

En este número

1

Panorama
Macroeconómico
Julio de 2001

2

El Proceso Inflacionario,
Evolución Reciente y
Proyecciones

Universidad Finis Terrae
Facultad de Ciencias
Económicas y Administrativas
Av. Pedro de Valdivia 1509
Providencia
Santiago

Informe Económico

1

PANORAMA MACROECONÓMICO

*Patricio Rojas y Susana Jiménez
26 de Julio de 2001*

Actividad y Gasto

Confirmando el lento proceso de reactivación que exhibe la economía chilena, el Banco Central informó que la actividad en el mes de mayo creció 2,4% respecto de igual mes de 2000. Si bien, este crecimiento se ubicó algo por encima de lo esperado previamente por el mercado, constituye, junto al IMACEC observado en marzo último, el más bajo alcanzado por la economía chilena desde septiembre de 1999, pero no muy distante de los últimos crecimientos mensuales de actividad. En efecto, el bajo dinamismo de mayo no puede ser considerado un resultado aislado, por cuanto los bajos crecimientos han sido una constante que se ha repetido desde diciembre del año pasado, situación que no sólo acota el crecimiento del año 2001 a una variación en la cercanía de 3,7% sino que refleja el lento proceso de recuperación y la poca efectividad que han tenido hasta ahora las sucesivas bajas de tasas de interés que se han realizado desde septiembre de 2000. En este

contexto, las perspectivas de crecimiento que se manejan para el mes de junio son algo mejores, pero sustancialmente por las menores bases de comparación que exhiben los indicadores de producción industrial y minera, ventas industriales e importaciones, los cuales permitirían anticipar que la economía crecería en el segundo trimestre del año en torno a 3%, constituyéndose en el trimestre más bajo de crecimiento que se observaría durante el presente año.

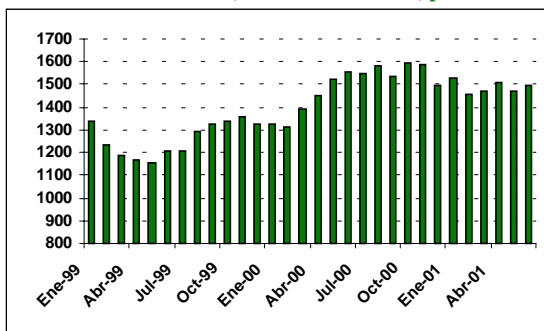
Con relación al crecimiento del IMACEC de mayo, éste se explicaría por el bajo crecimiento que exhibió la industria, la minería y el comercio. Este último sector se habría expandido en alrededor de 2%, explicado principalmente por el crecimiento de las ventas industriales y la desacumulación de inventarios, por cuanto las importaciones reales cayeron en torno a 12,5% en doce meses. Al igual que abril último, ésta última situación no sólo afectó el dinamismo del sector comercio sino que también a los derechos de importación, los cuales explicaron una contracción cercana a un punto porcentual del IMACEC de mayo. Adicionalmente, el crecimiento de mayo último se vio afectado por la existencia de un día hábil menos que igual mes del año pasado, situación que estimamos habría afectado el IMACEC en alrededor de 0,5 puntos porcentuales de menor actividad en el mes.

Por su parte, y debido a la caída de las exportaciones reales en la cercanía de 7% durante mayo, la demanda interna habría crecido levemente, en torno a 0,6%, respecto de mayo de 2000.

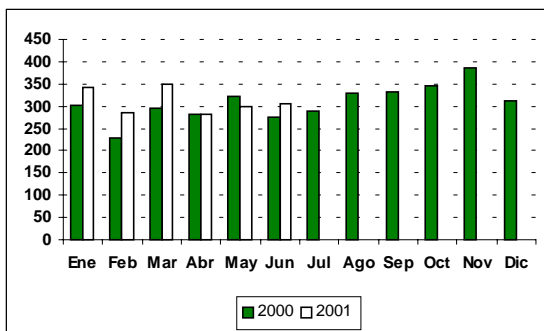
**Indicadores de Actividad y Gasto
var % en doce meses**

