

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# Inflación en Chile y el resto del mundo: ¿qué nos hace diferentes?

Jorge Selaive / Hermann González / Aníbal Alarcón

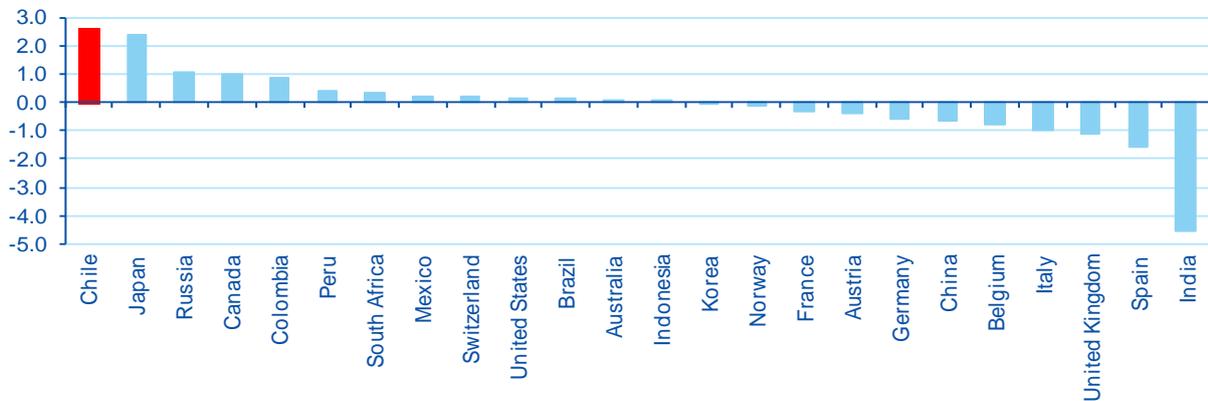
- En un contexto en que la principal preocupación a nivel internacional eran los riesgos de deflación, en 2014 la inflación en Chile subió más de lo previsto y superó con creces el techo del rango de tolerancia de la meta de inflación.
- Si bien la inflación en Chile es baja comparada con otros países de LatAm, sigue siendo elevada en una perspectiva más amplia que considera países desarrollados y exportadores de *commodities*, siendo una de las más volátiles en una muestra de países relevantes.
- Analizamos la evolución de la inflación en Chile y en el resto del mundo buscando aspectos que expliquen las diferencias observadas en la historia reciente. Concluimos que tras un fuerte *shock* cambiario de 2014, que se traspasó con mayor intensidad de lo esperado a los precios locales, hoy son los efectos indexatorios los que siguen permeando a la inflación local vía salarios y reajustes automáticos por las variaciones de la UF.
- La naturaleza transitoria de los *shocks* que aún persisten en la inflación, como son las alzas de impuestos en bebidas y cigarrillos, la inusualmente elevada inflación de alimentos e incluso la propia indexación, nos hacen ratificar nuestra visión de que la inflación comenzará a ceder de forma significativa en la segunda parte de 2015 para cerrar el año bajo las estimaciones de consenso.
- Finalmente, consideramos que el INE aún tiene espacios para seguir mejorando aspectos metodológicos que permitan subsanar diferencias difíciles de explicar en la evolución de algunos precios específicos a nivel local.

En octubre del año pasado, el IPC registró un incremento interanual de 5,7%, un nivel no visto desde el período de alta inflación de 2007-2008. Las razones que se han esgrimido para justificar el aumento de la inflación de fines del año pasado indican como principal responsable a la depreciación cambiaria, a lo que se sumaron los efectos de las alzas de impuestos en los precios de algunos productos como bebidas y cigarrillos y los efectos de segunda vuelta y de indexación en precios de servicios regulados, arriendos y otros vinculados con la inflación pasada (educación y salud).

