

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Emisiones soberanas 2016: presión alcista en tasas UF

Hermann González / Jorge Selaive

- Emisiones de deuda del MH se ubicarían cerca del techo facultado por la Ley de Presupuestos (US\$ 10.000 millones), con un alto componente local que se utilizará principalmente para financiar el déficit fiscal del próximo año.
- Emisiones extraordinarias para la capitalización de Codelco alcanzarían un máximo de US\$ 2.000 millones en 2016-2017.
- Alta concentración de vencimientos de papeles Central por cerca de US\$ 3.500 millones asociados a la intervención cambiaria esterilizada del año 2011. Estos serían parcialmente renovados ponderando impacto en tasas y necesidades de papeles soberanos para cumplir con las exigencias de Basilea III. Gobierno no tiene vencimientos en 2016.
- Emisiones del BC se concentrarían en el tramo de 5 años, privilegiando UF sobre pesos. Hacienda se haría cargo del tramo más largo de la curva, privilegiando UF y colocaciones a 10 años plazo.
- Preveamos un impacto acotado en las tasas largas nominales, pero levantamos el riesgo de una reacción mayor en las tasas de los papeles en UF.

I. Creciente monto de emisiones de deuda de Hacienda como consecuencia del mayor déficit fiscal

A la espera de conocer los calendarios de licitaciones de Hacienda y del Banco Central en las primeras semanas de enero, nos arriesgamos a proyectar los anuncios que se harán y los eventuales impactos financieros que podrían producirse tras estos anuncios. Para comenzar, a continuación se revisan los principales hitos de las emisiones de deuda de los últimos dos años.

2014: Hacienda anunció emisiones en el mercado local, en pesos y en UF, por **US\$ 6.000 millones**, aproximadamente. Este año también se colocaron **US\$ 2.052 millones** en bonos en euros y en dólares en los mercados internacionales. En euros colocaron €800 millones (US\$ 992 millones) a 10 años plazo con un rendimiento de 1,745% (spread de 75 pb). En dólares se colocaron US\$ 1.060 millones, utilizados para levantar recursos frescos (US\$ 508 millones) y para la recompra de bonos soberanos (US\$ 552 millones). Este bono se colocó a una tasa de interés de 3,185%, con un spread de 90 puntos base sobre el papel a 10 años de Tesoro Americano. Al momento de la emisión se señaló que los recursos serían utilizados para financiar la capitalización de Codelco, en función de la ejecución de sus planes de inversión¹. **Con esta emisión se ocupó aproximadamente un tercio del espacio extraordinario de emisión otorgado por la Ley 20.790 para capitalizar Codelco, es decir, todavía hay un espacio de unos US\$ 2.000 millones de emisiones que deberían concretarse entre 2016 y 2017.**

La Ley de Presupuestos de dicho año, en su artículo 3° autorizaba a contraer obligaciones de endeudamiento en moneda nacional o extranjera por hasta US\$ 6.000 millones y, además, permitía contraer obligaciones por US\$ 300 mil o su equivalente en otras monedas extranjeras o en moneda nacional.

1: La Ley 20.790 de octubre de 2014 autoriza al Ministerio de Hacienda para realizar aportes de capital extraordinarios a Codelco por un monto de hasta US\$ 3.000 millones.

2015: Hacienda anunció emisiones en el mercado local en pesos y en UF, por el equivalente a **US\$ 7.000 millones**. Adicionalmente se emitieron bonos en euros por **€1.390 millones** (US\$ 1.500 millones), correspondientes a la reapertura del bono soberano a 10 años por el equivalente a €440 millones a una tasa de 1,47% (Spread 85 pb) y un nuevo bono a 15 años por un monto de €950 millones a una tasa de 2,02% (Spread 60 pb)

La Ley de Presupuestos de dicho año, en su artículo 3° autorizaba a contraer obligaciones de endeudamiento en moneda nacional o extranjera por hasta US\$ 7.500 millones y, además, permitía contraer obligaciones por US\$ 500 mil o su equivalente en otras monedas extranjeras o en moneda nacional. Adicionalmente, se agregaba un espacio por hasta US\$ 1.000 millones para solventar el pago de bonos de reconocimiento.

Por lo tanto, las emisiones totales del año 2015 no contemplaron recursos para capitalizar Codelco, a diferencia de lo ocurrido con las emisiones del año 2014. Además, este año se ocupó el espacio total de financiamiento autorizado por la Ley, sin incluir los recursos que habitualmente se destinan a Organismos multilaterales.

2016: La Ley de Presupuestos del próximo año, en su artículo 3° autoriza a contraer obligaciones de endeudamiento en moneda nacional o extranjera por hasta **US\$ 9.000 millones** y, además, permite contraer obligaciones por US\$ 500 mil o su equivalente en otras monedas extranjeras o en moneda nacional. Adicionalmente, se agrega un espacio por hasta US\$ 1.000 millones para solventar el pago de bonos de reconocimiento.

