

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Sorpresas desinflacionarias en IPC y Remuneraciones

Unidad Chile

IPC de marzo se ubica en 0,38% m/m (4,5% a/a), marcadamente por debajo de lo plasmado en el escenario base del Banco Central (0,6% m/m). Una genuina sorpresa desinflacionaria que reafirma nuestra visión de entrada a neutralidad del sesgo de la política monetaria tan pronto como en abril. Si inflación de próximos meses se ubica en torno a lo plasmado ayer en el precio de activos (pueden haber desplomes hoy), la inflación anual se ubicaría bajo 4% en junio.

A lo anterior, se suma la caída de las remuneraciones nominales que dan cuenta de la fragilidad del mercado laboral y de la menor presión sobre márgenes de las empresas, todo lo anterior ante un escenario de tipo de cambio sin experimentar depreciaciones relevantes.

IPC de marzo sorprende al mercado al ubicarse marcadamente bajo lo esperado (0,38%; consenso 0,5%, fwr 0,6%), explicado por alzas menores a las esperadas en alimentos, pero también en precios y bienes subyacentes. En efecto, **IPCSAE se incrementa 0,5% m/m (4,8% anual), pero si excluimos Educación, cuyos ítems contienen alzas de tipo estacionales, la variación habría sido nula**, aspecto relevante para comprender que parece haber una genuina desaceleración inflacionaria. Más importante, para el Banco Central, que consideramos erradamente ha focalizado su atención casi exclusiva en ese indicador analítico para tabular la presión sobre precios, debería considerarse una relevante sorpresa desinflacionaria en el margen, que de ser ratificada el próximo mes podría traer consecuencias de primer orden sobre la política monetaria... quizás tan pronto como en el segundo semestre.

El escenario base del Banco Central considera una inflación IPC 2016 de 3,6%, pero tenía implícita inflación de marzo de 0,6%. En consecuencia, **pasados pocos días del IPoM, es posible considerar que casi automáticamente su proyección anual pasaría a 3,4%**, lo que dejaría la TPM real algo sobre cero, aspecto que ha preocupado de sobremanera a uno de los consejeros, justamente aquel que ha votado por no eliminar el sesgo neutral.

La difusión inflacionaria (% de productos de la canasta que registran aumentos) cayó desde 65% en febrero a 60% en marzo, marginalmente por sobre el promedio del período 2005-2015 (57%), pero apoyando cierto descanso en el ajuste de precios (gráfico 1).

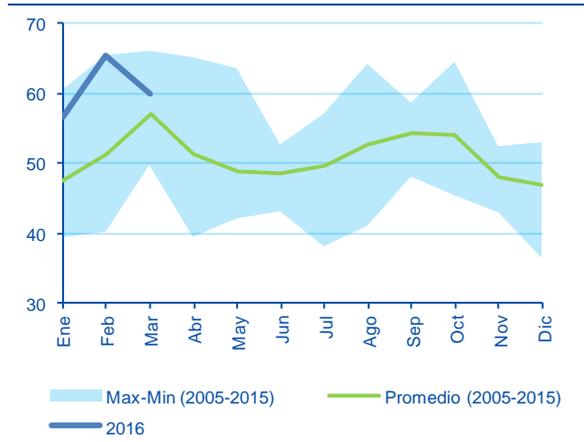
Inflación de bienes y de productos transables entran al rango de tolerancia de la meta de inflación ante menor impacto cambiario. En marzo se ratifica la menor incidencia inflacionaria del tipo de cambio que hemos visto en los últimos meses. En efecto, la inflación de transables fue solo 0,1% m/m (4,0% a/a) y la inflación de bienes aumentó el mismo 0,1% m/m, pero su variación interanual se ubica plenamente dentro del rango de tolerancia (3,5%). Por su parte, es la inflación de servicios y no transables la que sigue contribuyendo de forma relevante a la inflación, pero este mes muy influida por los reajustes estacionales de la división Educación.

Remuneraciones nominales muestran fuerte desaceleración (y contracción m/m) en febrero. Los salarios reales siguen desacelerándose a pesar de las relevantes alzas recientes del salario mínimo.

Tras el significativo incremento mensual en las remuneraciones nominales durante enero debido en gran parte al reajuste en el salario mínimo, el índice experimentó una contracción mensual de 0,2% en febrero (pasando desde +5,8% a +5,4% a/a), ubicándose por debajo del piso del rango histórico de los últimos 15 años (gráfico 2). Los sectores con las mayores caídas mensuales son actividades inmobiliarias (-1,3%), minería (-1%), transporte y comunicaciones (-0,7%) y construcción (-0,5%). En términos reales, las

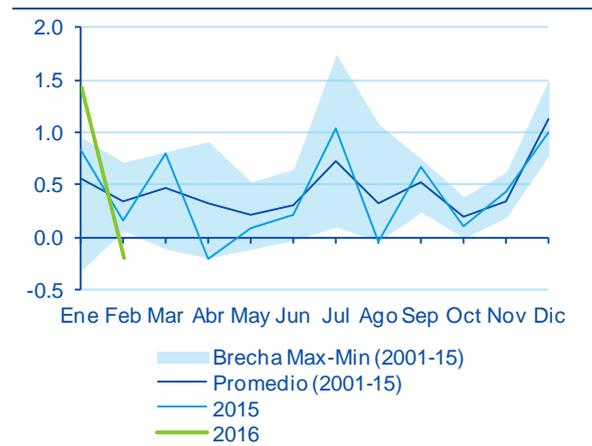
remuneraciones crecieron un pobre 0,7% en doce meses (1% a/a en enero), el menor ritmo desde el año 2009, acumulando un crecimiento de 0,4% en los primeros dos meses del año. Con esto, estimamos que el crecimiento de la masa salarial, base para el crecimiento del consumo privado, se ubicaría entre 2% y 2,5% anual.

Gráfico 1
Difusión histórica mensual (% de productos con aumento de precio respecto del mes previo)



Fuente: INE, BBVA Research

Gráfico 2
Rango histórico IREM nominal (var. % m/m)



Fuente: INE, BBVA Research

Impacto de mercado: la sorpresa desinflacionaria podría causar estragos a la baja en las tasas swaps nominales hasta plazos de 2 años. Además, llevar a un relevante apetito hacia las licitaciones nominales de papeles a esos plazos en las próximas semanas. Con todo, apoya nuestro *call* de posicionarse agresivamente en la parte corta nominal. También debería apoyar cierta presión depreciativa sobre el peso, que por los niveles en que se encuentra, esta vez sería bienvenida en términos de dar soporte a la débil posición cíclica de la economía; en la medida que no supere significativamente los \$700 (y no sea multilateral), no podría considerarse de significativa presión inflacionaria.

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.