

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Las razones tras el descenso de las tasas largas locales en 2014: la inflexión estaría cerca

Unidad Chile

- Baja de tasas de interés de largo plazo este año están explicadas en gran parte por la evolución de las tasas externas y por noticias negativas de actividad. En conjunto, ambos factores explican del orden de 70% del retroceso del BCP-10 desde inicios de año.
- Un escenario de tasas largas persistentemente bajas solo es consistente con uno en que las noticias económicas siguen sorprendiendo a la baja y las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. no repuntan. No deberíamos tener sorpresas a la baja relevantes en actividad, y las tasas en EE.UU. habría llegado a un piso con perspectivas alcistas de mediano plazo.
- En la medida que el escenario macroeconómico comience a mostrar signos de recuperación y las cifras de actividad dejen de sorprender a la baja e incluso puedan sorprender al alza, veremos aumentos en las tasas de interés de largo plazo chilenas. Estas alzas se verían reforzadas si es que finalmente se concreta el postergado incremento de tasas largas en EE.UU. y también por la mayor emisión de deuda pública prevista para el próximo año a anunciarse a fines de este mes. BBVA Research proyecta anuncio de emisiones TGral por US\$11 billones.

Las tasas de interés de largo plazo han registrado caídas mayúsculas en el transcurso de este año. Diversas hipótesis se plantean para explicar estos retrocesos, toda vez que una correcta comprensión y cuantificación de lo que ha sucedido, permitirá responder a preguntas como, por ejemplo, si estas tasas están próximas a tocar piso para luego retomar una senda ascendente, o bien, se quedarán en niveles bajos por un período prolongado.

Esta nota cuantifica el impacto que han tenido sobre la trayectoria de las tasas largas (BCP-10) este año, la evolución de las tasas de interés internacionales y las decepcionantes cifras de actividad conocidas a la fecha. Metodológicamente se combinan dos propuestas presentadas en diferentes estudios del Banco Central. En el primero de ellos, se estima el impacto de las noticias económicas en las tasas de interés de largo plazo<sup>1</sup>, y en el otro, se estima el coeficiente de traspaso desde tasas de interés internacionales a tasas de interés locales<sup>2</sup>. La ecuación estimada es del tipo:

$$\Delta i_t = \alpha + \sum_{i=1} \beta_i * \Delta i_{t-i} + \sum_{j=0} \delta_j * \Delta i^*_{t-j} + \gamma * Sorpresa Imacec + \mu_t$$

Con  $\Delta i_t$  = cambio mensual en la tasa del BCP – 10

$\Delta i^*_t$  = cambio mensual en la tasa del UST – 10 + CDS

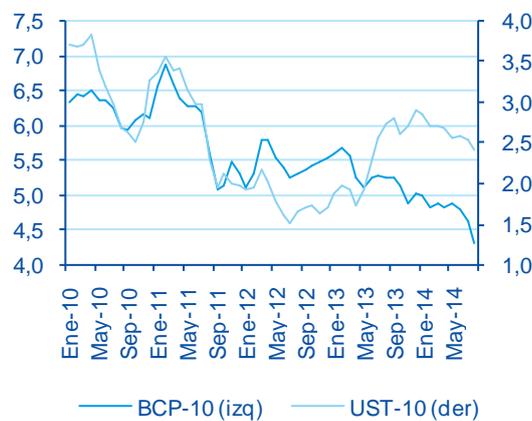
1: Meyer, J. (2006). Impacto de las sorpresas económicas en el rendimiento de los bonos del Banco Central de Chile. Banco Central de Chile. Revista Economía Chilena, volumen 9 N°2, agosto.

2: González et al (2005). Relación entre tasas de interés internas y externas. Banco Central de Chile. Revista Economía Chilena, volumen 8 N°2, agosto.

Los resultados que encontramos son los siguientes:

**Se confirma el rol de las tasas de interés externas en la evolución de las tasas de interés locales, aunque este año el ajuste experimentado por el BCP-10 ha sido superior al que se podría explicar solo por la evolución de los símiles internacionales.** En el transcurso de este año, la tasa del bono americano ha retrocedido cerca de 48 pb, mientras que la tasa del bono local ha retrocedido en torno a 72 pb (Gráfico 1). En un estudio de fines de 2013 cuantificamos que el coeficiente de traspaso entre tasas externas e internas se ubicaba entre 20% y 60% y una reestimación del coeficiente de traspaso para el período enero 2010 a agosto 2014 indica que este se ubica en la parte alta de los rangos históricos. De esta forma, el retroceso experimentado por el UST-10 este año explicaría un 39% de la baja de las tasas largas locales. Sin embargo, además de este elemento, hay factores idiosincráticos que estarían contribuyendo (Tabla 1).

Gráfico 1  
**Evolución de las tasas de interés externas (UST-10) e internas (BCP-10) (porcentaje)**



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Tabla 1  
**Incidencias de sorpresas de actividad y tasas externas en BCP10 años: Enero a Agosto 2014**

		<b>Incidencias en BCP10 (pb)</b>
<b>BCP10 en diciembre</b>	<b>5,04%</b>	
Sorpresas actividad*	-4,3 pp	-21 pb
Caída UST10Y	-48 pb	-27 pb
Otros factores (escases papeles, etc.)		-24 pb
<b>BCP10 en agosto</b>	<b>4,32%</b>	

\* La sorpresa considera hasta el IMACEC de junio

Fuente: Bloomberg, BBVA Research

**Controlando por la influencia que tienen las tasas de interés internacionales, las sorpresas negativas de Imacec conocidas este año explican del orden de 30% de la caída de las tasas de interés de los bonos del Banco Central a 10 años<sup>3</sup>.** El coeficiente estimado no es muy distinto del encontrado por Meyer (2006) lo que da cuenta de la estabilidad temporal de este parámetro. También se confirma que un factor que permanentemente incide en la evolución de las tasas largas es la evolución de la actividad económica, en particular las sorpresas respecto de lo esperado por el consenso de mercado.

**En consecuencia, estimamos que cerca de un 70% del descenso experimentado por el BCP-10 este año se explica por la caída de las tasas externas y por las sorpresas negativas en actividad.** El 30% responde a otros factores no cuantificados, entre los cuales se cuenta, por ejemplo, la escasez relativa de papeles soberanos largos (BC y TGral). Con todo, en la medida que el escenario macroeconómico comience a mostrar signos de recuperación y las cifras de actividad comiencen a sorprender al alza (*by the way*, como fue el caso del reciente IMACEC de julio) podríamos ver aumentos en las tasas de interés de largo plazo. Estas alzas se verían reforzadas si es que finalmente se concreta el postergado incremento de tasas largas en EE.UU. y también por la mayor emisión de deuda pública prevista para el próximo año.

---

3: La variable "sorpresa en actividad" es el componente no anticipado del indicador, que corresponde a la diferencia entre la cifra efectiva y la cifra esperada según la Encuesta de Expectativas Económicas.

**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.**