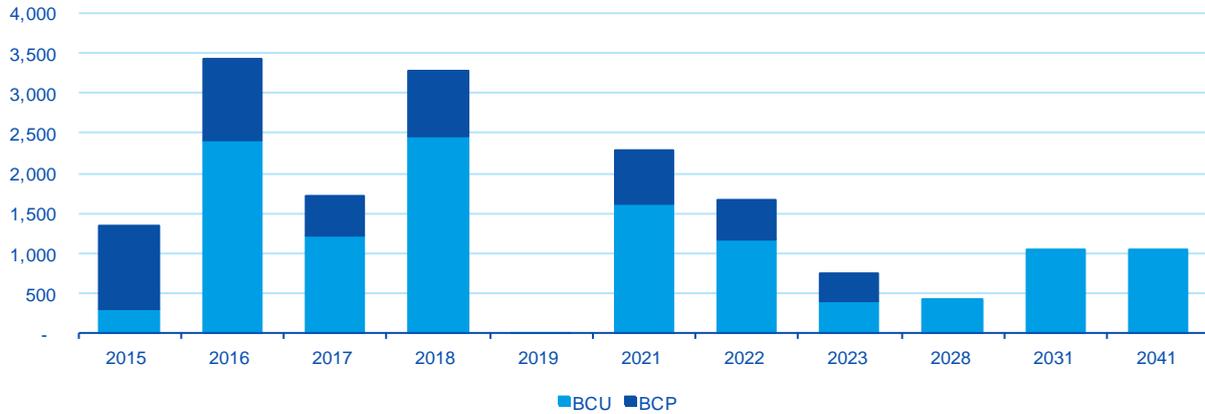
Este artículo de la Ley es facultativo y, si excluimos los US\$ 500 millones que habitualmente se destinan para compromisos con Organismos multilaterales, el espacio de deuda definido por la Ley es hasta US\$ 10.000 millones. A fines de octubre, el Ministro Valdés en un viaje a Nueva York señaló que gran parte de la deuda sería emitida en moneda local y agregó que si los precios del cobre seguían cayendo, la emisión estaría cerca del techo. Estimamos que el déficit fiscal podría ubicarse **en torno a US\$ 8.500 millones el próximo año y que podría superar US\$ 9.000 millones en un escenario de riesgo**, por lo que compartimos la visión de que sería necesario emitir en el techo o cerca del techo de los espacios que da Ley de Presupuestos.

II. Vencimientos de Bonos del Banco Central en pesos y en UF por cerca de US\$ 3.500 millones asociados a la intervención cambiaria esterilizada del año 2011

El próximo año se producirá una relevante concentración de vencimientos de papeles del Banco Central como muestra el Gráfico 1. Vencen dos emisiones de BCP-5 hechas en febrero y agosto del año 2011, por el equivalente a US\$ 1.000 millones aproximadamente; dos emisiones de BCU-5 también hechas en febrero y agosto de 2011, por un total de US\$ 2.000 millones y un BCU-10 emitido en enero de 2006 por el equivalente a cerca de US\$ 400 millones.

Gráfico 1

Perfil de vencimientos BCCh (MM de US\$)

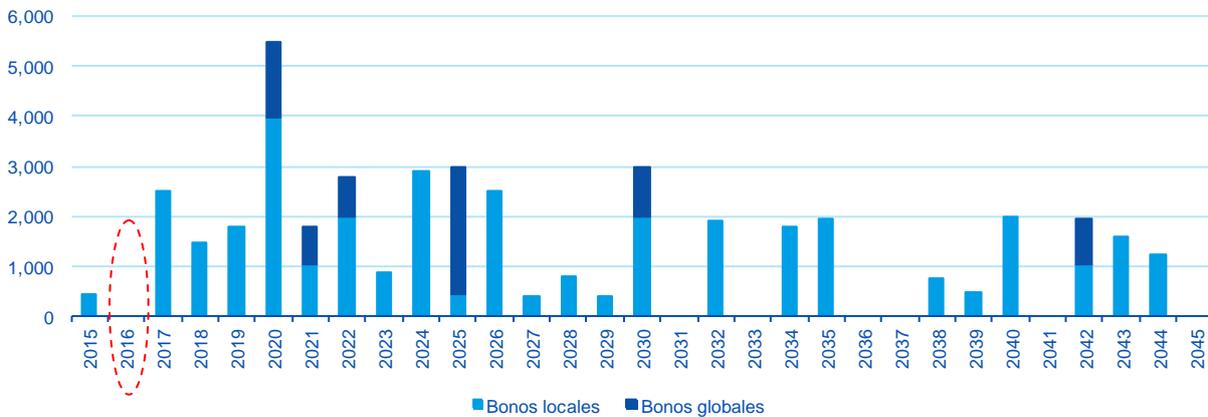


Fuente: BBVA con datos del BCCh. Al 30/12/2014. Montos expresados en US\$ usando un TC de \$700 y un valor de la UF de \$26.000.