Un aspecto a destacar del episodio de alta inflación del año pasado es que coincidió con una inflación baja y a veces decreciente en diversos países relevantes en el contexto internacional, al punto que en varios de ellos el riesgo de deflación pasó a ser relevante y fue necesario retomar o ampliar las políticas de estímulo monetario. El gráfico 1 muestra la variación de la inflación promedio el año 2014 en un grupo seleccionado de países desarrollados, exportadores de *commodities* y de América Latina. **Chile destaca por ser el país de mayor aumento de inflación de la muestra, en un contexto de variaciones acotadas o caídas en la mayoría de los países.**

Gráfico 1

**Incremento de la inflación promedio 2013-2014 (puntos porcentuales)**



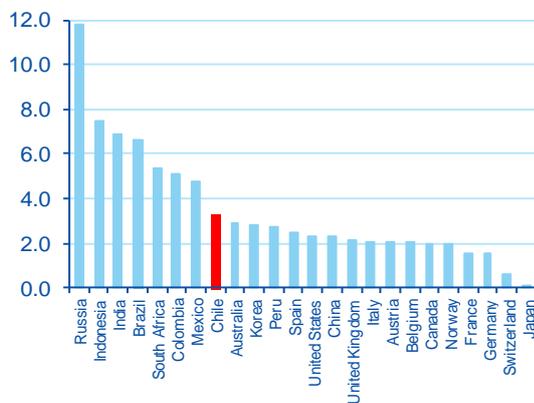
Fuente: BCCh, OECD, Bloomberg, ABS, BBVA Research

En esta nota comparamos la evolución de la inflación en Chile con el resto del mundo en un horizonte de tiempo más largo y damos luces a la pregunta de si nuestro país es diferente en alguna dimensión que nos permita comprender por qué en algunos años —como el 2014— el ritmo de incremento de precios se distancia tanto de lo que ocurre en el resto del mundo. En efecto, en una economía abierta como la chilena, enfrentando *shocks* globales como la apreciación del dólar y las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas, cabría esperar una evolución similar de la inflación a la de otros países, excepto tal vez por motivos indexatorios, *shocks* específicos o diferencias metodológicas.

Tomando datos para los últimos quince años observamos que la inflación promedio de Chile se ubica levemente sobre 3%, que es la meta del Banco Central. **Es inferior a la inflación promedio de algunos países de LatAm y otros exportadores de *commodities*, pero supera a la inflación de todas las economías desarrolladas (Gráfico 2). Otro aspecto que destaca en esta comparación internacional es la alta volatilidad de la inflación en Chile, en relación a la misma muestra de países (Gráfico 3, más detalles en Anexos). Somos eminentemente volátiles inflacionariamente, y quizás de los más volátiles del mundo. Así como la inflación ha subido rápidamente en lo reciente, verla caer “estrepitosamente” no es un escenario descartable bajo este prisma.**

Gráfico 2

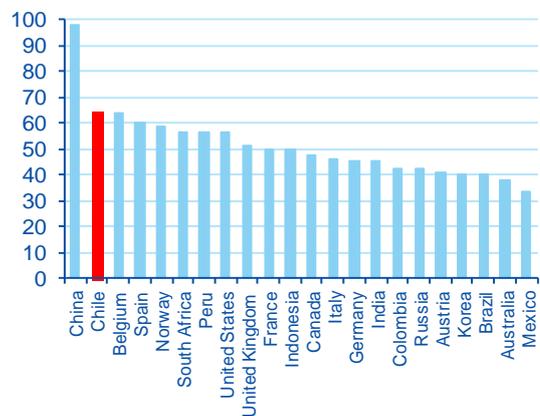
**Promedio inflación anual periodo 2000-2015 (%)**



