

## 4. Empinamiento de la curva se concreta, pero falta la depreciación real de la moneda

### Se concreta el empinamiento de la curva de rendimiento local como lo anticipamos

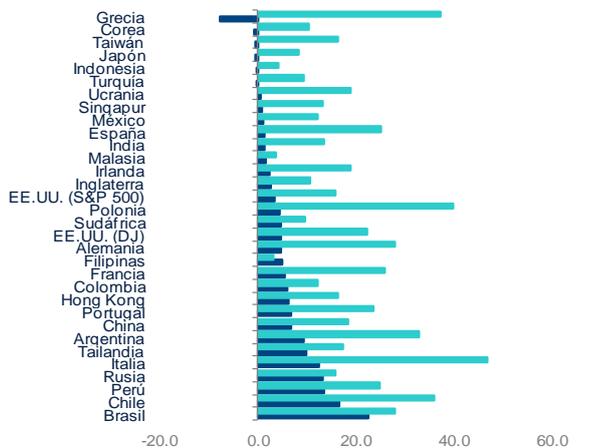
La incertidumbre sobre la evolución de la economía china sigue vigente, aunque la recuperación del precio del cobre posterior a la elección presidencial en EE.UU. ha mejorado los términos de intercambio. Como contrapartida, el peso chileno ha mantenido una fortaleza que consideramos dificulta un proceso más rápido de ajuste, toda vez que desincentiva inversiones en sectores transables en un ambiente de baja productividad.

Anticipando una recuperación económica y/o incorporando un escenario más benigno para el ambiente de negocios ante el cambio de gobierno, la bolsa local ha continuado ganando terreno destacando entre diversas plazas bursátiles (Gráfico 4.1). En términos de desalineamiento, vemos que el IPSA permanece en la parte alta de lo consistente con sus fundamentales (Gráfico 4.2).

### TCR aún en niveles insuficientes para apoyar de manera robusta inversión transable

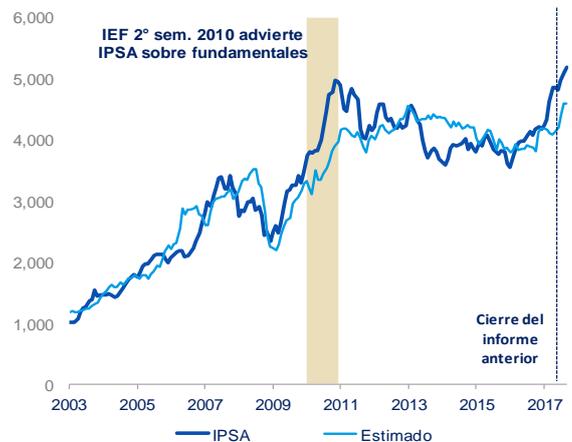
A pesar de noticias que reafirman la fortaleza de la economía americana y respecto a un relevante estímulo fiscal y reforma tributaria en EE.UU., el peso se mantiene transando en niveles bajos (Gráfico 4.3). La falta de suficiente depreciación del peso, a pesar de cifras económicas débiles y recortes en la TPM, se explica por un renovado apetito de inversionistas extranjeros por activos locales que se ha manifestado en cerca de US\$6.000 millones en operaciones de arbitraje o *carrytrade*, las que se han revertido solo parcialmente al cierre de este informe (Gráfico 4.4).

**Gráfico 4.1** Bolsas de valores del mundo (USD, var. % en 3 meses y 1 año)



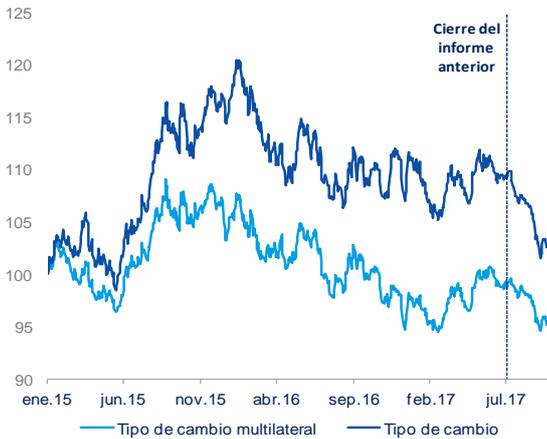
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

**Gráfico 4.2** Modelo de fundamentales del IPSA\* (índice)



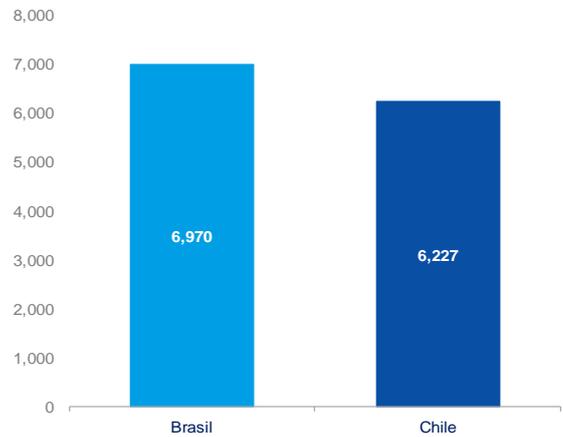
\* Modelo de fundamentales que incluye como determinantes: Imacec, precio del cobre y tasa de interés real de largo plazo.  
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

