10. Considerando este resultado, lo que hemos visto este año es que la tasa swap a 6 meses ha subido 46 pb, pudiendo explicar del orden de 6 pb del aumento del BCP-10.

## ¿Hay espacio para que las tasas largas sigan subiendo?: Nulo o muy poco a mediano plazo

Vale la pena diferenciar los efectos de corto plazo (4T15) de los efectos de mediano plazo (2016). En el muy corto plazo, los factores externos e internos pueden agregar renovadas presiones alcistas sobre las tasas largas locales, sin embargo, los factores locales jugarían un rol amortiguador/anulador hacia adelante:

- i) (-) No esperamos impactos relevantes de actividad local sobre tasas en lo que resta del año. Sin embargo las expectativas serían decepcionadas el próximo año toda vez que el crecimiento se ubicaría muy probablemente bajo el piso del rango entregado por el BC en su último IPoM.
- ii) (-) Gran parte del ajuste cambiario y su impacto sobre la inflación estaría concluido a mediano plazo. Proyectamos que la inflación será algo menor a la prevista por el consenso en 2016.
- iii) (-) A mediano plazo, el discurso del BC deberá moderarse aún más en un contexto de menor crecimiento e inflación que el incorporado en el último IPoM. Subir la TPM comienza a tomar fuerza, pero incluso de concretarse, se trataría de un ajuste muy acotado, menor al contemplado en el precio de activos.
- iv) (-) Una acotada expansión del gasto fiscal en el presupuesto 2016 que puede ser sorpresiva para el mercado.
- v) (+) Referentes internacionales tienen espacios para seguir subiendo de la mano del proceso de normalización monetaria en EE.UU. y así lo proyectan la mayoría de las fuentes de información. En BBVA proyectamos que la tasa del UST-10 se ubique en torno a 2,7% a fines de 2016, si este es el caso, podemos esperar +25 pb de tasa BCP-10 en el mismo lapso.
- vi) (+) No son descartables sorpresas inflacionarias en el muy corto plazo, con una respuesta acorde por parte del Banco Central.
- vii) (+) El riesgo país ya está alto en una perspectiva histórica reciente, aunque no es posible descartar castigos adicionales en el corto plazo, considerando el ambiente de alta volatilidad externa.

**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.**