Fuente: OECD, Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 3

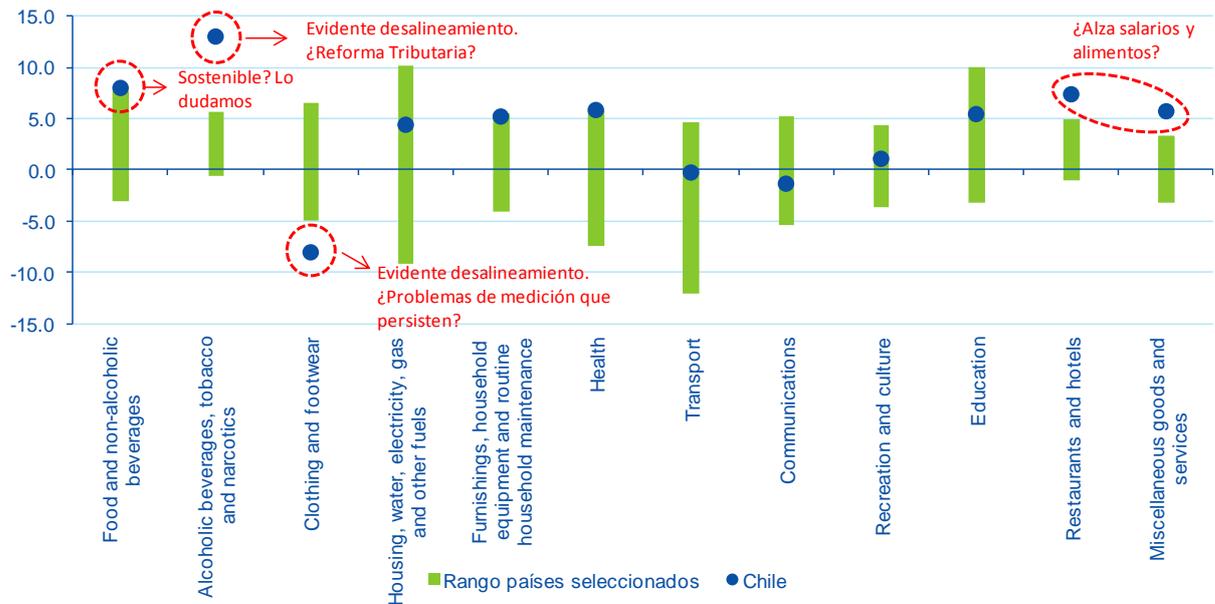
**Coefficiente de variación 2000-2015 (%)**



Fuente: OECD, Bloomberg, BBVA Research

Para aproximarnos a la explicación de estas desigualdades, comparamos a nivel de divisiones del IPC las diferencias observadas entre la inflación de Chile y el resto del mundo. El Gráfico 4 resume los resultados. En él se puede observar el rango de variación de las divisiones del IPC para una muestra amplia de 35 países.

Gráfico 4  
Inflación por divisiones en países seleccionados (var. % a/a)\*



\*Muestra de 35 países elaborada a partir de información oficial. Datos corresponden a la inflación por divisiones al mes de abril 2015, a excepción de Australia (mar-15)<sup>1</sup>.  
Fuente: EuroStat, ABS, INEI, DANE, IGBE, INE, BBVA Research

A partir de los datos presentados en el Gráfico 4, podemos separar en cuatro grupos las divisiones del IPC dependiendo de cómo se ubica Chile en la comparación internacional. Los resultados se presentan en la tabla 1.

Tabla 1

Diferencias internacionales en la inflación IPC por divisiones

<b>Grupo A: La inflación local se ubica sobre el rango</b>	Bebidas alcohólicas y tabaco; restaurantes y hoteles y bienes y servicios diversos.
<b>Grupo B: La inflación local se ubica en el tope del rango</b>	Alimentos y bebidas no alcohólicas, mantenimiento y conservación del hogar y salud.
<b>Grupo C: La inflación local se ubica dentro del rango</b>	Servicios básicos, transporte, comunicaciones, recreación y cultura, educación
<b>Grupo D: La inflación local se ubica bajo el rango: vestuario y calzado.</b>	Vestuario y calzado.

Fuente: BBVA Research

1: Los países en la muestra son los siguientes: Bélgica, Bulgaria, Rep. Checa, Dinamarca, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Austria, Polonia, Portugal, Rumania, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia, Suecia, Reino Unido, Islandia, Noruega, Suiza, Estados Unidos, Australia, Perú, Colombia y Brasil.

