

Observatorio Económico

Chile

Santiago, 20 de diciembre de 2013
Análisis Económico

Jorge Selaive
Economista Jefe
jselaive@bbva.com

Hermann González
Economista Principal
hermannesteban.gonzalez@bbva.com

Escenario alcista para las tasas de interés de largo plazo chilenas

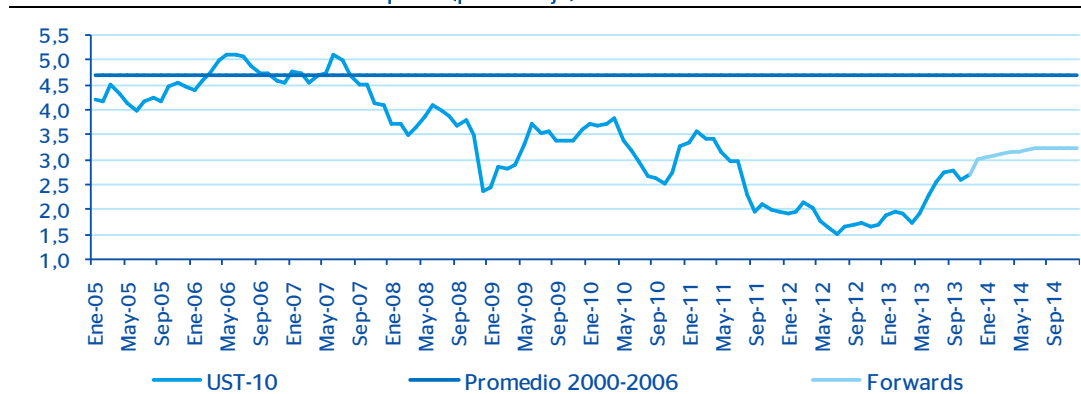
- **Existe cierto consenso que la tasa de interés de largo plazo en EE.UU. estaría destinada a aumentar**, parte de lo cual ya estamos viendo. Podemos discutir la velocidad y nivel terminal a diciembre 2014, pero parece claro que su camino es alcista.
- **De manera aparentemente compensatoria para el impacto de las tasas externas sobre sus contrapartes locales, en algunas economías emergentes y, Chile en particular, tendremos bajas en la TPM.** Se espera que la TPM se ubique en 4,25% en los próximos meses, y en BBVA Research esperamos que incluso los recortes sean algo superiores a los plasmados en el precio de activos. Estimamos los escenarios cuantitativos para las tasas de interés de largo plazo en Chile a la luz de los shocks anteriores revisando cuán estrecha es la relación entre tasas externas y locales, así como el impacto de bajas sorpresivas en la TPM en la parte larga de la curva de tasas de interés.
- **Considerando diversos escenarios extremos como intermedios, pasando por los implícitos en swaps CLP para la TPM y en los futuros para el UST-10, la tasa del BCP-10 emprendería un camino alcista que lo ubicaría en un caso extremo hasta 70 pb. sobre su nivel actual hacia fines del 2014.** Niveles bajo 5% para este papel soberano parecen de carácter transitorio de cara a posiciones de mediano plazo. Ni bajas sorpresivas de 100 pb. en la TPM -por sobre el 4,25% implícito en el precio de activos- evitarían que la tasa de interés del *benchmark* nominal 10 años continúe ascendiendo.
- **Si el diagnóstico direccional es compartido por el Banco Central para las tasas de interés largas existen al menos dos implicancias.** Por un lado, la política monetaria tendría un desafío en su transmisión de las bajas de la TPM hacia la parte larga de la curva. Consecuentemente, no son descartables bajas superiores a las contempladas en el precio de activos por este concepto. Por otro lado, es esperable que se confirme un calendario de deuda relativamente pobre de papeles Banco Central (a anunciarse a fin de este mes). No solo tenemos fácticamente bajos vencimientos el 2014, sino que podría ser apropiado tener emisiones por debajo de las observadas en años previos ante los vientos alcistas que tendrían las tasas *benchmark*.
- **Un factor local que podría mantener acotadas las alzas de los papeles *benchmark* (particularmente papeles BCCh) es el alto apetito de la banca chilena por dichos instrumentos de cara a exigencias con miras a Basilea III.** No debería extrañarnos ver altas emisiones de papeles bancarios el 1T14, junto a importante acopio de papeles *benchmark* con duraciones intermedias.