	2000	2001					
	dic.	ene.	feb.	mar.	abr.	may	jun
IMACEC	2,6	3,9	3,6	2,4	2,6	2,4	4,0-4,5
Producción Industrial, INE	-3,8	-2,3	-0,2	-1,7	3,1	0,6	4,2
Empleo	-0,4	-1,1	-1,4	-1,9	-1,1	-1,7	-1,5
Tasa de Desempleo (%)	8,3	8,4	8,4	8,8	9,1	9,6	10,0
Import. Bs. Intern.	-4,9	21,7	-0,2	-0,9	-5,7	-13,3	5,3
Gasto Agreg. Estimado	3,3	2,2	5,5	4,3	-11,0	0,5	-0,6
MIA Real Ajust (P.Móvil)	0,0	-1,3	-1,9	0,6	4,4	7,8	10,4
Ventas Industriales, INE	-4,0	-5,2	4,8	0,6	4,1	8,7	5,0
Import. Bs. Consumo	-15,4	15,2	3,6	-6,5	-12,8	-16,1	-8,4
Import. Bs. Capital	18,5	13,8	25,0	17,7	-0,1	-7,5	10,9

**Importaciones Mensuales
CIF, millones de dólares, prom. móvil**



**Importaciones de Bienes de Capital
CIF, millones de dólares**



En junio, en tanto, la información preliminar indica que el IMACEC se incrementaría en alrededor de 4%-4,5% respecto de junio de 2000. Las menores bases de comparación de junio de 2000 permiten explicar, en gran medida, el mejoramiento respecto de las tasas de crecimiento exhibidas

en los seis meses precedentes. En efecto, las importaciones de junio alcanzaron a US\$1.380 millones, nivel que siendo levemente superior al de mayo último representa un crecimiento real en torno a 7,5% respecto de junio del año pasado. Adicionalmente, las ventas y la producción industriales, así como la minería, mostraron magros desempeños en junio de 2000, situación que permite esperar comportamientos más favorables de estos indicadores en junio del presente año. En este contexto, estimamos que el sector comercio habría crecido en torno a 4,5% durante junio, mientras que la industria se habría expandido en algo por encima de 4%. La minería, en tanto, habría crecido en alrededor de 6,5% respecto de junio de 2000.

En síntesis, el crecimiento del segundo trimestre del año se ubicaría en la cercanía de 3%, mientras que la demanda interna mostraría una contracción algo mayor a 3% respecto del segundo trimestre de 2000.

Considerando el bajo dinamismo que aún muestra la demanda interna, particularmente el consumo y la inversión privados, es que estimamos que la velocidad de recuperación de la economía no cambiará significativamente en el tercer trimestre del año, situación que acotaría el crecimiento de ese trimestre en la cercanía de 4% respecto del tercer trimestre de 2000. Adicionalmente, en la actual coyuntura la política monetaria de menores tasas de interés que persigue el Banco Central estaría teniendo un rezago mayor que el observado en períodos recientes en afectar la demanda interna, situación que estaría limitando fuertemente las posibilidades que la economía registre una expansión significativa en el último trimestre del año. Es más, la probabilidad creciente que la recuperación de EE.UU. se traslade hacia el próximo año, junto a un escenario regional de mayor volatilidad, nos llevan a estimar que el crecimiento del cuarto trimestre del año se encontraría acotado a una tasa que no iría más allá de 4,5%.

En definitiva, los bajos resultados de actividad económica de la primera mitad de

2001, sumados a las perspectivas para el segundo semestre, cuestionan seriamente las reales posibilidades que tendría la economía chilena de crecer 4% en el año, por cuanto un crecimiento de ese orden necesariamente requiere que la economía comience a mostrar señales de mayor dinamismo en los meses que siguen, situación que dada las actuales condiciones domésticas e internacionales, se ve como muy poco probable. Lo anterior significa que el crecimiento del PIB en 2001 se encuentra acotado por una tasa que no irá más allá de 3,7%.

**Gasto del Producto Interno Bruto
var. % en doce meses**

	2000		2001			
		I	II	III	IV	Año
Consumo e Inventario	7,5	2,1	-6,6	1,9	8,7	1,4
Form. Bruta de Capital	4,3	9,7	6,6	8,0	4,8	7,2
Gasto Interno	6,6	3,9	-3,2	3,4	7,6	2,9
Export. de Bs. & Ss.	7,5	5,6	12,3	7,1	4,8	7,4
Import. de Bs. & Ss.	10,1	6,9	-2,6	5,2	12,3	5,3
Producto Interno Bruto	5,4	3,3	3,0	4,0	4,4	3,7