En el grupo A encontramos las divisiones del IPC que en Chile tienen un incremento anual mayor al de los 35 países de la muestra en abril de este año. Las razones que explican la mayor inflación en estas divisiones son bastantes claras. **Por un lado, en la división de bebidas alcohólicas y tabaco están los efectos de los aumentos de impuestos a partir de la reforma tributaria aprobada a fines del año pasado. Estos fueron tan intensos que llevaron a ser “los campeones” en inflación para esa división en la muestra amplia de países.** Por otro lado, las divisiones de restaurantes y hoteles y de bienes y servicios diversos, concentran ítems muy relacionados a la inflación pasada (por ejemplo gasto financiero, seguro del automóvil, almuerzo consumido fuera del hogar), es decir, donde los efectos indexatorios son relevantes. También en lo que respecta a restaurantes, la inflación de alimentos, que como veremos más adelante es particularmente elevada en Chile, explica en parte lo inusual del incremento de esta división.

La mayor inflación de las divisiones del grupo A tienen características claramente transitorias, por cuanto no se repetirán las alzas de precios asociadas a los mayores impuestos, mientras que los efectos indexatorios comenzarán a diluirse en la medida que los registros mensuales de inflación se normalicen, lo que esperamos suceda a partir del registro de este mes de mayo.

En el grupo B encontramos las divisiones del IPC que en Chile tienen un incremento anual en el tope de los 35 países de la muestra en abril de este año. **En particular, es notable la alta inflación de alimentos en Chile, en un contexto en que los precios internacionales han caído y también se han reducido los costos de internación.** Es probable que *shocks* específicos como heladas y sequías estén afectando particularmente a los precios de los alimentos localmente, pero de cualquier forma estos *shocks* también son de naturaleza transitoria y esperamos que la segunda parte del año predomine el efecto de la caída de los precios internacionales en la evolución de los precios locales. A modo de ejemplo, los incrementos en el precio del pan, muy relevante en la canasta del IPC (2,1%), harina, arroz y cereales no guardan mucha relación con la baja en los precios internacionales de los insumos, aunque sí puede estar respondiendo a mayores costos de mano de obra. En lo que respecta a las divisiones de equipamiento y mantención del hogar y salud, nuevamente observamos efectos indexatorios relevantes (reajuste en los planes de salud, reajustes salariales), lo que se traduce en que hoy estemos viendo los efectos de segunda vuelta de la alta inflación del año pasado —particularmente en salarios—, cuyos impactos debiesen comenzar a moderarse en el transcurso del año. **Lo sucedido en la inflación de Alimentos localmente se encuentra claramente en la cola de la distribución y, por lo mismo, para aquellos que creen en la convergencia inflacionaria, podrían anticipar retrocesos en el futuro próximo.**

El grupo C considera divisiones del IPC que tienen un incremento anual dentro del rango de los 35 países de la muestra. No observamos en este caso un comportamiento distinto del promedio en recreación y cultura y en comunicaciones. Sin embargo, nuevamente hay divisiones en las cuales el aumento de precios en Chile, si bien no es el más alto, se ubica en la parte superior del rango de fluctuación, como es el caso de servicios básicos, transporte y educación. En el caso de la división de vivienda y servicios básicos uno de los principales ítems que aportan inflación es arriendo (4,2% de la canasta), cuya evolución durante los últimos dos años no se condice con la evolución del precio de las viviendas<sup>2</sup>. Por su parte en transporte, además de los ya mencionados efectos indexatorios también destaca la influencia del precio de los automóviles nuevos que pesan 4,1% en el IPC total y suben 6,4% en 12 meses, a diferencia de otros países como Australia, donde incluso se han registrado descensos en este producto (-1% a/a). En las últimas semanas se están observando localmente las primeras ofertas de automóviles nuevos que buscan liquidar *stocks* acumulados en un contexto de débil demanda interna y que contribuirán a quitar presión a este ítem del IPC.

Por último está el grupo D, que incluye como única división con una variación anual menor al promedio de los 35 países a vestuario y calzado. **En este caso, estimamos que, a pesar de los esfuerzos realizados**

2: Ver [Situación Chile 2T15](#): Capítulo 5: Menores registros de inflación en 2S15 llevarán a cerrar el año bajo 3%, gráfico 5.1.

