BBVA | RESEARCH

Observatorio Económico

Chile

Santiago, 26 de febrero de 2014
Análisis Económico

Jorge Selaive
Economista Jefe
jselaive@bbva.com

Hermann González
Economista Principal
hermannesteban.gonzalez@bbva.com

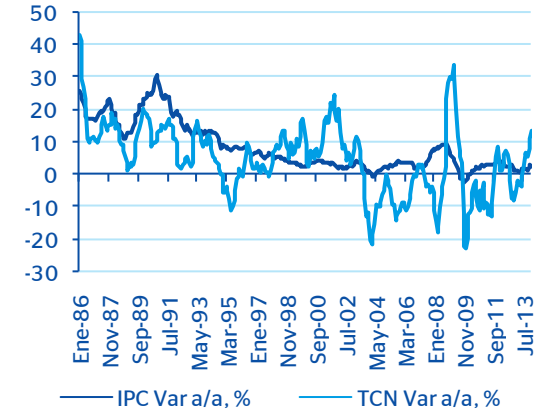
Bajo traspaso de tipo de cambio a inflación pero no suficiente para permitir inflación bajo 3% si paridad se empina sobre $575 en el corto plazo

- **Revisitamos estimación del coeficiente de traspaso cambiario a inflación doméstica,** el cual, en la actual posición cíclica de la economía, lo estimamos levemente sobre 7% en un plazo de un año. Es decir, una depreciación de 20%, llevaría a 1,4% más de inflación.
- **En su próximo IPoM el Banco Central debería corregir al alza la proyección de inflación a diciembre,** pero mantenerla bajo 3,0% en un escenario en que el tipo de cambio se mantiene fluctuando en torno a $550.
- **Escenarios en que el tipo de cambio mantiene la tendencia depreciativa y se empina a niveles en torno a $570-580 en el corto plazo, llevarían la inflación de cierre de año sobre 3%,** en cuyo caso el Instituto Emisor probablemente detendría cualquier recorte en la tasa de instancia.

En períodos de depreciación cambiaria como el que estamos atravesando, un tema que gana relevancia en la discusión de coyuntura corresponde al efecto traspaso del aumento del tipo de cambio a los precios domésticos o *pass-through*. Dicho traspaso es variable en el tiempo y depende, en el corto plazo, de la fase del ciclo económico por la que atraviesa la economía y, en una perspectiva más larga, de la credibilidad del sistema de metas de inflación, el cual en nuestro país se ha construido sobre la base de un Banco Central autónomo y de un sistema de flotación cambiaria. Estos elementos se encuentran ampliamente documentados y, en el caso de nuestra economía, se tiene evidencia de un marcado descenso del coeficiente de traspaso cambiario desde la segunda mitad de los años 90 hasta mediados de la década de los 2000[1].

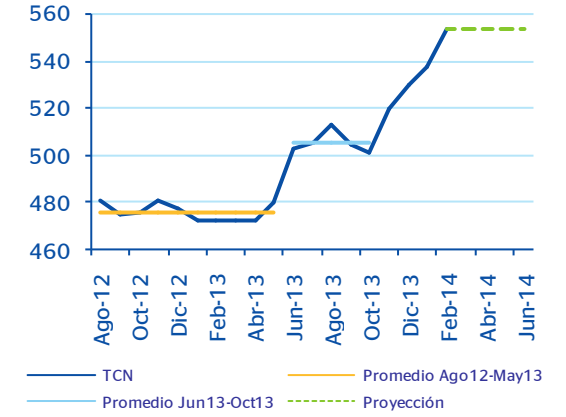
Tras la crisis económica de 2009, la persistencia de un tipo de cambio apreciado en términos históricos sacó del foco de la discusión económica el valor del *pass-through*, pero este tema ha recobrado relevancia dada la depreciación del peso que hemos presenciado desde el segundo semestre de 2013 y el repunte inflacionario que ello ha significado (Gráfico 1). En el Gráfico 2 podemos observar claramente que la depreciación cambiaria ocurrió en dos etapas: hasta mayo de 2013 el valor de la paridad fluctuaba en torno a $476 por dólar; sin embargo tras el primer episodio de depreciación, pasó a fluctuar en torno a $505 por dólar entre junio y octubre, lo que equivale a un aumento de 6,2%. En febrero de 2014, el tipo de cambio se cotiza en torno a $553 por dólar, cifra que de mantenerse equivale a una depreciación adicional de 9,5%. En suma, el paso del tipo de cambio desde $476 a $553 equivale a una depreciación total de 16,2%.

Gráfico 1
Depreciación del tipo de cambio nominal e Inflación (porcentaje)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 2
Tipo de cambio nominal ($ por US$, promedio mensuales)



Fuente: BCCh, BBVA Research

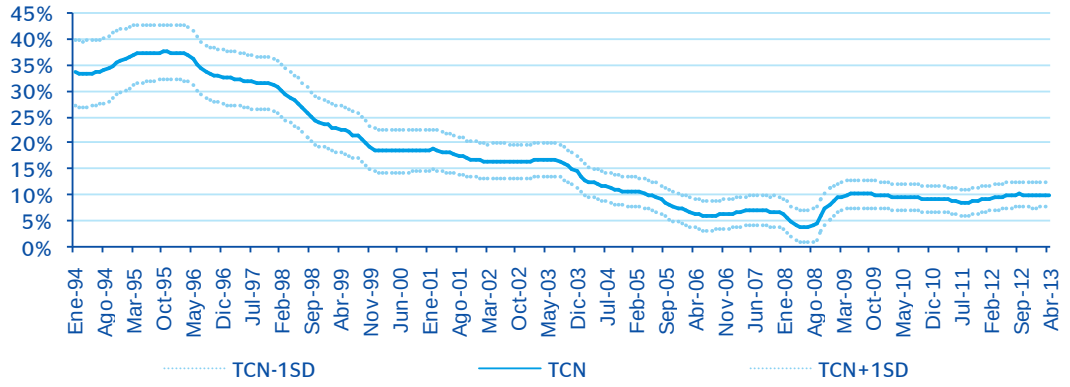
Junto con esta depreciación del peso, se han observado alzas de precios relevantes en productos de la canasta del IPC que son directamente atribuibles al efecto cambiario, entre los que destacan por ejemplo los incrementos en los precios de los combustibles, automóviles nuevos y paquetes turísticos.

