



Observatorio Inflación

3 Julio 2008

- λ La inflación de junio mostró una variación de 1,5% m/m, superando las expectativas que fluctuaban entre 1,0% y 1,3%.
- λ La inflación interanual sigue subiendo, alcanzando un máximo de 9,5% en junio (8,9% en mayo).
- λ La inflación mensual del IPCX1 (subyacente), fue de 0,5%, por debajo de lo observado en los meses previos con lo que la variación interanual sube marginalmente desde 8,3% en mayo hasta 8,4% en junio.
- λ Las alzas de alimentos y combustibles continúan teniendo un rol protagónico, aunque la presión del componente servicios sigue cobrando importancia.
- λ Proyectamos que la inflación estaría entre 6,5% a 7,0% al cierre de 2008.
- λ Para los próximos tres meses se proyecta una inflación acumulada de 1,9%. Para julio, el registro mensual previsto es de 0,9%, mientras que tanto para agosto como para septiembre nuestra expectativa es de un incremento de 0,5% m/m.
- λ Creemos que el Banco Central seguirá subiendo tasas: 50 pb la próxima semana. Esto porque la inflación sorprendió una vez más al alza. Su elevado registro constituye por sí mismo un riesgo de propagación de inflación a otros precios a lo que se suma la incertidumbre respecto a la evolución futura del valor de materias primas.

Inflación de junio alcanza en máximos interanuales: el registro mensual de la inflación de junio fue de 1,5%, por sobre la proyección de los agentes que estaba entre 1,0% y 1,3%. Así, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en doce meses llegó a 9,5%, cada vez más lejos de la meta de $3 \pm 1\%$ y superando el registro de 8,9% del mes pasado.

La alta inflación mensual se explica de manera importante por las subidas en precios de alimentos y combustibles (al igual que en meses anteriores), que en su conjunto contribuyeron con 12 de las 15 décimas de incremento en el IPC. Sin embargo, el componente Servicios (No Transables) muestra un importante alza de 0,9%, explicando cuatro décimas de la inflación de junio. Este subíndice muestra alzas en los precios de casi todos sus componentes, muchas de las cuales se asocian a un mecanismo de

Francisca Lira
flira@bbva.cl

traspaso del aumento en el valor de alimentos y combustibles hacia servicios que dependen directamente de estos insumos.

La inflación subyacente del IPCX marcó un incremento mensual de 0,8% con una variación interanual de 8,7% (8,4% el mes previo). Por su parte, la variación mensual del IPCX1 fue de 0,5%, por debajo de lo que venía creciendo en los meses previos, lo que se explica por subidas en los alimentos elaborados menos pronunciadas que en los meses anteriores. También colaboró positivamente la disminución atípica de 5,6% en el precio de medicamentos. Con todo, la variación interanual del IPCX1 tuvo un aumento inferior que el registrado en las medidas menos depuradas, alcanzando un 8,4% a junio (8,3% a mayo).

Cabe reiterar que estos indicadores están influidos por las alzas de alimentos elaborados, pues a diferencia de aquellos sin elaboración, éstos si están incluidos en dicho componente. Así, si del IPCX y del IPCX1 se excluye la evolución de los alimentos elaborados se obtiene un indicador más depurado que da cuenta de eventuales presiones de demanda. En el gráfico adjunto se observa que dicho indicador ha tenido una aceleración importante en los dos últimos meses. De hecho, a junio, el IPCX1 sin alimentos (53%) alcanzó el 5% capturando la mayor presión proveniente desde No Transables, ya indicada.

