

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

¿Desanclaje Inflacionario? No, a menos que el BC continúe profetizándolo

Unidad Chile

Un diagnóstico de desanclaje inflacionario requiere ir más allá de las EEE y EOF. Nuestro examen de las expectativas inflacionarias de consumidores no apoya -en lo más mínimo- la hipótesis de desanclaje. Los Bancos Centrales contribuyen conduciendo las expectativas inflacionarias largas; proyectar de manera poco usual altas inflaciones a mediano plazo y mencionar un aumento de probabilidad de desanclaje (como fue reiteradamente el caso en la Minuta de la RPM pasada) pueden construir un caso de profecía autocumplida.

Nuestra visión es que tener inflaciones sobre 3% en las encuestas no es un evento aislado, y sólo requeriría atención de la política monetaria de venir acompañada de recuperaciones en la actividad.

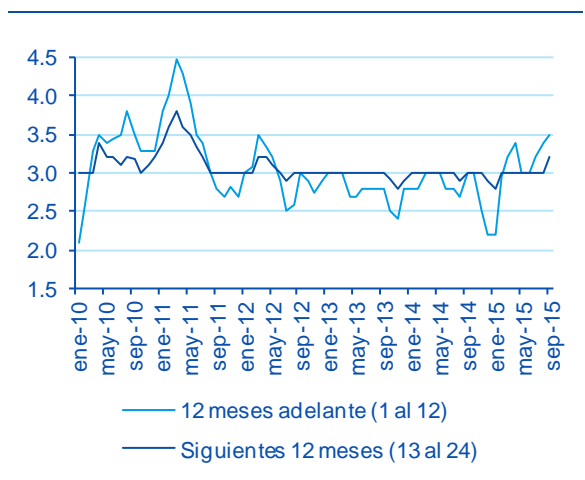
Al levantar la hipótesis de desanclaje inflacionario -entendido como expectativas inflacionarias distintas al objetivo inflacionario- no es recomendable considerar una sola medición, sino un conjunto de ellas que van desde encuestas a agentes del sector real y financiero, hogares y precios de activos. En el caso chileno, nuestro instrumental adolece de mediciones completas de expectativas inflacionarias de largo plazo de hogares a diferencia de otros países (Canadá y EE.UU., entre otros). Las encuestas inflacionarias a hogares han demostrado durante post-crisis subprime tener un contenido informacional más robusto respecto a otras fuentes (BOC, 2015).

Por ahora, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) evidencian leves aumentos en las expectativas inflacionarias de largo plazo. En el caso de la EOF (Gráfico 1), este fenómeno no es poco usual; ya hemos visto inflaciones esperadas sobre 3% a largo plazo muy vinculadas a inflaciones *spot* altas (crisis *subprime*) y combinaciones de inflaciones moderadas pero actividad creciendo a ritmo relevante (principios 2012). **El desanclaje inflacionario tanto al alza como a la baja no es algo extraño en la EOF toda vez que el conjunto de encuestados estaría estrechamente vinculado a los precios de activos, siendo estos últimos bastante volátiles.**

La EEE es una encuesta dirigida a académicos, empresas y agentes del sector financiero. **En esta encuesta también hemos tenido desanclajes inflacionarios, destacando el del primer trimestre del 2011, donde fueron las positivas expectativas de crecimiento las principales responsables (se esperaba un crecimiento de 5,5% para el año siguiente), en tanto la inflación anual se ubicaba en torno a 3%.** El desanclaje de la primera parte del 2008 coincide con inflaciones altas y expectativas de crecimiento entre 4,0% y 4,5% para el año siguiente, tan solo marginalmente bajo lo que se consideraba potencial en ese entonces. En la coyuntura actual, si bien la inflación se ubica significativamente sobre el techo del rango meta, los agentes continúan ponderando el rol desinflacionario de la menor actividad/demanda en las expectativas inflacionarias en una magnitud suficiente como para esperar inflaciones acotadas en los deciles extremos (Gráfico 2). Cabe destacar que aquello resulta meritorio toda vez que el Banco Central ha continuado alimentando altas expectativas inflacionarias en los últimos IPoM (septiembre proyecta inflación en 3,7% para diciembre de 2016 y sobre 3% para casi toda la primera parte del 2017).