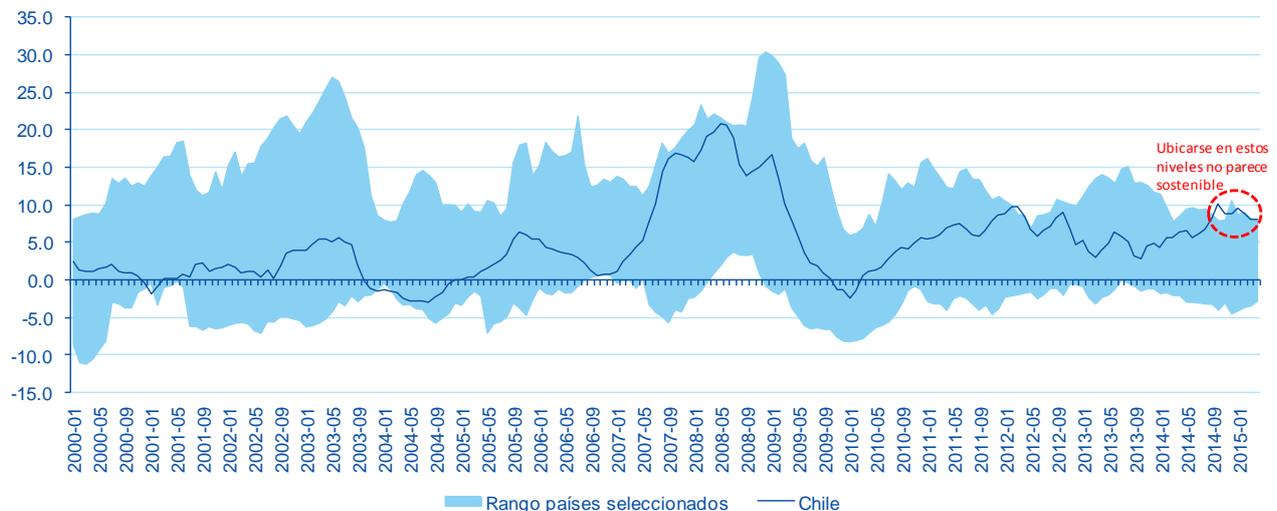
por el INE, aún existen espacios para mejorar la forma de capturar los precios. Nos parece poco probable que en nuestro país los precios de estos productos caigan con la intensidad que muestra el IPC, superando en intensidad a todos los países de la muestra. **¿En un escenario como éste, donde Vestuario y Calzado presentan una tan relevante deflación de precios, quizás no deberíamos estar exportando vestuario y calzado a China?**

A continuación realizamos un acercamiento a dos grupos de productos de la canasta de IPC que son relevantes para explicar las fluctuaciones de la inflación, estos son alimentos y energía. El Gráfico 5 muestra que lo que estamos viendo hoy en el caso de la inflación de alimentos es inusual. Cuesta encontrar episodios en que esta división se ubique en la parte alta del rango de fluctuación internacional. Como dijimos antes, es probable que esto responda a *shocks* climáticos específicos ocurridos en Chile, a lo que se suman los efectos de las alzas salariales; sin embargo, también confirma nuestra visión de que los precios de los alimentos comenzarán a perder influencia en la inflación total, lo cual esperamos que ocurra tan pronto como en el transcurso del segundo semestre de este año<sup>3</sup>. **No es sostenible una inflación de alimentos desalineada persistentemente de rango internacional desde una perspectiva histórica.**

En el caso de los combustibles el Gráfico 6 muestra la evolución histórica de los precios en Chile y de la misma muestra de 35 países. En este caso no se observa un desalineamiento relevante en la caída de precios de Chile, la cual se ubica en el punto medio del rango de fluctuación de los 35 países de referencia.