Proyecciones Años 2001 y 2002

	2001e	2002p
PIB (var. %)	3,7	5,0
Gasto (var. %)	2,9	6,0
FBCF (var. %)	7,2	8,1
Inflación (dic. a dic.)	3,0	3,2
Desempleo (% a dic.)	8,4	7,8
Exportaciones Bs. & Ss. (var. %)	7,4	5,0
Importaciones Bs. & Ss. (var. %)	5,3	7,0
Balance Fiscal (% PIB)	-1,0	-0,3

La demanda interna, en tanto, estimamos se expandirá en alrededor de 5,5% durante el segundo semestre del año, producto de las menores bases de comparación y de una cierta mejoría esperada en el consumo e inversión privados, como consecuencia de las condiciones expansivas que muestra la política monetaria y el mejoramiento gradual de la situación internacional. En síntesis, estimamos que la demanda interna crecería en torno a 3% durante el presente año.

Sector Externo

El Banco Central informó que en junio las exportaciones totales alcanzaron a US\$1.428 millones mientras que las importaciones fueron US\$1.380 millones, con lo cual el superávit de la balanza comercial

del mes fue de US\$48 millones. Con esto, en los primeros seis meses del año el superávit comercial alcanzó a US\$1.166 millones, representando un aumento de más de US\$216 millones respecto de igual período de 2000. En lo fundamental, este mejoramiento de la balanza comercial se explicó por las mayores exportaciones no cobre resto, las cuales fueron superiores en algo más de US\$270 millones respecto de las contabilizadas en la primera parte de 2000.

Con relación a lo informado en junio, y si bien las importaciones de bienes de ese mes fueron sólo US\$20 millones superiores a las de mayo último, la menor base de comparación de junio del año pasado permitió que en términos porcentuales éstas no cayeran, como ocurrió en los dos meses precedentes, sino crecieran 3,8% en valor y en torno a 7,5% en términos reales, respecto de junio de 2000. Por su parte, las exportaciones de bienes crecieron en valor en 12,6% y en torno a 19,6% en términos reales en igual período.

El magro desempeño de las importaciones durante el segundo trimestre del año se manifestó en todas las categorías de bienes, mostrando las de consumo e intermedios caídas en sus niveles respecto de los alcanzados en igual período de 2000, mientras que las internaciones de bienes de capital, si bien no cayeron en el período, registraron un nivel que sigue siendo muy bajo como para poder esperar una reactivación importante de la inversión privada en el segundo semestre del año. En efecto, las importaciones totales del segundo trimestre alcanzaron a US\$4.021 millones, nivel que no sólo representó una caída en volumen en torno a 5% respecto de igual período de 2000 sino que lo ubicó en US\$260 millones por debajo del nivel alcanzado en el primer trimestre de 2001. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo cayeron en valor en 12,6% durante el segundo trimestre mientras que las de bienes intermedios lo hicieron en 5,1% en igual período. En tanto, las importaciones de bienes de capital mostraron una variación casi nula en igual período. Sin embargo su nivel fue

inferior en algo más de US\$100 millones respecto al nivel alcanzado en el primer trimestre del año, situación que no sólo contribuye a explicar el bajo dinamismo del segundo trimestre del año sino que se contradice con el proceso de reactivación que parecía haberse iniciado en la última parte del año pasado.

Con relación a lo que resta del año, estimamos que el escenario externo seguirá complejo y con pocas posibilidades de mostrar señales significativamente distintas de las expresadas en nuestro Informe anterior. Ello por cuanto los precios internacionales de nuestros productos exportados han continuado cayendo, existiendo pocas expectativas de mejorar significativamente durante la segunda parte del año, a la vez que la actividad de la economía mundial ha continuado ajustándose a la baja. En efecto, en los últimos meses el precio promedio del cobre no sólo se ha mantenido algo por debajo de los 75 centavos de dólar la libra, sino que su precio spot se ubica en torno a 69 centavos de dólar, mientras que el precio de la celulosa ha caído en torno a 38% respecto de diciembre de 2000. Lo anterior, sumado a un precio del petróleo que se ha mantenido, en promedio, en torno a 25 dólares el barril, permite estimar una caída de los términos de intercambio entre 4,5% y 5% en 2001 respecto del año pasado, casi el doble de la proyectada hace algunos meses. Adicionalmente, la última información de las economías industrializadas tienden a consolidar un cuadro de menor dinamismo en todas las zonas de la economía mundial, lo que ha requerido ajustar las proyecciones de crecimiento mundial a una tasa de 2,8% para el presente año.

