

Observatorio Económico

Chile

Santiago, 17 de abril de 2014
Análisis Económico

Jorge Selaive
Economista Jefe
jselaive@bbva.com

Cristóbal Gamboni
Economista Senior
cristobal.gamboni@bbva.com

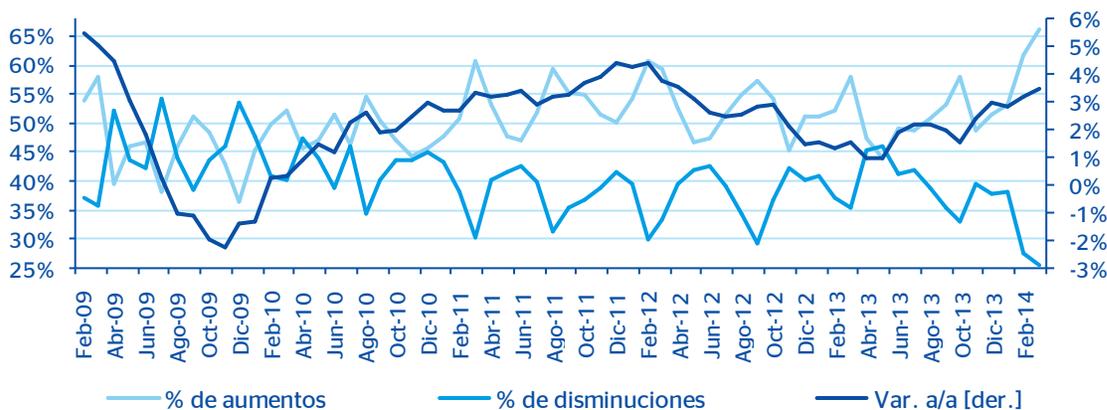
Más dispersión inflacionaria, pero enteramente explicada por factores cíclicos

- Reportamos un significativo aumento de la dispersión/difusión inflacionaria, particularmente en febrero y marzo. Más de un 60% de los productos de la canasta experimentaron alzas en marzo, una cifra históricamente alta para los últimos 15 años.
- Realizamos varios test ácidos comparando la difusión inflacionaria reciente a la del anterior *rally* depreciativo del peso el año 2008, encontrando evidencia de suavizamiento relevante. Asimismo, estimamos un modelo simple de determinación de la difusión inflacionaria mensual y también concluimos que la mayor dispersión inflacionaria se condice enteramente con las holguras de capacidad, depreciación reciente y el cambio de canasta en la medición del IPC.
- Seguimos escépticos respecto a brotes inflacionarios que impidan un recorte de la TPM hasta 3,25%. Si bien esperamos ajustes alcistas en tarifas eléctricas con impacto relevante en el IPC y nuevos traspasos acotados de la depreciación del peso, vemos más difícil lograr converger a 3% de inflación IPC el 2015 sin la ayuda de al menos 75 pb. de estímulo monetario adicional en los próximos meses de este año.

En escenarios de mayor inflación, es relevante analizar si hay un aumento en la dispersión o difusión inflacionaria parte del denominado “efecto de segunda vuelta”. Si el shock inflacionario está siendo generalizado, el nivel de dispersión debería ser mayor que cuando solo obedece a factores específicos/puntuales acotados a un reducido número de productos. Dependiendo de las características de la inflación, la respuesta de la política monetaria es diferente en cada caso. Cabe recordar que, en la coyuntura actual, el Banco Central ha reiterado que los niveles de inflación observados en los últimos meses responden a factores puntuales en lo que concordamos.

Ha aumentado la dispersión inflacionaria, particularmente en febrero y marzo. El gráfico 1 muestra una serie mensual con el porcentaje de productos que muestran una variación mensual positiva sobre el total de la canasta, y también el porcentaje de los que muestran una variación mensual negativa. Mientras mayor sea la diferencia entre ambas medidas, mayor es la dispersión o difusión inflacionaria. No solo hemos tenido inflación por sobre la esperada por el mercado sino que también más difusión de ésta con una significativa cantidad de productos experimentando alzas.

Gráfico 1
Productos con variación positiva y negativa e Inflación anual (porcentaje).
Enero 2009 - marzo 2014



Fuente: INE, Banco Central, BBVA Research

Se observa que los periodos de mayor inflación han estado asociados a una mayor dispersión. Sin duda, destaca la alta dispersión que se ha dado en los meses recientes ¿Es esta una situación de alerta, que pueda implicar un rally inflacionario? No lo vemos así, por las razones que a continuación indicamos.