Gráfico 1

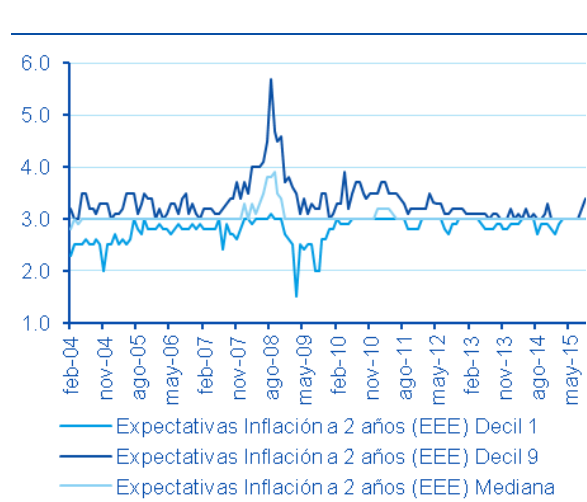
Expectativas de Inflación 12 y 24 meses adelante EOF (%)*



*Datos correspondientes a la primera semana de cada mes.
Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 2

Expectativas de Inflación a 2 años EEE (%)



Fuente: BCCh, BBVA Research

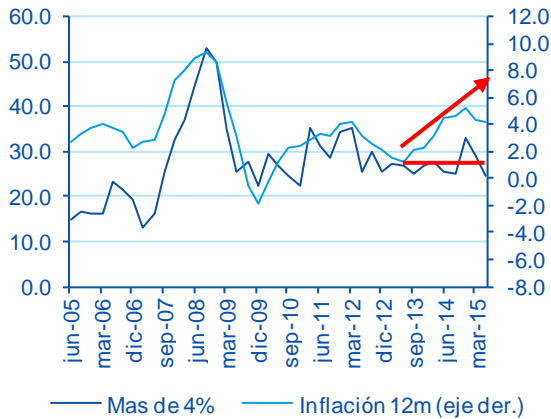
Los Bancos Centrales ejercen relevante influencia en la formación de expectativas inflacionarias, pero otros factores también son relevantes. De ahí la importancia de diagnosticar un desanclaje basados en múltiples medidas. Cuando el Banco Central “levanta” preocupaciones por desanclaje inflacionario basado en la observación de inflación anual sobre el techo del rango meta por un período prolongado y señales mixtas provenientes de la EEE y EOF, de hacerlo sin el cuidado estratégico-comunicacional adecuado puede estar colaborando hacia alimentar el desanclaje. **Generar una profecía auto-cumplida de desanclaje inflacionario es algo igualmente preocupante que el desanclaje en sí mismo.** Los desanclajes inflacionarios parece mejor atacarlos directamente con la TPM, pero no anunciarlos ni tampoco referirse a aumentos en su probabilidad de ocurrencia pues pueden llevar a dudas de la capacidad del Banco Central de contenerlos, conducirlos o aceptarlos si así parece recomendable, particularmente cuando su ocurrencia y eventual reconducción no estaría del todo en las manos de la autoridad monetaria.

Las expectativas de consumidores no revelan desanclaje. Para examinar la perspectiva de los hogares, disponemos de *proxies* en las encuestas de la Universidad de Chile (UCH) y Adimark en la pregunta relativa a expectativas inflacionarias a 12 meses. Consideramos que cualquier desanclaje de largo plazo (23 meses o más), debería necesariamente reflejarse también en “desancladas” expectativas inflacionarias a plazos más cortos. Se observa en ambas encuestas que a pesar del aumento de la inflación de manera persistente desde fines del 2013, el porcentaje de personas que consideran que la inflación se ubicará sobre 4% se mantiene estable. Cuando la inflación se ubicó en 5,7% en octubre pasado, la encuesta UCH dio cuenta de un aumento de las personas que consideran que la inflación se ubicaría sobre 4%, sin embargo, a pesar del mayor nivel inflacionario comparado con lo observado a fines del 2011/principios del 2012, el porcentaje de personas fue menor y se redujo en las siguientes encuestas, a pesar de que la inflación se mantuvo sobre 4%. Luego del registro de IPC de agosto, ciertamente es esperable un aumento en la proporción de personas con expectativas inflacionarias superiores, pero nada hace pensar que tendremos aumentos que modifiquen el diagnóstico de expectativas bastante ancladas. Si a plazos de 12 meses no se observa nada inusual, consideramos prudente asumir que a plazos más largos la situación también sería tranquilizadora (Gráfico 3).