Gráfico 5

**Evolución de la inflación de alimentos en países seleccionados (var. % a/a)\***



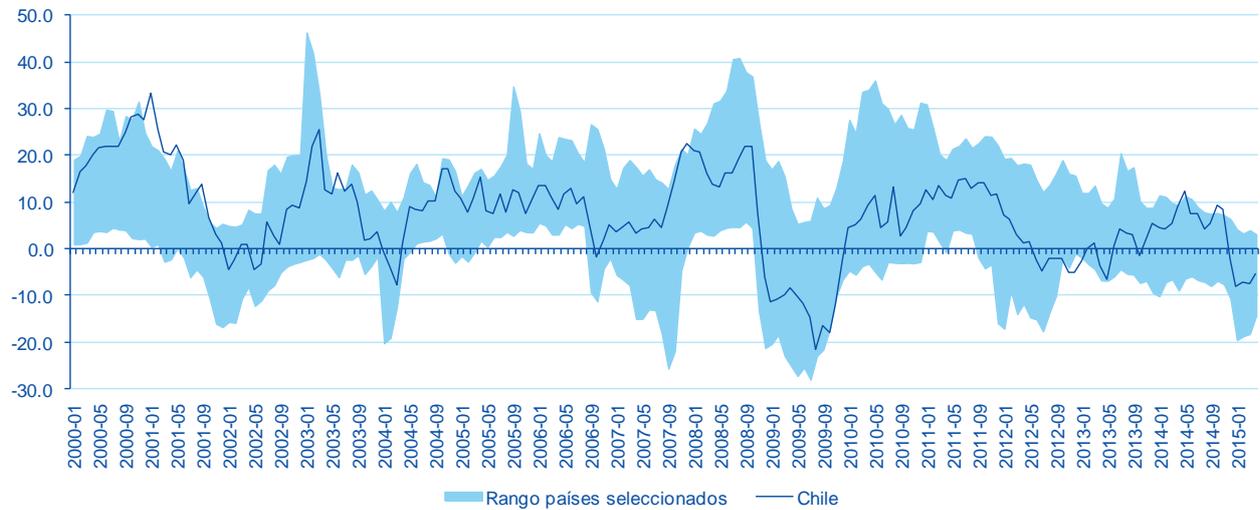
\*Muestra de 35 países elaborada a partir de información de la OECD<sup>4</sup>.  
Fuente: OECD, BBVA Research

3: Ver Observatorio Económico Chile: *Inflación de alimentos continuaría cediendo durante el 2015*

4: Los países en la muestra son los siguientes: Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, Rep. Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Islandia, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Corea, Lituania, Luxemburgo, México, Países Bajos, Noruega, Polonia, Portugal, Rusia, Eslovenia, Sudáfrica, España, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos.

Gráfico 6

**Evolución de la inflación de energía en países seleccionados (var. % a/a)\***



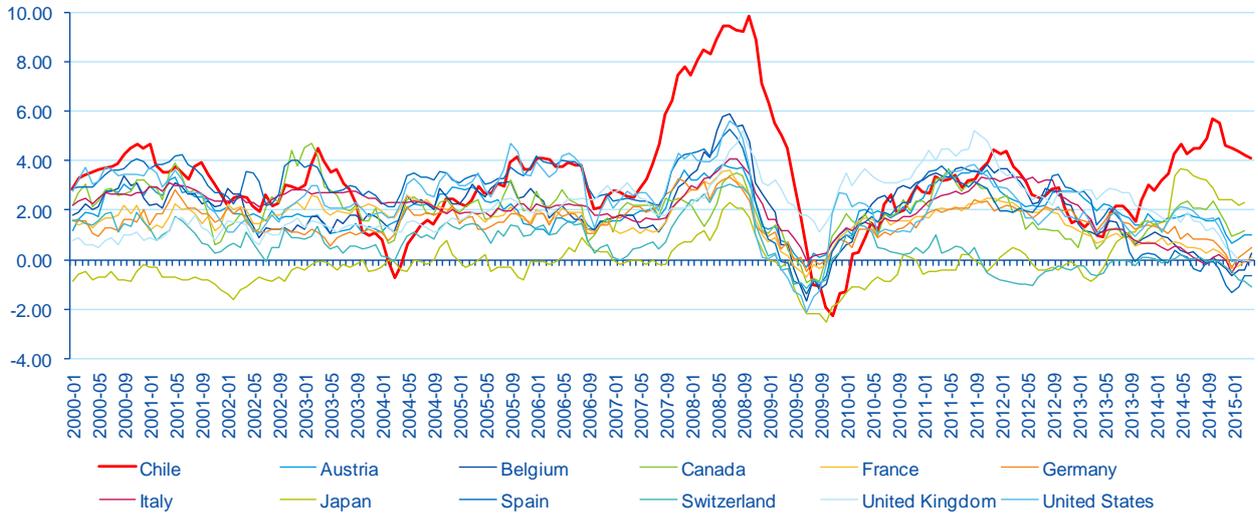
\*Muestra de 35 países elaborada a partir de información de la OECD.  
Fuente: OECD, BBVA Research