Al observar la dispersión inflacionaria en una perspectiva histórica, esta parece tener un componente que se ve afectado por los cambios en la canasta de productos que utiliza el INE. El gráfico 2 amplía el rango del gráfico 1 desde 1999, e identifica claramente algunos cambios de canasta. Ante cada cambio, a un nivel de inflación anual similar, la dispersión inflacionaria del periodo parece aumentar.

Gráfico 2
Productos con variación positiva y negativa e Inflación anual (porcentaje).
Enero 1999 - marzo 2014



Nota: Para el periodo 1999-2008 se utiliza la canasta base 1998. Para el periodo 2009-2013, la canasta base 2009. Para el primer trimestre 2014, la canasta base 2013.
Fuente: INE, Banco Central, BBVA Research

Aunque la dispersión ha sido mayor en febrero y marzo del 2014, al considerar solo los productos con aumentos persistentes en ambos meses la dispersión se suaviza. Si solo se consideran los productos que muestran variaciones mensuales positivas en ambos meses, el porcentaje de aumentos disminuye a 45%, en vez de los niveles sobre 60% que se observaban en los gráficos anteriores. Tal como se muestra en la tabla 1, aún cuando dicha cifra sigue siendo alta en comparación al mismo bimestre de años anteriores, no se observa particularmente desalineada, en especial al compararla con el año 2012. Por otro lado, las cifras del bimestre en 2013 con la nueva y la antigua canasta base parecen ratificar el punto mencionado anteriormente, donde los cambios de canasta parecen estar repercutiendo en la mayor dispersión.

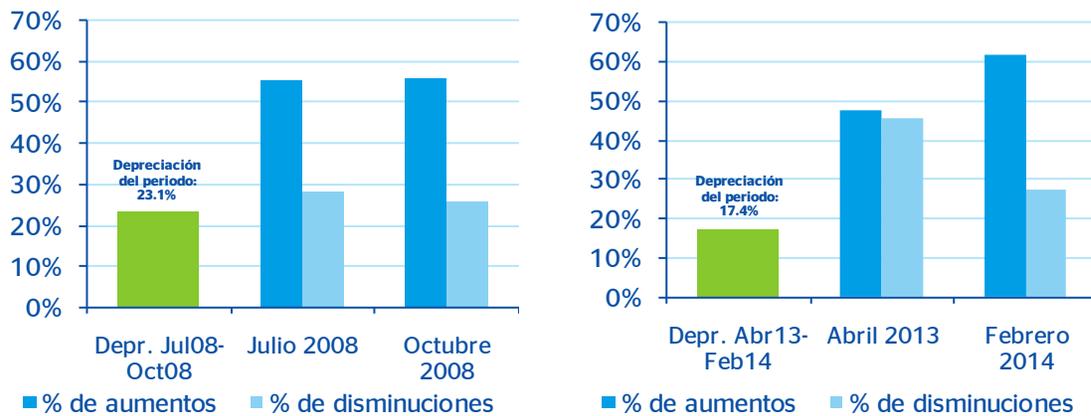
Tabla 1
Productos con variaciones mensuales persistentes en el bimestre febrero-marzo (porcentaje)
Enero 2009- marzo 2014

| Feb-Mar. | Canasta base 2009 | | | | | Canasta base 2013 | |
|-----------|-------------------|------|------|------|------|-------------------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2013 | 2014 |
| Aum pers | 33% | 27% | 35% | 40% | 33% | 36% | 45% |
| Baja pers | 15% | 18% | 16% | 14% | 16% | 15% | 10% |
| Aum-Baja | 52% | 54% | 49% | 46% | 51% | 49% | 45% |

Fuente: INE, BBVA Research

Mayor dispersión inflacionaria en Chile es esperable en periodos de fuerte depreciación cambiaria. En la década pasada, ha habido dos periodos de depreciación cambiaria considerable. El primero fue el año 2008, donde la depreciación entre julio y octubre alcanzó 23,1%. El otro episodio depreciativo es reciente, y comienza el segundo trimestre del 2013. Tomando como punto de inicio el mes de abril, el tipo de cambio se depreció 17,4% a febrero de 2014. Como se observa en el gráfico 3, en ambos periodos existió un aumento de la dispersión inflacionaria, aunque con distintos grados de magnitud.