La encuesta Adimark tiende a confirmar que los encuestados/consumidores no tendrían preocupación por desanclaje inflacionario dando cuenta de estabilidad en sus expectativas inflacionarias a plazos medios a pesar del significativo y rápido aumento inflacionario (Gráfico 4).

Gráfico 3

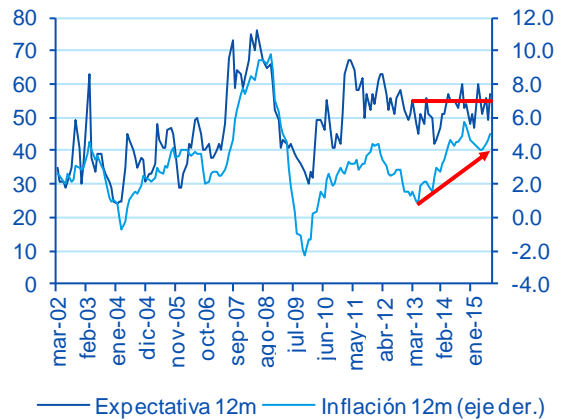
Consumidores UCH: expectativas de inflación a 12 meses sobre 4% (%)*



*Respuesta ante la pregunta: ¿En qué porcentaje cree Ud. que variarán los precios durante los próximos 12 meses?
Fuente: Microdatos UCH, BCCh, BBVA Research

Gráfico 4

Consumidores IPEC: Porcentaje que responde "Mucho"*



*Ante la pregunta: ¿Cuánto cree usted que subirán los precios de las cosas dentro de los próximos 12 meses?
Fuente: Adimark, BCCh, BBVA Research

Con todo, las expectativas inflacionarias de los agentes tienen grados importantes de consistencia macroeconómica. A pesar de registros inflacionarios altos, la evidente debilidad económica contemporánea y prevista serían suficientes para anclar las expectativas inflacionarias. En ese contexto, se torna crucial que los mensajes de las autoridades, particularmente del Banco Central, sean conducentes hacia la estabilidad de precios en el largo plazo, y aquello pasaría necesariamente por entregar señales en esa dirección, situación sujeta a cierto cuestionamiento en lo reciente. **Más allá que exista cierta modelación técnica que sostenga proyecciones inflacionarias altas a mediano plazo, el Banco Central ha insistido en proyectar inflación sobre 3% para el 2016, aspecto inusual al examinar los IPoM históricos, incluso aquellos entregados previo a la crisis subprime cuando la inflación alcanzaba cerca de 10% y se evaluaba un evidente desanclaje inflacionario medida por las encuestas EEE y EOF.** En esa dimensión, reconocer la debilidad natural de los modelos para proyectar inflación -y tipo de cambio, principal causante de esta- habría sugerido ponderar algo menos una proyección que alimenta desanclaje inflacionario versus dar fe ciega a los modelos que la sustentan.

Por ahora, esperamos que el Banco Central evite referencias a mayor probabilidad de desanclaje inflacionario toda vez que nos parece no haber evidencia para sostener el caso. Tener un desanclaje será condicional a que 1) el mismo Banco Central deje de lado sus preocupaciones explícitas en esa dimensión y con ello evite generar una profecía auto-cumplida y/o 2) que la actividad muestre síntomas relevantes de recuperación durante los próximos meses en el actual escenario inflacionario. Recientemente, uno de los consejeros ha dado mensajes en una dirección tranquilizadora, indicando que aparentemente las reflexiones de desanclaje no deben ponderarse.

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.