

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Tipo de cambio: la inflexión podría estar cerca

Unidad Chile

- Existe consenso en las encuestas respecto a que el tipo de cambio tendría presión alcista permaneciendo en o sobre \$600 durante todo el 2015.
- Cuestionamos la visión depreciativa de mediano plazo. Reiteramos que todas las “eventuales” presiones depreciativas para el peso estarían temporalmente concentradas en el corto plazo, y proyectamos apreciación a plazos medios.
- La falta de confianza en Chile habría venido de extranjeros y locales. La reciente depreciación habría estado acompañada, más allá de los drivers tradicionales, de mayor inversión extranjera de AFPs con cobertura cambiaria en mínimos y cierta presión NDF de extranjeros que se ha revertido y estabilizado.
- El tipo de cambio se ubica por sobre fundamentales con un castigo que puede revertirse antes o de la mano de mejores cifras de actividad. El fisco gastará más, emitirá significativamente más y liquidará activos del tesoro. Con mayor gasto público desde la última parte del año, un Banco Central sin recortes consecutivos y mostrando mayor cautela antes de llegar a 2,75% y, finalmente, cifras de actividad en torno a 2,5%/3% a/a, vemos una probabilidad no despreciable que la paridad regrese a niveles de \$570-\$585 *no más allá* de principios del 2015, sin descartar que pueda ocurrir mucho antes.

La actividad de junio y julio estuvieron particularmente volátiles respecto a las proyecciones de los agentes. La razón principal se encontraría en el sector minero. Las cifras entregadas por el INE han diferido de manera importante de las incorporadas por Cuentas Nacionales en la elaboración del IMACEC. Solo los últimos meses del año tendríamos registro entre 2,5% y 3,0% a/a que dejarían de lado la presión depreciativa sobre la moneda. **Ver para creer, y será aquello lo que podría mantener cierta debilidad del peso en el corto plazo.**

La situación cambiaría “a más tardar” a inicios del 2015, cuando comiencen a conocerse las cifras de actividad de noviembre y diciembre. La mejor base es solo un elemento que empujará la actividad. También mayor crecimiento de PIB RR.NN. y gasto fiscal (Gráfico 1). Cifras de crecimiento en esos niveles con una política monetaria sin grandes retos adicionales nos parecen consistentes con un peso algo más fuerte.

Gráfico 1

Actividad mensual y tipo de cambio nominal (porcentaje, peso-USD)



Nota: Proyecciones de crecimiento mensual. Rango de estimación para el tipo de cambio peso-dólar.
Fuente: BCCh, BBVA Research

En un contexto en que el peso se encuentra castigado respecto a comparables, y se ubica por sobre fundamentales tradicionales para explicar su dinámica de corto y mediano plazo, la reversión apreciativa sería parte del escenario delineado anteriormente (Gráfico 2 y 3). El argumento en contra estaría vinculado a la apreciación del dólar a nivel internacional, pero por otro lado, la mayor liquidez proveniente de rearmes de portafolio en Europa luego del QE del BCE dejan a los mercados emergentes menos drenados de capitales externos. El conjunto de esos aspectos sería suficiente para impedir apreciaciones mayúsculas, pero sí suficientes para mantener el rango \$570-\$585.

Gráfico 2

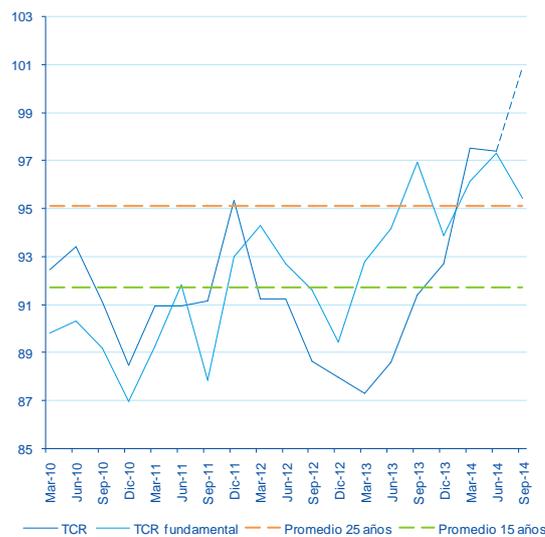
Tipo de cambio nominal efectivo y estimado con modelo de C/P* (\$/USD)