**Gráfico 4.3** Tipo de cambio multilateral y \$/USD (índices 2-ene-2015=100)



Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

**Gráfico 4.4** Operaciones de carrytrade Peso y Real\* (millones de US\$)



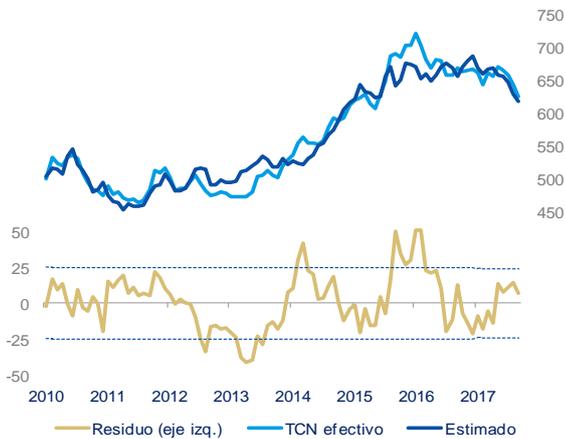
\* Contratos estandarizados para Brasil por un monto de USD 50.000. Incremento observado entre el 12-mayo-2017 y el 22-septiembre-2017. Fuente: Banco Central de Chile, BM&F Bovespa, BBVA Research

**Reafirmamos visión de alza de las tasas de interés de largo plazo, exacerbada por cambios de cotizantes a fondos de pensiones más riesgosos que ya se ha iniciado**

reasignación de recursos hacia sectores exportadores (Gráfico 4.6). La política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo que implicaría este fortalecimiento del peso y la debilidad del mercado laboral, debería continuar entregando estímulo. Nuestro escenario base contempla una depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria, fortaleza del dólar global y retrocesos adicionales en el precio del cobre.

De nuestra evaluación de desalineamiento nominal, no observamos evidencia clara de que el peso se encuentre en niveles distintos a los que sugieren los términos de intercambio y otros factores de corto plazo (Gráfico 4.5). Sin embargo, el tipo de cambio real se ubica bajo sus promedios históricos lo que nos parece dificulta una rápida

**Gráfico 4.5** Tipo de cambio efectivo y estimado (\$/US\$)\*



\* Modelo de determinación del Tipo de cambio nominal en base a evolución del Precio del cobre, Confianza empresarial, *DollarIndexy* el diferencial de tasas entre Chile y EE.UU.  
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

**Gráfico 4.6** Tipo de cambio real, TCR (promedio 1986=100)



\* Punto muestra TCR proyectado para septiembre (90,5).  
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

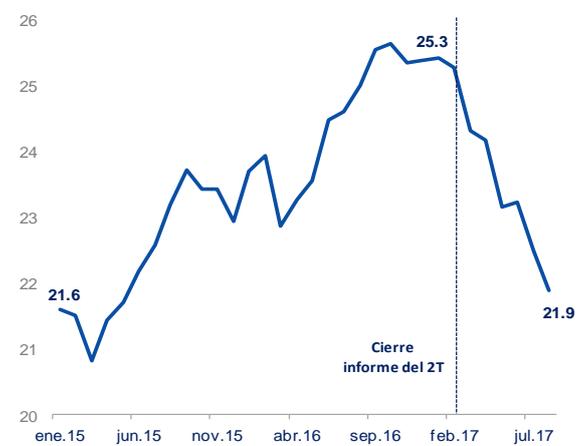
Las tasas de interés *benchmark* locales experimentaron una fuerte alza posterior a la elección presidencial en EE.UU., pero luego revirtieron para ubicarse en mínimos históricos a mediados de abril (Gráfico 4.7). De particular preocupación para las tasas de interés de largo plazo locales es una reversión en el comportamiento precautorio que tuvieron los cotizantes de las AFPs que estuvieron moviéndose a fondos menos riesgosos (Fondo E) parte importante del 2016, pero que ante rentabilidades mejores en lo más reciente, están moviéndose paulatinamente hacia fondos más riesgosos (Gráfico 4.8). Lo anterior ha contribuido al empinamiento de la curva de rendimiento local que anticipamos ocurriría.

**Gráfico 4.7** Tasas de interés nominal a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

**Gráfico 4.8** Activos de AFPs en bonos soberanos locales (porcentaje del total de activos del sistema)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, BBVA Research

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Chile

**Economista Jefe de Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

Hermann González  
hgonzalezb@bbva.com  
+56 2 29391354

Cristóbal Gamboni  
cristobal.gamboni@bbva.com  
+56 2 29391034

Waldo Riveras  
wriveras@bbva.com  
+56 2 23931495

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo**

**Plazo Global**  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25-bbvaresearch@bbva.comwww.bbvaresearch.com