Por su parte, el gobierno no tiene vencimientos el próximo año por lo que las emisiones del Fisco serían destinadas principalmente a financiar el déficit fiscal (Gráfico 2).

Gráfico 2

Perfil de vencimiento de los bonos del Fisco (MM de US\$)



Fuente: Dipres, BBVA Research

III. Proyecciones

El Banco Central con vencimientos aproximados de US\$ 3.400 millones el próximo año, optaría por no renovarlos completamente, cediendo espacios para las necesarias mayores emisiones de Hacienda. Sin embargo, el espacio que podría dar sería acotado debido a las relevantes necesidades de deuda BC que tienen principalmente los bancos en la transición hacia la incorporación de los estándares de Basilea III. Tampoco es descartable que haya consideraciones respecto a preparar el camino hacia un activo mercado de Repos lo que sugeriría dejar “algo corto” al mercado. Basados en la denominación de los vencimientos que se avecinan, **estimamos que anunciaría emisiones por un monto en torno a US\$ 2.500 millones con una composición de 30% pesos y 70% UF a cinco años plazo** (Tabla 1).

Tabla 1

Emisiones de deuda pública año 2015 y proyecciones 2016 (MM de US\$)

	MH-2015	MH-2016	BC-2015	BC-2016	Total-2015	Total-2016
BCP-5			2,109	750	2,109	750
BTP-10	1,180	1,445			1,180	1,445
BTP-20	984	1,105			984	1,105
BTP-30	781	850			781	850
Total BCP-BTP	2,945	3,400	2,109	750	5,055	4,150
BCU-5			-	1,750	-	1,750
BTU-5	996	-			996	-
BTU-10	1,211	2,550			1,211	2,550
BTU-20	996	1,275			996	1,275
BTU-30	801	1,275			801	1,275
Total BCU-BTU	4,004	5,100	0	1,750	4,004	6,850
Total	6,949	8,500	2,109	2,500	9,059	11,000

Fuente: BBVA Research

En cuanto a las emisiones de Hacienda, proyectamos que se ubicarán cerca del techo autorizado por la Ley de Presupuestos (US\$ 10.000 millones si se consideran los bonos de reconocimiento). **Estimamos que esta emisión estaría compuesta de emisiones en moneda local por unos US\$ 8.500 millones y emisiones en el exterior, probablemente en euros, por US\$ 1.500 millones.** Esto último, para continuar con el proceso de elaboración de un *benchmark* en euros para las empresas nacionales. En cuanto a la deuda emitida en el mercado local, siguiendo lo hecho este año, **la composición sería aproximadamente 60% en UF y 40% en pesos.** Si efectivamente el BC emite solo a 5 años, **Hacienda ocuparía el tramo más largo de la curva privilegiando emisiones a 10, 20 y 30 años y favoreciendo en términos relativos emisiones a 10 años.** Adicionalmente, no es posible descartar que el gobierno nuevamente recurra, tal como en 2014, a emitir deuda para recomprar deuda pasada, para suavizar la curva de vencimientos (ver gráfico 2). Cabe recordar que este tipo de emisiones no utilizan el espacio permitido por la Ley de Presupuestos.

La experiencia reciente muestra que los anuncios de emisiones del Banco Central y Hacienda tienen impactos acotados sobre las **tasas de interés nominales** de los instrumentos soberanos a 10 años plazo cuando se corrige por los movimientos en las tasas externas. El efecto ha sido alcista en los últimos tres años, sin superar los 5 puntos base. Sin embargo, la experiencia de los años 2013-2014 nos lleva a ser más cautelosos sobre los posibles impactos del anuncio sobre las **tasas de los documentos indexados**, donde no se puede descartar una reacción alcista mayor, dependiendo de la composición (UF-peso) del anuncio.

Tabla 2

Cambio promedio en tasas de interés (puntos base)*

	Δ BGP-10	Δ BCU-10	Δ UST-10	Δ BGP-10*
2012	-7	-12	-1	-6
2013	10	16	11	4
2014	-6	22	-18	3
2015	-8	-7	-26	5

*Cambio promedio en las tasas durante los diez días posteriores a la fecha del anuncio del programa de licitaciones respecto a los diez días previos al anuncio.

Δ BGP-10* corresponde al cambio en el BGP-10 ajustado por el efecto del cambio en el bono del tesoro americano (Δ UST-10).

Fuente: Bloomberg, BBVA Research

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 / 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.