Shocks en direcciones contrarias sobre tasas de interés locales

Las tasas de interés locales en una economía pequeña y abierta como la chilena son altamente dependientes de la evolución de las tasas de interés internacionales. En efecto, en ausencia de barreras a los movimientos de capitales, el arbitraje internacional lleva a que los rendimientos de los instrumentos internos, ajustados por premios por riesgo y expectativas de apreciación o depreciación de la moneda local, se tiendan a igualar con el rendimiento de los instrumentos externos. Dado que en nuestro país impera desde septiembre de 1999 un sistema de flotación cambiaria, el coeficiente de traspaso desde las tasas de interés internacionales a las locales no solo es distinto de uno, como ocurriría por ejemplo en una economía con tipo de cambio fijo y sin expectativas de depreciación de su moneda, sino que además tiene amplios espacios de fluctuación.

En la coyuntura actual, después de varios años de una política monetaria ultra expansiva por parte de la Fed, se discute intensamente el momento en que comenzará a retirarse el estímulo monetario no convencional y, a su vez, el momento en que se comenzará a normalizar la política monetaria convencional con alzas en la tasa *Fed funds*. Naturalmente todo este proceso tendrá implicancias en las tasas de interés locales y este estudio busca aportar evidencia cuantitativa en relación al impacto que tendrán las alzas que vienen en las tasas de interés de los bonos del tesoro de EE.UU. (Gráfico 1) en las tasas de interés de los instrumentos locales libres de riesgo.

Gráfico 1
Bono del tesoro de EE.UU. a 10 años plazo (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

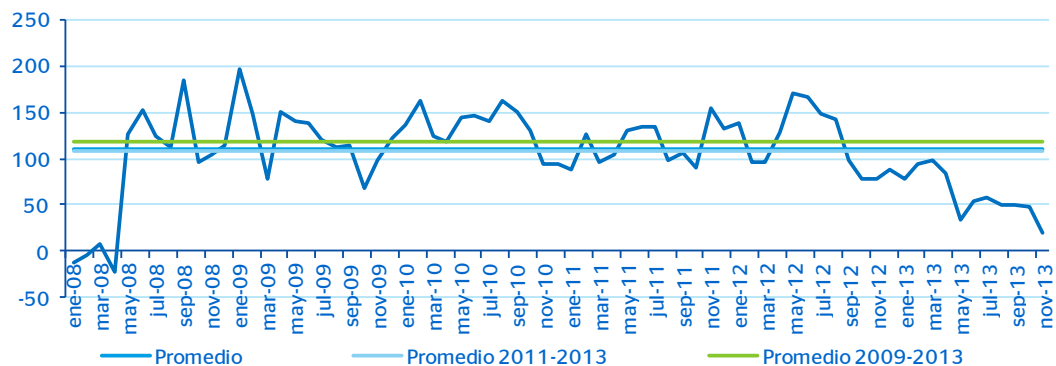
Pero este no será el único shock que enfrentarán las tasas largas en Chile en el futuro cercano, porque adicionalmente nos encontramos en medio de un ciclo expansivo de la política monetaria que está presionando a la baja los rendimientos de las tasas largas y podría hacerlo aun más en el transcurso del próximo año, en caso que la TPM se ajuste más allá de lo que está actualmente incorporado en los precios de los activos. De hecho, en BBVA Research consideramos que el estímulo monetario será al menos 25 pb. por sobre el implícito en el precio de activos y plasmado en el escenario base del Banco Central.

En este contexto, la pregunta deja de ser teórica para pasar al ámbito empírico. ¿Cuál es el impacto neto sobre las tasas de interés de largo plazo en Chile de diversos escenarios implícitos en expectativas de mercado?