En resumen, no solo los eventos idiosincráticos explican las diferencias en los registros de inflación en Chile respecto a otros países, como por el ejemplo las alzas de impuestos o los *drivers* detrás de la inflación de alimentos, sino que la indexación tiene un rol relevante. Respecto a lo que ocurre con vestuario y calzado, consideramos que el INE aún tiene espacios para seguir mejorando aspectos metodológicos que permitan subsanar diferencias difíciles de explicar en la evolución de algunos precios específicos a nivel local. Por último, esta comparación internacional nos permite identificar una gran cantidad de elementos transitorios detrás de las elevadas cifras de inflación, por lo que **reafirmamos nuestra visión de un registro inflacionario por debajo de consenso para finales de 2015, y serias dificultades de tener inflación materialmente relevante el 2016 a menos que veamos un nuevo rally depreciativo para el peso.**

Anexos

Gráfico A1

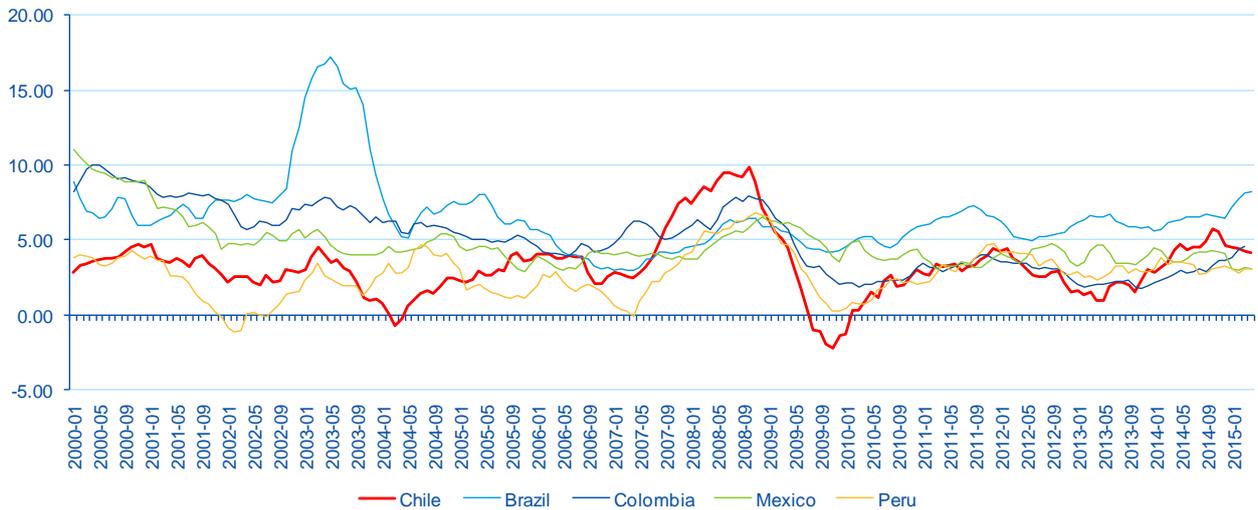
**Inflación IPC total países seleccionados (var. % a/a)**