En este escenario, continuamos proyectando para 2001 una balanza comercial superavitaria en el rango de US\$800 millones -US\$850 millones, con exportaciones de bienes por US\$18.250 millones e importaciones de bienes por US\$17.400 millones. En tanto, la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzaría cerca de US\$1.350 millones, equivalente a 2,1% del PIB.

Inflación

La evolución de la inflación en junio nuevamente se vio influenciada por las variaciones de precios de los bienes y servicios asociados a los combustibles. En efecto, la inflación mensual fue de 0,1%, debido, en lo fundamental, a los incrementos de los rubros Alimentación y Vivienda, con incidencias de 0,16 y 0,05 puntos porcentuales, las cuales fueron parcialmente compensadas con las caídas en los precios de los ítems del Transporte y Vestuario, que implicaron incidencias negativas de 0,14 y 0,05 puntos porcentuales. Con esto, la inflación en los primeros seis meses del año acumuló una tasa de variación de 1,5% respecto de diciembre de 2000 y 3,6% respecto de junio de 2000.

Con relación a la inflación de julio, estimamos que ésta se explicaría nuevamente casi en su totalidad por el comportamiento que han mostrado los precios asociados a los combustibles en los últimos 30 días. En lo fundamental, estimamos decrecimientos importantes en el rubro de Transporte y Vestuario, que sumado al alza que se espera en ciertos Alimentos, llevaría a que la inflación de julio se ubicará en torno a 0%, no descartándose que se ubique en 0,1% si continuamos observando alzas importantes en los precios de ciertos alimentos perecibles y carnes. En particular, la caída que mostraron los combustibles durante las tres últimas semanas de junio, sumada a la incidencia proveniente del incremento de \$10 en los pasajes de locomoción pública, que se hizo efectivo el 15 de julio, permite estimar que el rubro Transporte alcanzaría una incidencia en

Sector Externo

	2000	2001e	2002p
Cuenta Corriente/PIB (%)	-1,4	-2,1	-1,7
Cuenta Corriente (mill. US\$)	-989	-1330	-1170
Saldo Balanza Comercial (mill. US\$)	1436	820	1150
Exportaciones de Bs. (mill. US\$)	18158	18250	20300
Importaciones de Bs. (mill. US\$)	-16722	-17430	-19150
Térm. de Interc. (var. % prom. 12 meses)	1,0	-4,5	4,0
Precio del Cobre (prom., US\$c por libra)	82,2	74,5	83,0
Precio del Petróleo (prom., US\$ por barril)	28,3	25,0	24,0

la inflación del mes de -0,18 puntos porcentuales. Por su parte, la continuación de las liquidaciones de vestuario permiten estimar que el rubro Vestuario volverá a exhibir una incidencia negativa, en torno a 0,05 puntos porcentuales. En tanto, las alzas de precios de ciertos productos perecibles y los últimos aumentos que han exhibido las carnes de vacuno harían que la incidencia del rubro Alimentación se ubique en alrededor de 0,2 puntos porcentuales. Por último, los rubros Vivienda y Equipamiento de Vivienda acumularían una incidencia en el mes de 0,03 puntos porcentuales.

En síntesis, estimamos que la inflación en doce meses a julio se ubicará en torno a 3,4%, representando una caída de dos décimas respecto de la tasa observada en junio último.

Inflación, Salarios y Tipo de Cambio

Año 2001	IPC		Salarios (var. % anual)		TCN \$/US\$
	var.%mes	var.% año	Nominales	Reales	
Ene.	0,3	4,7	5,6	0,8	571,1
Feb.	-0,3	3,8	5,4	1,6	563,1
Mar.	0,5	3,5	5,3	1,7	587,8
Abr.	0,5	3,5	5,2	1,7	598,6
May.	0,4	3,7	5,4	1,6	604,5
Jun.	0,1	3,6	5,5	1,9	615,0
Jul.	0,0	3,4	5,5	2,0	655,0
Ago.	0,2	3,4	5,2	1,8	650,0
Sep.	0,3	3,1	5,2	2,1	642,0
Oct.	0,4	2,9	5,2	2,3	630,0
Nov.	0,2	2,8	5,2	2,4	625,0
Dic.	0,2	3,0	5,3	2,3	626,0

En lo que resta del año, y bajo el supuesto que el bajo dinamismo de la economía mundial mantenga acotados los precios internacionales de los combustibles, implicando una cierta estabilidad en los futuros precios domésticos de las gasolinas, gas licuado y diesel, sumado a la baja probabilidad que se observe una importante presión de demanda sobre los precios domésticos, lo que dificultará traspasar a precios domésticos las alzas registradas en el precio del dólar, nos lleva a continuar proyectando una trayectoria decreciente de la inflación, que la ubicaría en diciembre de 2001 entre 3% y 3,1%.