En la tabla adjunta se muestra el detalle de las diferencias entre nuestra previsión y el dato efectivo, observándose que el origen de nuestra subestimación estuvo disperso entre los distintos componentes, de cuya evolución destaca lo siguiente:

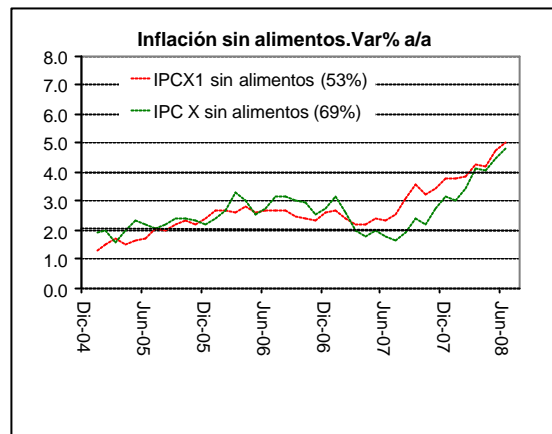
Alimentos sin elaboración: las frutas, verduras y carnes frescas en su conjunto subieron un 4,8% en junio, por sobre la expectativa generalizada. Lo anterior se atribuye fundamentalmente al alza mensual de la carne de bovino (5%), pues a los problemas de importación de carne desde Argentina se agregó la falta de continuidad en el abastecimiento debido al paro de camioneros.

Alimentos con elaboración: mostraron una variación mensual de 1,1% con una incidencia sobre la inflación de 2 décimas. Destaca la desaceleración en las tasas mensuales de alzas de precios del pan (0,5% m/m versus 1,5% m/m en mayo) y arroz (10% m/m versus 30% en mayo).

Servicios: mostró una subida de 0,9% en el mes. Destacan las alzas de buses interurbanos (6,4% m/m) y pasajes de avión (3,2% m/m) que en su conjunto explican casi una décima de inflación. También hubo importantes subidas en tarifas reguladas e indexadas como teléfono fijo (2,5% m/m) y gastos financieros (6,3% m/m).

Industriales: la disminución de 0,4%, estuvo explicada por bajas de medicamentos (-5.6%), que ayudaron a que la inflación del mes fuera una décima más baja.

Energéticos: los combustibles subieron un 8,4% en junio. Esto se explica fundamentalmente por las alzas de precios internacionales de combustibles y por la depreciación del peso chileno. La inyección de 1.000 millones de dólares al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles tuvo un efecto limitado sobre los precios de las bencinas y además se materializó sólo hacia fin de mes. Por su parte, las tarifas eléctricas bajaron un 2,1% , conforme a la entrada en vigencia de un precio nudo un 2,5% más bajo el 27 de mayo. Se espera que la devolución del retroactivo correspondiente a los primeros 26 días de mayo, que se suponía para junio, se entregue en julio.



Junio	Peso %	Previsto		Efectivo	
		Var % m/m	Inci- dencia	Var % m/m	Inci- dencia
Inflación total	100.0	1.2%	1.2	1.5%	1.5
Alimentos	25.2	1.6%	0.5	2.2%	0.6
Percibibles*	8.5	3.2%	0.3	4.8%	0.4
Elaborados	16.7	1.5%	0.3	1.1%	0.2
Energéticos	5.6	4.2%	0.5	5.7%	0.6
Combustibles	4.0	7.6%	0.5	8.4%	0.6
Electricidad	1.6	-5.4%	-0.1	-2.1%	0.0
Industriales	27.8	0.1%	0.0	-0.4%	-0.1
Servicios	41.3	0.5%	0.2	0.9%	0.4

* Frutas, verduras y carnes frescas

Salarios nominales mantienen ritmo de crecimiento: el índice general de remuneraciones nominales por hora subió un 8,9% a mayo, manteniendo el ritmo de crecimiento de los meses previos. Destaca el incremento de los salarios nominales en los sectores de la construcción (13,3%) y comercio (10,2%).

Considerando que la inflación acumula un 8,9% a la misma fecha, esto se traduce en un crecimiento nulo de las remuneraciones reales (ver gráfico), que se vienen desacelerando desde fines del año pasado. Si bien, los salarios se continúan reajustando de acuerdo a lo que sugieren las cláusulas habituales de indexación, está latente el riesgo de que puedan aumentar a futuro, con el consiguiente riesgo de propagación a la inflación futura.