El *rationale* financiero: Premio del BCP-10 en mínimos

¿Qué tiene que hacer un inversionista profesional para llevar un UST-10 a BCP-10 y viceversa? Utilizar los precios de mercado pasando por el swap spread americano, el swap spread chileno y los *basis* locales. Haciendo ese ejercicio, el premio de los bonos soberanos locales se ubica en niveles bajo sus promedios históricos. El Gráfico 2 presenta el premio del BCP-10 *hedged* sobre el UST-10. El retroceso en el premio pagado por papeles chilenos sobre sus contrapartes americanas ha sido casi secular desde principios del 2012, en conjunto con mayores emisiones de deuda en exterior que también han mantenido bajo presión los *basis* que se ubican en mínimos históricos.

Gráfico 2
Premio del BCP-10 sobre el UST-10* (puntos base)



(*) Se calcula en base government swap spread UST-10, BCP-10 swap spread y los *basis* 6M locales.
Fuente: Bloomberg, Bolsa de Comercio de Santiago, BBVA Research

Las emisiones corporativas en el exterior han sido profusas desde el 2009. De hecho, las emisiones de empresas y bancos en los mercados internacionales han respondido a los incentivos financieros que se ejemplifican con el alto *carry to risk* (Gráfico 3). En lo más reciente, el incentivo ha disminuido, aunque se mantiene atractivo en plazas donde la exigencia de premio por el riesgo de crédito corporativo chileno es menor (Japón y Suiza son ejemplos claros). Debemos consignar en todo caso, que la capacidad de absorción de deuda en dichos mercados es bastante menor, y no extraña que las emisiones sean de bajo monto.

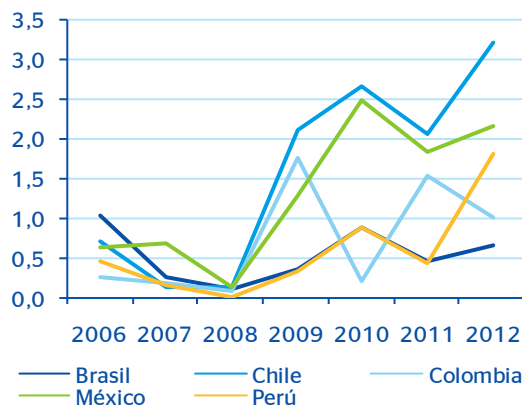
Gráfico 3
Proxy de incentivo para Emitir en el exterior (índice)*



(*) *Carry to risk* = (TIR de bonos corporativos en pesos chilenos de 2 a 4 años - Tasa del Tesoro a 5 años en dólares) - Prima de riesgo de empresas de Chile en el exterior) / Volatilidad implícita del tipo de cambio a 90 días.
Fuente: Banco Central de Chile

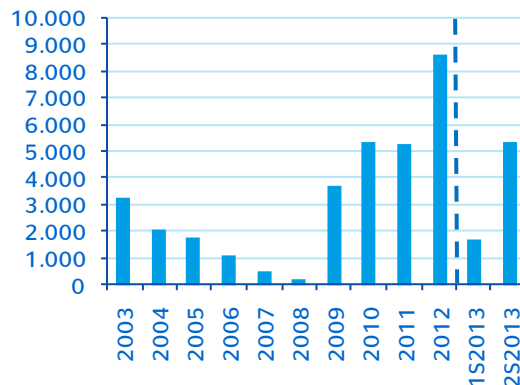
En ese contexto, hemos visto colocaciones de bonos en mercados internacionales bastante por sobre el resto de Latinoamérica al ser medidas como porcentaje del PIB y en montos absolutos, particularmente hasta la primera parte del 2013 (Gráfico 4 y 5).