*TCN Estimado por fundamentales en base a Cowan et al (2006) sin variables ARIMA de sobreajuste. Error Estándar de 4%, indicando que el desalineamiento estadísticamente significativo es de \$25. Estimado hasta el 11 de septiembre de 2014.
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 3

Tipo de cambio real efectivo y estimado (\$/USD)



Fuente: Modelo BEER, BBVA Research

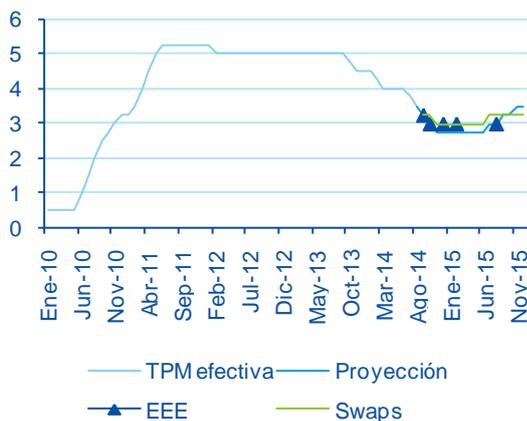
El Banco Central ha dejado de estar presionando hacia depreciaciones del peso. El estar ya cerca de la TPM terminal y camino a que incluso se señale un sesgo neutral (esperamos que cuando la TPM se ubique en 2,75%), aleja argumentos depreciativos por diferenciales de tasas (Gráfico 4). El reciente comunicado del Instituto Emisor, donde modera el sesgo expansivo, tiene más de una lectura, pero la que más nos acomoda es que estaríamos aterrizando a la TPM terminal. La tarea restante sería indicar con mayor claridad la integral de estímulo monetario que desea inyectarse, lo que a su vez requiere algún tipo de definición del rango de TPM neutral y la velocidad a la que se desea converger.

Por ahora, el Banco Central ha guiado las expectativas respecto al futuro inmediato de la política monetaria, refiriéndose a lo delineado en las encuestas y precios de activos. Falta ver mensajes similares para la TPM a mediano/largo plazo. El *forward guidance* sería probablemente la herramienta para inyectar estímulo monetario adicional de ser necesario. En concreto, bajar la TPM o dejarla abajo más tiempo tendrían impactos “muy similares” sobre las expectativas de los agentes y en la transmisión del impulso monetario.

En ese contexto, el recorte de octubre no estaría asegurado, y podría concretarse en noviembre o diciembre. El último recorte sería entonces ya entrado el 2015.

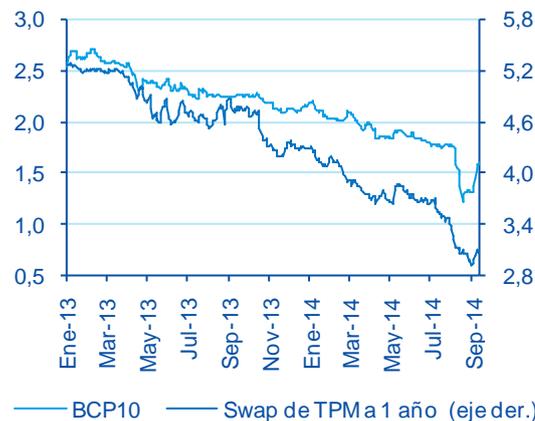
Nos encontramos en el corto plazo con una proyección para el IMACEC de agosto entre 1% y 1,5% a/a, por sobre consenso, cuyo principal riesgo bajista proviene de reversiones en las sorpresas positivas provenientes del sector minero. Asimismo, proyectamos un IPC de septiembre en torno a 0,7% m/m. El conjunto de estas cifras podría llevar a que continúe el combustible de alza de tasas en la parte media y larga de la curva, particularmente nominal con potenciales ajustes de portafolio a nivel de agentes institucionales y FFMM que podría alimentar estas alzas de tasas (Gráfico 5). Estos aspectos serían parte del diagnóstico de contención depreciativa que incluso podría llevar a que visiones marcadamente sobre \$600 no se concreten.