A continuación actualizamos la estimación del parámetro de *pass-through* usando una metodología estándar en la cual se estima una ecuación para la inflación a/a en función de la depreciación a/a del tipo de cambio y de una tendencia lineal. El parámetro que acompaña a la variable de depreciación cambiaria se estima de forma recursiva y es el que da cuenta del llamado *pass-through*. Para esta estimación usamos datos mensuales desde enero de 1986 hasta abril de 2013, de manera de dejar fuera de la muestra el más reciente episodio de depreciación cambiaria.

[1] Ver García y Restrepo (2001). *Price Inflation and Exchange Rate Pass-Through in Chile*. Banco central de Chile. Documento de Trabajo N° 128 y Banco Central de Chile (2005). *Tipo de Cambio con Metas de Inflación en Chile: Experiencia y Temas de Interés*. Documentos de Política Económica N° 14.

El Gráfico 3 muestra los resultados de esta estimación. En él se observa cómo dicho parámetro se redujo persistentemente desde valores cercanos a 35% a mediados de la década de 1990 a valores cercanos a 10% en torno a los cuales ha fluctuado en los últimos cinco años, ubicándose específicamente en abril de 2013 en un rango entre 7,6% y 12,5%.

Gráfico 3
Coeficiente de traspaso de tipo de cambio a inflación doméstica (porcentaje)



Fuente: BBVA Research

La interpretación de este coeficiente es bastante directa e indica que, todo lo demás constante, un alza de 10% en el tipo de cambio —por ejemplo desde $500 a $550— se vincula con un alza en la inflación anual que va entre 0,76 y 1,25 puntos porcentuales. Tomando estos valores estimados, la Tabla 1 cuantifica los impactos en inflación de la depreciación cambiaria que hemos observado desde el año pasado, separando los dos episodios de aumento de la paridad descritos previamente. Las primeras dos columnas del cuadro muestran la variación del tipo de cambio por etapas y la depreciación total. Las columnas siguientes muestran el impacto estimado en inflación incluyendo el valor mínimo y máximo construidos en base a la estimación +/- una desviación estándar.

Tabla 1
Impacto en inflación de la depreciación cambiaria

Var. TCN		Min.	Pass-through	Máx.
476-505	6,2%	0,47%	0,63%	0,78%
505-553	9,5%	0,72%	0,96%	1,19%
476-553	16,2%	1,24%	1,63%	2,03%

Fuente: BBVA Research

Considerando la fase del ciclo por la que atraviesa la economía chilena, nos parece más apropiado usar la estimación de *pass-through* mínima. La razón de esto radica en que en las fases de desaceleración del crecimiento económico, las empresas intentan contener vía reducción de márgenes u optimización de procesos los efectos en precios finales de las alzas del tipo de cambio, de manera de no impactar sus ventas más allá de lo que están siendo afectadas por el menor dinamismo de la demanda.

De esta forma estimamos que el paso del tipo de cambio desde $476 a $505 promedio ocurrido en junio del año pasado inyectará cinco décimas a la inflación a/a hasta el primer semestre de 2014. Por su parte, el paso desde $505 a $553 que ocurrió entre noviembre de 2013 y febrero de 2014 inyectará siete décimas adicionales a la inflación a/a en un horizonte de doce meses. De esta forma, estas dos alzas del tipo de cambio que se sobreponen, totalizan un efecto total sobre la inflación de 1,2 puntos porcentuales. Como se mencionó, parte de este aumento de la inflación ya lo estamos viendo, pero el efecto adicional se seguirá observando en el transcurso del año.

¿Cuál es la implicancia de estos efectos sobre la inflación proyectada a diciembre de 2014 y sobre la Política Monetaria?

Recordemos que el Banco Central en el IPoM de diciembre pasado proyectó que la inflación cerraría este año en 2,5%, con un tipo de cambio que se ubicaba en $520 al cierre estadístico del Informe. La mantención del tipo de cambio en niveles cercanos a $550, equivale a entre cuatro y cinco décimas de mayor inflación en el año según el coeficiente de traspaso estimado en esta nota, lo que nos lleva a niveles de 2,9%-3,0% para el cierre del año. Sin embargo, debemos restar el impacto deflacionario del menor crecimiento desde 3,75%-4,75% a 3,5%-4,5%, lo que debiese tener un impacto negativo aunque acotado en la inflación estimada para el año. De mantenerse un escenario de tipo de cambio en torno a $550, el Banco Central revisaría la inflación de diciembre a valores en torno a 2,8%-2,9% en su escenario base y en el próximo IPoM, sosteniendo un recorte adicional de 25 puntos base en la TPM hasta 4%.

Sin embargo, escenarios en que el tipo de cambio mantiene la tendencia depreciativa y se empina a niveles en torno a $570-580 por dólar en el corto plazo, podrían llevar a la inflación de cierre de año sobre 3%, en cuyo caso el Instituto Emisor evaluaría la opción de no seguir recortando la tasa de instancia a la espera de ver los efectos del traspaso de estas alzas del tipo de cambio sobre los precios domésticos.

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.