Gráfico 4
Colocaciones de bonos en el exterior (% del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico 5
Colocaciones de bonos corporativos en el exterior (millones de USD)



Fuente: Banco Central de Chile

El escenario anterior plantea grandes desafíos para comprender cabalmente las razones del menor premio exigido sobre deuda soberana chilena. Fácticamente, hemos presenciado el retroceso de los *basis* a niveles históricamente bajos, situación que dado el escenario de desaceleración económica y menor apetito por emergentes hace prever un escenario menos benevolente al menos en esa dimensión, más aún si incorporamos eventuales aumentos en el impuesto de Timbres y Estampillas que son parte del programa de MB.

El mensaje principal del *rationale* financiero es que estamos en una situación de baja exigencia de premio para deuda soberana chilena sobre deuda americana, en un contexto donde debemos considerar un muy probable menor dinamismo en las colocaciones en el exterior, eventuales mayores ajustes en la liquidez de corto plazo en dólares, ajustes al alza en el impuesto de T&E y desaceleración económica. ¿Volverá el premio del papel chileno a niveles promedio?

Traspaso de tasas de interés: No está muerta, sino de parranda a veces

En 2005, un estudio del Banco Central de Chile cuantificó los coeficientes que relacionan a las tasas de interés internas con las tasas de interés externas a plazos comparables¹. Este estudio encontró un coeficiente de traspaso en torno a 0,5 entre las tasas de interés internacionales (UST-5 y UST-10) y las tasas de interés internas en UF (BCU-5 y BCU-10)

Por otra parte, el IPoM de mayo de 2009 señalaba que “los movimientos de las tasas de los bonos de EE.UU. se asocian a las tasas largas en Chile con un coeficiente de traspaso que, controlando por otras variables, oscila entre 0,2 y 0,4, dependiendo de la reajustabilidad y plazo del bono”².

La estimación más reciente disponible para este efecto corresponde al Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del segundo semestre 2013. En efecto, el informe plantea que uno de los principales riesgos externos para la estabilidad financiera se relaciona con el proceso de retiro del programa excepcional de estímulo monetario en EE.UU., el cual tendría efectos sobre las tasas de interés de largo plazo en Chile. Con todo, el mismo IEF señala que “no es inusual encontrar períodos de baja covarianza entre las tasas de interés locales y externas” y agrega que “en términos comparativos la tasa soberana local presenta una baja sensibilidad a las tasas externas”. Esto último lo sustenta en un modelo de paridad descubierta de tasas que arroja un coeficiente de traspaso en torno a 0,5, para una muestra que fluctúa entre 2005 y 2013.

¹ http://www.bcentral.cl/estudios/revista-economia/2005/ago/Vol8N2ago2005pp91_94.pdf

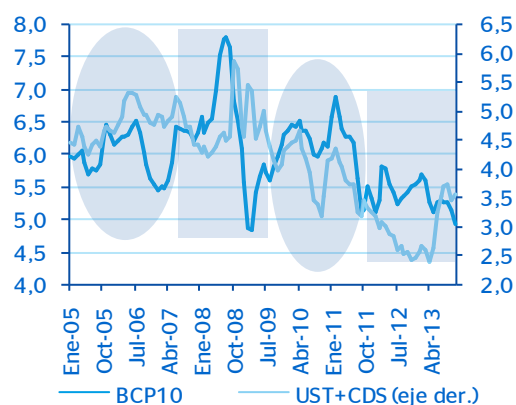
² Recuadro III.1: Tasas de interés de largo plazo de los bonos del Banco Central y Tesorería. Págs.27-28

Por otro lado, en relación con el impacto de las sorpresas de la TPM en las tasas largas, un estudio publicado por el Banco Central en abril de 2007 señala que ante un cambio no anticipado de la TPM de 100 puntos base, la respuesta de la curva de rendimiento nominal es 35 puntos base a un año y se reduce hasta 13 puntos base a diez años plazo³.