Fuente: OECD, BBVA Research

Gráfico A2

**Inflación IPC total países seleccionados (var. % a/a)**



Fuente: OECD, Bloomberg, BBVA Research

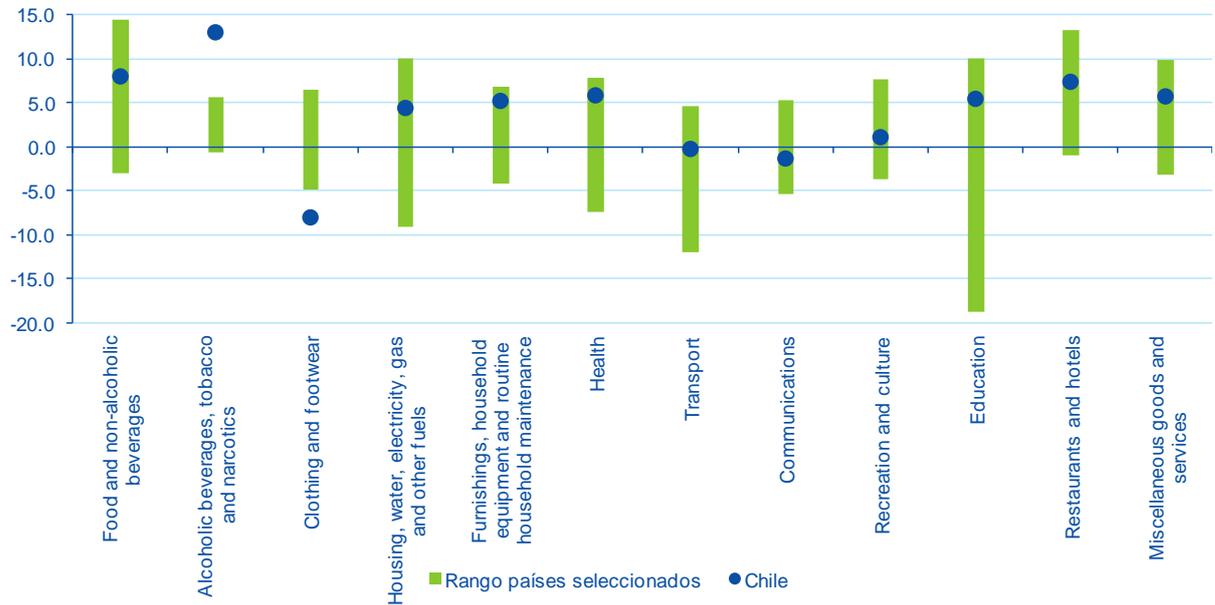
Tabla A1

Principales indicadores estadísticos

	Promedio	Desv. Estándar	Coef. de variación
China	2,3	2,2	98,1
Chile	3,3	2,1	64,4
Belgium	2,0	1,3	64,1
Spain	2,5	1,5	60,2
Norway	2,0	1,2	58,9
South Africa	5,4	3,1	56,6
Peru	2,7	1,5	56,6
United States	2,3	1,3	56,1
United Kingdom	2,2	1,1	51,4
France	1,6	0,8	50,0
Indonesia	7,5	3,7	49,6
Canada	2,0	0,9	47,3
Italy	2,1	0,9	46,1
Germany	1,5	0,7	45,6
India	6,8	3,1	45,3
Colombia	5,1	2,2	42,6
Russia	11,7	5,0	42,4
Austria	2,0	0,8	40,4
Korea	2,8	1,1	40,1
Brazil	6,6	2,6	40,0
Australia	2,9	1,1	37,6
Mexico	4,7	1,6	33,4

Fuente: BBVA Research

Gráfico A3  
Inflación por divisiones en países seleccionados (var. % a/a)\*



\*Muestra de 37 países elaborada a partir de información oficial (incluyen Turquía y Estonia). Datos corresponden a la inflación por divisiones al mes de abril 2015, a excepción de Australia (mar-15).  
Fuente: EuroStat, ABS, INEI, DANE, IGBE, INE, BBVA Research

**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 (highyieldsecurities) 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](http://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.**