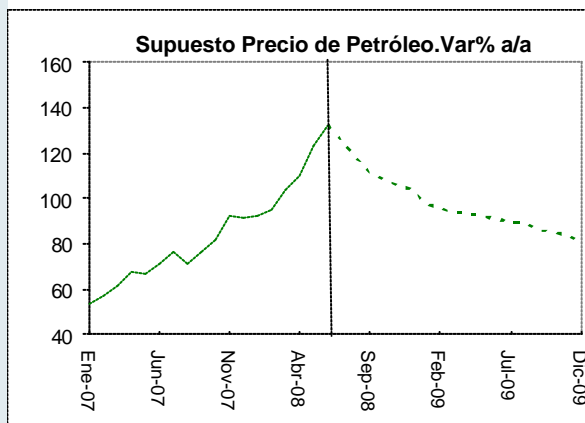
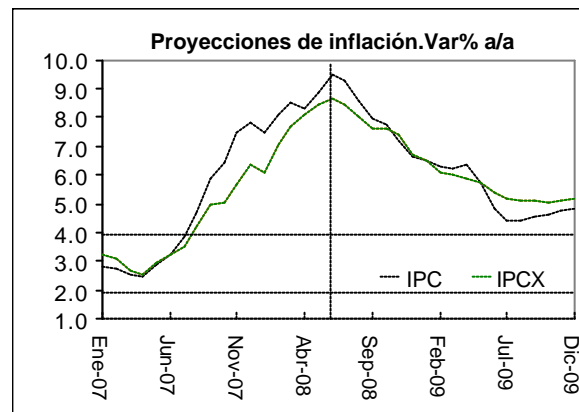
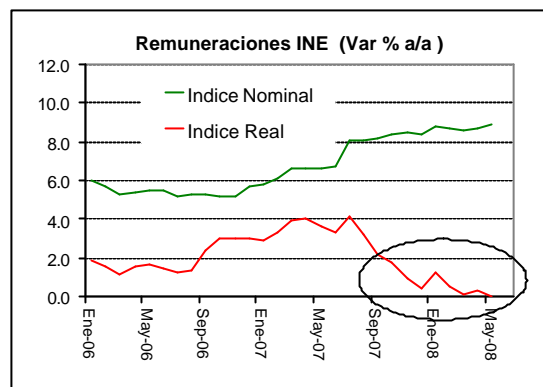
La moderación del crecimiento de los salarios reales ya descrita, es uno de los factores que explica la ralentización del consumo privado que se viene observando desde el tercer trimestre del año pasado.

Previsiones de inflación: incorporados los datos de precios de junio y consignando la última información disponible en cuanto a precios de combustibles, nuestra previsión de inflación se ajusta marginalmente al alza. Así esperamos que la trayectoria baje lentamente desde el 9,5% actual hasta ubicarse en el rango de 6,5% a 7,0% al cierre de 2008. Durante los cuatro primeros meses de 2009, la inflación permanecería por sobre el 6%, observándose un descenso hasta el rango 4% a 5% hacia mediados de 2009, en la medida que salgan de la base de comparación los elevados registros de mayo, junio y el previsto para julio. Aún así, la trayectoria prevista permanece en el rango de 4,5% a 5,0% en la segunda parte de 2009, con lo que la convergencia a la meta se posterga hasta 2010.

Supuestos básicos utilizados: las proyecciones que se ilustran en el gráfico anterior, fueron realizadas suponiendo un descenso en el precio del petróleo a partir del mes de julio y una leve apreciación de la moneda respecto de los niveles actuales. Por otro lado, estamos suponiendo una moderada apreciación de la moneda local, asociada a los pronósticos de nuevas alzas de tasas en el mercado local y mantención por parte de la FED. Esto último se relaciona a su vez con las menores presiones inflacionarias que supondría el descenso en el precio del petróleo ya descrito. En lo referente a materias primas agrícolas, se consideró las proyecciones de precios de acuerdo al comportamiento de los mercados futuros desde principios de año hasta ahora. Lo anterior constituye subidas en torno al 15% en los precios del trigo expresados en dólares, respecto de los niveles actuales; que a pesar de la magnitud del alza significa una desaceleración respecto del 45% observado a junio del año pasado.