Gráfico 3
Comparación dispersión inflacionaria en episodios depreciativos similares



Fuente: Banco Central, BBVA Research

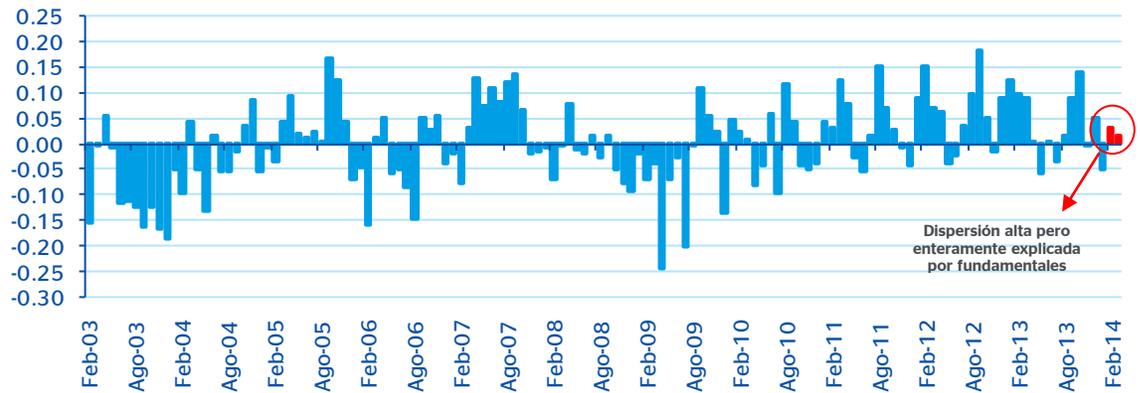
La mayor dispersión inflacionaria estaría alineada con sus fundamentos. A pesar de que en el gráfico anterior se percibe un mayor aumento de la dispersión inflacionaria en el episodio reciente de depreciación, la cual fue menor a la de 2008, es preciso incorporar al análisis otras variables que explican las condiciones macroeconómicas imperantes. Mientras en julio de 2008 la inflación anual alcanzaba 9,5% y en octubre llegaba a 9,9%, en abril de 2013 la inflación anual era 1,0% y en febrero de 2014 3,5%. El aumento en este último caso fue de mayor magnitud y tuvo como punto de partida con una inflación muy baja, lo que podría estar detrás de aumento más pronunciado en la dispersión inflacionaria.

Dado lo anterior realizamos un análisis econométrico simple pero que nos parece revelador. Tomamos como variable dependiente una medida simple de dispersión/difusión inflacionaria correspondiente a la diferencia entre los porcentajes de aumentos y disminuciones mensuales que intentamos explicar *in-sample* por variables que consideramos relevantes¹. El gráfico 4 muestra los residuos de dicha estimación, donde se observa que la dispersión alta y peculiar de febrero y marzo está principalmente explicada por sus determinantes.

¹ Las variables incluidas fueron la depreciación en 6 meses móvil, la brecha rezagada del producto (medida como la diferencia entre el Imacec filtrado por Hodrick-Prescott y su nivel efectivo), la inflación en 12 meses y el cambio en la canasta base en 2013.

Gráfico 4

Residuo entre dispersión inflacionaria estimada por fundamentales y dispersión efectiva



Fuente: INE, Banco Central, BBVA Research

Con todo, consideramos exageradas las visiones altamente inflacionarias. No observamos un brote inflacionario descontrolado, por lo que las cifras observadas en inflación no cierran la puerta a una baja de la tasa en las próximas reuniones del Banco Central. En efecto, aunque las cifras de dispersión inflacionaria sí son mayores a lo observado anteriormente, al someterlas a algunos test ácidos, como el análisis de persistencia, la comparación con otros episodios depreciativos y la desviación respecto a sus fundamentos, no parecen estar desalineadas. Es más, dadas las mayores holguras de capacidad que se están generando en la economía, pudiésemos incluso observar meses con resultados deflacionarios en lo que resta del año. **Mantenemos una proyección de inflación IPC anual 2014 de 3,1% inferior al 3,5% plasmado en el precio de activos.**

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.