Gráfico 4
TPM efectiva y trayectorias implícitas en EEE y swaps (porcentaje)



Fuente: BCCh, Tradition, BBVA Research

Gráfico 5
Curva swap de TPM a 1 año y BCP10 (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, ABIF, BBVA Research

El fisco tiene una tarea ardua: cumplir con la ejecución completa el 2014 y entregar un escenario fiscal contracíclico que no levante cuestionamientos sobre sostenibilidad fiscal. Considerando un déficit fiscal estructural no superior a 1,25% del PIB el gasto crecería de manera importante y la habilidad para lograr convergencia a balance estructural hacia el 2018 no se comprometería (Tabla 1). En cualquier caso, una expansión del gasto de 9% a/a la segunda parte del 2014 y algo similar el 2015 serían apreciativas para el peso, particularmente si se concentran en obras públicas y vivienda.

Tabla 1
Resultados fiscales 2015 en base a la meta de déficit estructural

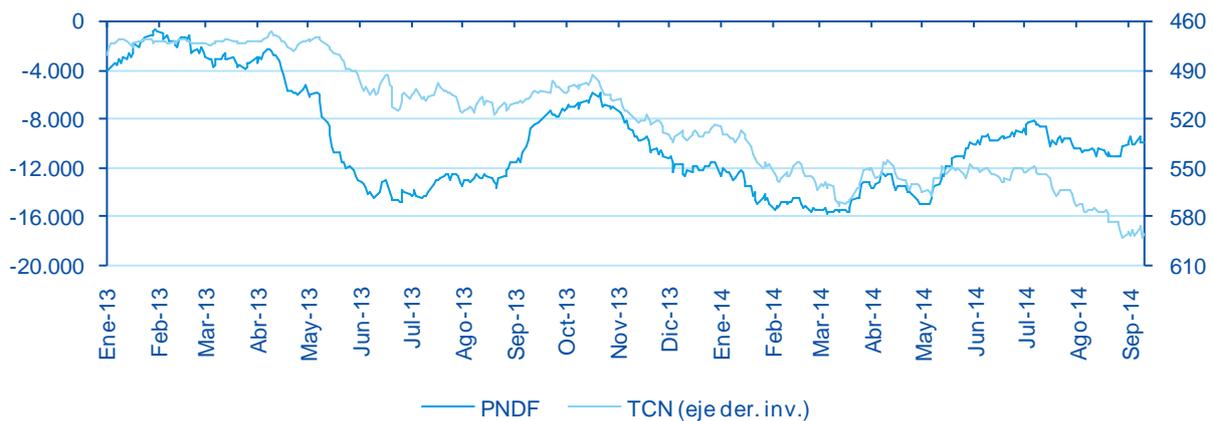
Meta déficit estructural (% del PIB)	-0,75	-1,00	-1,25
Balance efectivo (% del PIB)	-2,1%	-2,3%	-2,6%
Balance efectivo (USDbn)	-5,5	-6,1	-6,7
Crecimiento del gasto (var. a/a real)	6,7%	7,9%	9,0%
Límite de endeudamiento (USDbn)	10,5	11,1	11,7

Nota: Se utilizan las elasticidades públicas entregadas en varios informes de la Dipres y Hacienda, en conjunto con estimaciones propias.

Fuente: BBVA Research

Los agentes externos vieron con asombro el desplome de las perspectivas de actividad terminado el primer trimestre del 2013 unido al anuncio de tapering. Sin embargo, su posición ha cambiado en lo más reciente. El desarme de posiciones (*unwinding de carry trade*) fue relevante en términos netos entre abril 2013 y abril 2014, pero el convencimiento de que existe poco espacio para recortes adicionales en la TPM, y que se avecina mayor y concentrado gasto público han alejado las manos de algunos extranjeros (Gráfico 6).

Gráfico 6
Posición neta en el mercado derivado externo y tipo de cambio nominal (millones de USD, \$/USD)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Los agentes externos no solo vieron a Chile sino probablemente a gran parte de las economías emergentes con peores ojos (Gráfico 7). A pesar de que la tasa selic en Brasil tuvo un camino ortogonal al de Chile, el desarme de posiciones de *carry* fue relativamente conjunto. El menor crecimiento esperado en el corto y mediano plazo habría llevado al cierre de posiciones que se beneficiaban de apreciaciones de las monedas.