Estimación y escenarios para la tasa de interés de largo plazo en Chile

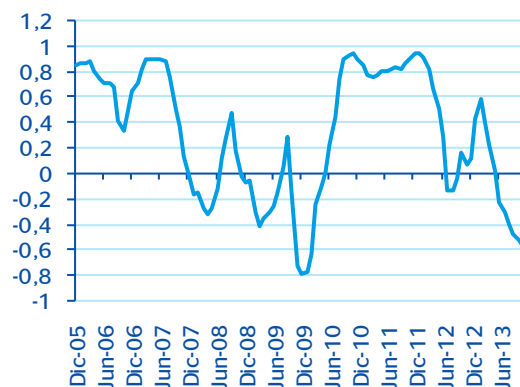
El Gráfico 6 muestra la evolución que ha tenido en el período 2005-2013 la tasa del BCP-10 y la tasa del bono del tesoro de EE.UU. a 10 años más el *Credit Default Swap* (CDS) de Chile. Se observan períodos de alta y baja correlación, los primeros marcados en círculos y los segundos marcados en rectángulos. Este resultado visual se ratifica al observar el gráfico que muestra la correlación móvil anual (Gráfico 7).

Gráfico 6
BCP-10 y UST-10+CDS



Fuente: Bloomberg, ABIF, BBVA Research

Gráfico 7
Correlación BCP-10 y UST-10+CDS (12 meses móviles)



Fuente: BBVA Research

Los dos episodios de correlación baja o incluso negativa entre las tasas de interés locales e internacionales abarcan: (1) el episodio de alta inflación en Chile del año 2008 y posterior relajamiento monetario a raíz de la crisis del año 2009 y (2) un período de desacople del ciclo económico local con el de EE.UU.: primero un período de alto crecimiento interno con tasas altas, mientras en EE.UU. se expandía el relajamiento cuantitativo y luego la desaceleración económica en Chile, con bajas de tasas, mientras en EE.UU. se consolida un escenario de recuperación económica con expectativas de pronto retiro de los estímulos monetarios.

³ <http://www.bcentral.cl/estudios/revista-economia/2007/abr/v10n1abril2007pp37-50.pdf>

Estimando el impacto neto: alzas del papel soberano CLP

En primer término, replicamos la estimación hecha por el Banco Central en el IEF del segundo semestre de este año y encontramos que el coeficiente estimado varía entre 0,3 y 0,6 dependiendo de la muestra que se considere. En efecto, tomando datos para el período 2004-2013 se obtiene un parámetro cercano a 0,3, el cual no cambia mayormente a menos que se acote significativamente la muestra. Es así como al tomar datos desde el año 2008, el coeficiente sube a 0,4 y al tomar datos desde el año 2010, el coeficiente se aproxima a 0,6⁴.

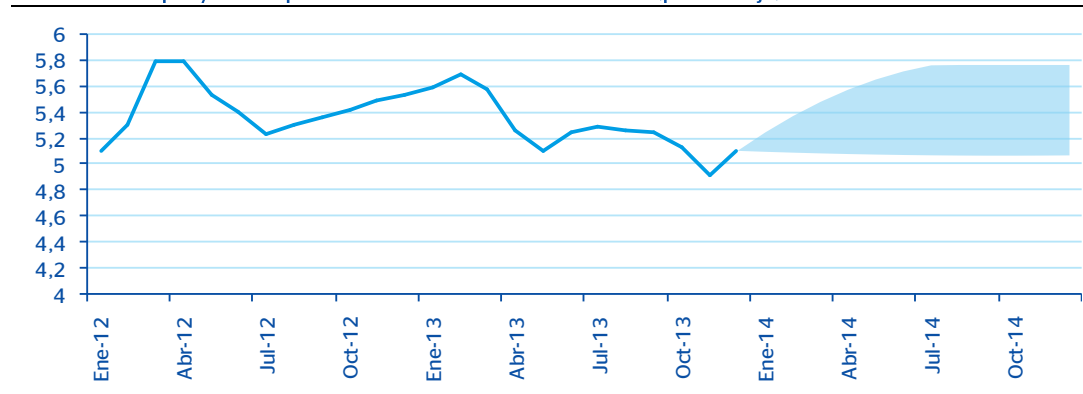
Alternativamente estimamos el coeficiente de traspaso entre tasas de interés externas e internas para el plazo de diez años siguiendo la metodología usada en el citado estudio del Banco Central del año 2005, pero ampliando la muestra, reemplazando las tasas en UF por BCP e incorporando el riesgo país de Chile por medio del CDS⁵. En este caso se utilizó un rezago tanto para la variable dependiente (el cambio en la tasa del BCP10) como para la variable independiente (el cambio en la tasa del UST-10). Esta estimación confirma los resultados al arrojar un coeficiente de largo plazo que fluctúa entre 0,2 y 0,3, el cual sube a niveles de 0,5-0,6 cuando se acota la muestra a los últimos 4 años (desde 2010 en adelante).

