

BRASIL

¿Ha cambiado el traslado de la depreciación cambiaria a la inflación en Brasil?

Enestor Dos Santos | Cecilia Posadas¹

No hemos encontrado evidencia de que se haya producido un cambio importante en el grado de traslado de una depreciación del tipo de cambio a los precios internos. Nuestras estimaciones apuntan a que el coeficiente de *pass-through* sigue entre el 3% y el 5%. Esto significa que las recientes sorpresas inflacionistas están relacionadas con otros factores.

Mientras que por un lado la inflación ha sorprendido al alza en Brasil en los últimos meses, por otro lado el tipo de cambio se ha depreciado mucho últimamente. La simultaneidad de estos dos fenómenos plantea la cuestión de si están relacionados o no. En particular, podría darse el caso de que las sorpresas alcistas de la inflación se deban, en cierta medida, a una mayor repercusión del tipo de cambio en los precios². Para analizar cómo han contribuido las variaciones del tipo de cambio en las recientes sorpresas de la inflación en Brasil y contrastar empíricamente si se ha producido recientemente un aumento del efecto *pass-through*, hemos llevado a cabo dos ejercicios empíricos: el primero una estimación de la curva de Phillips utilizando el método MC2E (mínimos cuadrados en dos etapas) y el segundo un VAR con coeficientes variables de tiempo (TVC-VAR por sus siglas en inglés).

En el primer caso³, se supone que la inflación del mercado (que excluye del IPC general los productos y servicios cuyos precios están regulados por el gobierno) está determinada por la inflación del mercado en el pasado, las expectativas de inflación, la brecha de producto, los precios de las materias primas, las variables para controlar los choques de oferta y el tipo de cambio (USD/BRL). Utilizando datos trimestrales del 1T99 al 2T15, hemos hallado resultados prácticamente idénticos en la respuesta de la inflación a los movimientos del tipo de cambio que los encontrados en las estimaciones con datos hasta el 1T14, lo que indica que no ha habido cambios en el coeficiente del efecto *pass-through* en el último año y, por consiguiente, sigue sin estar por encima del 5%.

En el segundo modelo, hemos usado datos mensuales desde Ene-00. Las estimaciones realizadas usando datos hasta mayo de 2015 se compararon con las obtenidas con datos hasta mayo de 2014⁴. Hemos incluido las siguientes variables como endógenas: un índice de actividad económica (el IBC-Br del BCB), el tipo Selic, el tipo de cambio frente al dólar y el índice de precios (general o precios de mercado). Como variables exógenas incluimos la producción industrial de EE. UU., el tipo de los fondos de la Fed, el índice de precios al consumo de EE. UU. y un índice de precios de las materias primas. Los resultados indican que la respuesta de la depreciación anual en la inflación de los precios de mercado se ha mantenido prácticamente sin cambios a lo largo del pasado año (Figura 1), y está entre el 3% y el 5% (el impacto de mayo de 2015 está dentro del rango de confianza de mayo de 2014, como se muestra en la Figura 2). Cuando utilizamos el índice general (incluidos los bienes administrados por el gobierno) en vez de la inflación de mercado, el efecto *pass-through* cae ligeramente, del 5% al 2% en el último año (Figura 2). En cualquier caso, damos menos importancia a este último hallazgo, ya que interpretamos que esta caída es

1: Con la colaboración de Rodrigo Falbo.

2: También se han observado sorpresas inflacionistas al alza y depreciaciones del tipo de cambio simultáneas en otros países de América Latina, por lo que ha merecido un análisis en el Recuadro 2 de nuestro informe [Situación Latinoamérica 3T15](#).