Gráfico 7

Posición NDF Chile y Open Interest Brasil (millones de USD, contratos, promedio móvil 30 días)

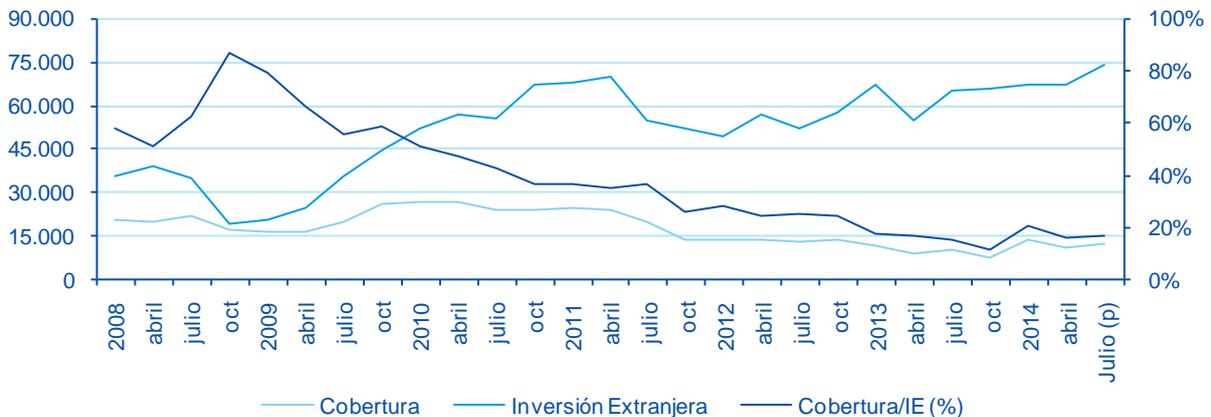


Fuente: BCCh, BM&F. BBVA Research

Los agentes que parecen algo más agnósticos respecto a los activos chilenos son los institucionales locales. En particular, por su tamaño, las AFPs han incrementado su inversión en el extranjero pero con coberturas cambiarias como porcentaje de los fondos con caídas casi persistentes (Gráfico 8). Bienvenido para los fondos, pero ciertamente inyectando algo de combustible a la depreciación del peso.

Gráfico 8

Cobertura Cambiaria AFP's

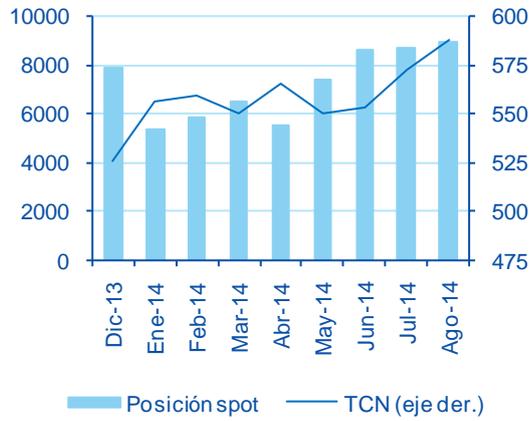


Fuente: BBVA Research

En efecto, agentes institucionales habrían aumentado su exposición a activos externos comprando USD spot sin la cobertura cambiaria observada el 2010. Aquello explicaría parte de la rentabilidad de los fondos. El gráfico 9 presenta la posición spot USD del mercado cambiario formal. A pesar de que no se dispone de una desagregación por agente, cuesta pensar que agentes distintos a los institucionales (AFP's, FFMM y Cias de Seguros) hayan estado comprando dólares spot.

La depreciación del peso ha sido significativa y acelerada, apoyada por rentables decisiones de inversión de agentes institucionales. Sin embargo, mejoras en los fundamentales dejan amplio espacio para que cierto *home bias* retome fuerza y termine presionando a la baja el tipo de cambio, lejos del consenso lateral para de la paridad local vertido en todas las encuestas de expectativas.

Gráfico 9
Tipo de cambio nominal y Posición spot* (\$/USD, millones de USD)



*Posición spot con signo inverso
 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.