Los escenarios que se presentan a continuación para la tasa del BCP-10 consideran:

- i) El piso y el techo del traspaso de tasas externas a internas, es decir, 0,2 y 0,6
- ii) Tres escenarios para la tasa del UST-10 a fines de 2014: futuros (3,25%), proyección de BBVA Research (3,4%) y un escenario de riesgo (4,0%)
- iii) Dos escenarios para la TPM, en ambos hay sorpresas a la baja respecto del 4,25% actualmente implícito en el mercado. En un caso de 50 puntos base y en el otro de 100 puntos base.

Partiendo de un nivel de 5,10% para el BCP-10 estimamos un abanico de posibilidades, cuyos resultados se muestran en el gráfico 8 y en las Tablas 1a y 1b.

Gráfico 8
Escenarios de proyección para el BCP-10 a diciembre de 2014 (porcentaje)



Fuente: BBVA Research

El escenario de menor tasa para el BCP-10 a diciembre del próximo año es uno en que se da un bajo traspaso de tasas externas a internas, un aumento del GT-10 de acuerdo a futuros y una baja sorpresiva de la TPM de 100 puntos base (a niveles de 3,25%). En ese caso, el BCP-10 se ubicaría en 5,06.

⁴ La ecuación estimada fue: $R_t = \alpha_i + \beta_i(Tbond + CDS) + \varepsilon_t$. El IEF señala que la ventana de estimación utilizada fluctúa entre 2005 y 2013.

⁵ Se estimó una ecuación del tipo: $\Delta i_t = \alpha + \beta_i \sum_{i=1} \Delta i_{t-i} + \delta_i \sum_{j=0} \Delta i^*_{t-j} + \mu_t$

Por otro lado, el escenario de mayor tasa para el BCP-10 a diciembre del próximo año es uno en que se da un alto traspaso de tasas externas a internas, un aumento del UST-10 a 4,0% y una baja sorpresiva de la TPM de 50 puntos base (a niveles de 3,75%). En ese caso, el BCP-10 se ubicaría en 5,76.

Tabla 1a
BCP-10 a diciembre 2014 para distintos escenarios para el UST-10 y TPM (traspaso bajo)

| UST-10 | Sorpesa en la TPM | |
|-------------|-------------------|-------------|
| | -50 pb. | -100 pb. |
| 3,25 | 5,13 | 5,06 |
| 3,40 | 5,16 | 5,09 |
| 4,00 | 5,28 | 5,21 |

Nota: Se parte de un BCP-10 en 5,1%. TPM representa la sorpresa respecto a lo implícito actualmente en el precio de activos. Es decir, para -50 pb. la TPM se ubicaría en 3,75%, en tanto -100 pb. la TPM se ubicaría en 3,25%.
 Fuente: BBVA Research

Tabla 1b
BCP-10 a diciembre 2014 para distintos escenarios para el UST-10 y TPM (traspaso alto)

| UST-10 | Sorpesa en la TPM | |
|-------------|-------------------|-------------|
| | -50 pb. | -100 pb. |
| 3,25 | 5,31 | 5,24 |
| 3,40 | 5,40 | 5,33 |
| 4,00 | 5,76 | 5,69 |

Nota: Se parte de un BCP-10 en 5,1%. TPM representa la sorpresa respecto a lo implícito actualmente en el precio de activos. Es decir, para -50 pb. la TPM se ubicaría en 3,75%, en tanto -100 pb. la TPM se ubicaría en 3,25%.
 Fuente: 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 (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 / 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.