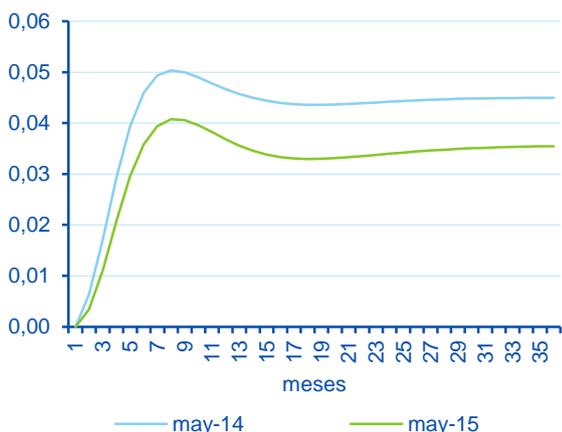
3: En este caso seguimos el modelo introducido por el BCB en su Informe sobre la Inflación del 2T15.

4: La razón para hacer el cálculo mediante un TVC-VAR es que con este método obtenemos la estimación de cada punto del tiempo, en vez de una media muestral como sucede con un VAR tradicional. El TVC-VAR permite que los coeficientes estimados cambien a lo largo del tiempo, para tener en cuenta los cambios que afectan a la relación entre las variables. El efecto *pass-through* del tipo de cambio se calcula como respuesta acumulada durante el primer año de inflación ante una variación del 1% en el tipo de cambio.

una consecuencia de la creciente presión de los precios regulados sobre la inflación en los últimos meses⁵ (es decir, el efecto pass-through tiene un poder de explicación más bajo debido a que los precios regulados desempeñan un papel más importante para explicar los movimientos de la inflación general).

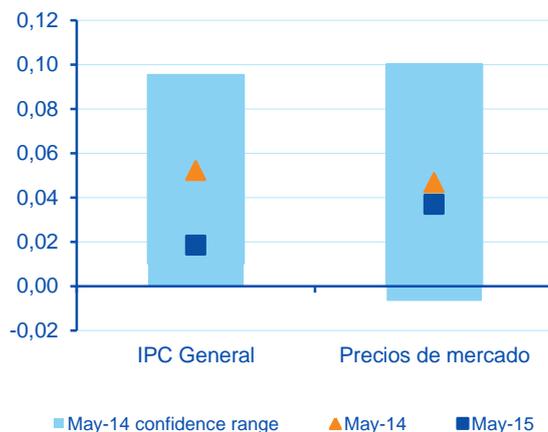
Curiosamente, no hemos encontrado pruebas de respuesta asimétrica en el efecto pass-through del tipo de cambio: la respuesta parece no ser mayor en momentos de depreciación que en momentos de apreciación.

Figura 1
Respuesta de impulso acumulado del tipo de cambio a los precios de mercado.



Fuente: BBVA Research

Figura 2
Efecto pass-through del tipo de cambio acumulado en un año: muestra hasta mayo-14 frente a muestra hasta mayo-15



Fuente: BBVA Research

Conclusiones

En línea con nuestros dos ejercicios empíricos, hemos llegado a la conclusión de que el efecto pass-through de los tipos de cambio sobre los precios internos en Brasil está entre el 3% y el 5%. Además, no hemos encontrado apenas pruebas de que se haya producido un cambio importante en el coeficiente del efecto pass-through en el último año, lo que significa que las recientes sorpresas inflacionistas están probablemente relacionadas con otros factores (como una inflación mayor de lo previsto en los precios regulados).

Aunque últimamente hay algunos factores que pueden llevar el coeficiente del efecto pass-through a la baja (en su informe sobre la inflación del 1T15 el Banco Central de Brasil citó algunos de ellos: la debilidad de la actividad económica, la postura restrictiva de la política monetaria y una depreciación más baja del tipo de cambio efectivo multilateral en comparación con el tipo de cambio bilateral (USD/BRL)), la relativa estabilidad del coeficiente del efecto pass-through encontrada en nuestros modelos implica que hay otros factores que trabajan en la dirección contraria (como la magnitud de la actual depreciación del tipo de cambio y la percepción de que la depreciación es un fenómeno permanente más que temporal).

5: Para obtener más información véase [Situación Brasil 3T15](#).

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.