Previsión para los próximos tres meses se proyecta una inflación total acumulada de 1,9% con 0,9% m/m para julio, 0,5% m/m para agosto y 0,5 m/m para septiembre.

- *Julio:* El alto registro previsto para julio (0,9%) está influido, al igual que los meses anteriores, por las alzas de precios de combustibles, alimentos y una continuación de la tendencia alcista en servicios, pues a pesar de la actuación del Banco Central, esperamos que en el corto plazo se sigan observando presiones de demanda y propagación de inflación a otros precios. En el cuadro adjunto, se presenta el detalle de la variación prevista por componentes –y su incidencia– para los próximos tres meses. Se observa que si bien se proyecta una desaceleración en el aumento en el precio del subíndice de servicios respecto de lo observado en meses previos, de todas maneras este tendrá una incidencia de 3 décimas durante el mes de julio. Cabe señalar además, que se supone una variación de 3,4% en los precios de combustibles, dado principalmente por los movimientos que se han registrado hasta ahora y un supuesto de una moderada subida para el 10 de julio. Este se



sustenta en la evolución de los precios internacionales de la gasolina y el gas en las dos semanas móviles terminadas el miércoles 2 de julio y bajo el supuesto de mantención del tipo de cambio al nivel de la semana previa (\$ 526). No se registran variaciones en precios de combustibles desde mediados de mes en adelante, con lo que la evolución de las variables clave (petróleo, tipo de cambio) desde ahora en adelante podrían hacer variar la proyección para julio en lo que resta de este mes.

- **Agosto:** La inflación mensual prevista baja hasta 0,5% a pesar de que continuaría la presión por el lado de alimentos. Lo anterior se explica por las liquidaciones de vestuario de invierno y la disminución de precios de combustibles (dado nuestro escenario de bajas en el precio del petróleo). Además se proyecta una leve moderación en servicios, explicado en parte por el efecto sobre las expectativas y el tipo de cambio que tendrían las alzas de tasas
- **Septiembre:** se proyecta una inflación de 0,5% al igual que el mes previo. Si bien los precios de vestuario volverían a subir por la nueva temporada, lo anterior se compensaría por una subida más tenue en alimentos.

El BCCh seguirá subiendo tasas: creemos que el Banco Central continuará subiendo tasas debido a un elevado riesgo de propagación de la inflación observada hasta ahora en alimentos y transporte hacia otros precios. A lo anterior se agrega la alta incertidumbre todavía presente en los mercados de materias primas. Así, a pesar del sesgo neutro de la reunión pasada, esperamos una nueva alza de 50 pb en la siguiente. Sin embargo no se puede descartar un alza mayor, sobre todo en un entorno en el que las expectativas a mediano y largo plazo parecen alejarse cada vez más de la meta.

	Inflación mensual por componentes							
	Variación %				Incidencia			
	Jun(*)	Jul	Ago	Sep	Jun(*)	Jul	Ago	Sep
Inflación total	1.5	0.9	0.5	0.5	1.5	0.9	0.5	0.5
Alimentos	2.2	1.6	1.7	1.4	0.6	0.4	0.4	0.4
Percibibles	4.8	2.8	2.8	2.3	0.4	0.2	0.2	0.2
Elaborados	1.1	1.1	1.2	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2
Energéticos	5.7	2.0	-0.9	-1.1	0.6	0.2	-0.1	-0.1
Combustibles	8.4	3.4	-3.5	-3.0	0.6	0.3	-0.1	-0.1
Electricidad	-2.1	-2.1	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Industriales	-0.4	0.1	-0.2	0.2	-0.1	0.0	-0.1	0.0
Servicios	0.9	0.6	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2

* Efectivo