Tipo de Cambio

La volátil situación de Argentina de las últimas semanas ha continuado guiando los movimientos de nuestra paridad peso-dólar y explican en forma importante los niveles que ha alcanzado este precio durante julio. En esta oportunidad la acción que gatilló la escalada de la paridad hasta niveles de \$670 fue la dificultad y el alto retorno pagado por el gobierno argentino en la colocación de más de US\$800 millones en bonos Letes, para cumplir con sus compromisos de deuda. Esta acción dejó en evidencia la real situación de financiamiento que enfrenta Argentina, llevando al gobierno a reconocer que los mercados del crédito se le habían cerrado mientras que el riesgo país subía a niveles por encima de 1.500 puntos base, anticipando una probabilidad importante de que el gobierno tuviera que decretar un *default* de su deuda.

Esta situación crítica llevó al gobierno a anunciar su séptimo programa de ajuste, buscando equilibrar sus cuentas públicas y gastando sólo los recursos con que cuenta, de modo de lograr un déficit cero durante la segunda mitad de 2001. Si bien el programa es coherente con la situación crítica que vive Argentina, el gobierno se ha encontrado nuevamente con un fuerte rechazo social y político, situación que ha generado que el riesgo país no sólo se mantenga a niveles críticos sino que haya aumentado hasta la cercanía de 1.600 puntos base. En los últimos días el gobierno ha empezado a ganar apoyo de los distintos sectores políticos, situación que abre cierta esperanza en la viabilidad del programa.

Como era de esperarse, el desarrollo de estos acontecimientos ha provocado importantes movimientos en las distintas monedas regionales respecto del dólar, en una señal clara del complicado momento en que se encuentra Argentina y de las dudas en cuanto a la real posibilidad de que el gobierno pueda manejar con éxito la actual situación. En particular, el peso chileno llegó a depreciarse respecto del dólar en algo más de 7% desde el nivel de fines de junio,

alcanzando a \$670, para posteriormente, ante la mejora relativa de Argentina en los últimos días en cuanto a la posibilidad de lograr un acuerdo político, ha permitido que la paridad retroceda a niveles en torno a \$660-\$665.

No obstante lo anterior, la evidencia última de Argentina llama a ser prudentes y cuidadosos respecto a la mantención de estos acuerdos políticos, sobre todo si consideramos la rigurosidad del ajuste tanto a nivel del gobierno central como de los provinciales, la proximidad de las elecciones de octubre y el descontento social que ha empezado a tomar fuerza. Es en este contexto que en el futuro inmediato no deberíamos esperar una definición clara respecto de la tendencia que tomará la paridad peso-dólar. Es más, deberíamos continuar observando una alta volatilidad en la paridad hasta tener señales más concretas sobre la real efectividad del gobierno argentino de moverse hacia un déficit cero. De ser así, la situación de Argentina en las próximas semanas no debería cambiar significativamente como para hacer retroceder el dólar por debajo de \$650. Esto, por cuanto las expectativas de la situación son, en el mejor de los casos, de que el riesgo país y las tasas de interés domésticas en Argentina bajen nuevamente, pero difícilmente hasta los niveles que se observaron con posterioridad al *megacanje*, los que, cabe recordar, eran muy elevados en términos absolutos.

Ciertamente este escenario de incertidumbre continuará reflejándose en el comportamiento futuro de las monedas de la región. En particular, esperamos que el dólar continúe mostrando una importante volatilidad, que la hará fluctuar en la cercanía de \$650-\$655 durante las próximas semanas mientras se define la respuesta de los mercados en torno a la viabilidad del programa fiscal argentino de déficit cero. Vemos poco probable que en un horizonte de 30 días esta situación cambie significativamente como para que el peso chileno se recupere y vuelva a niveles en la cercanía o por debajo de \$630.

Cabe mencionar que posponer o flexibilizar la última acción fiscal del gobierno argentino incrementa la probabilidad de ocurrencia de un escenario de mayor crisis en Argentina. Esto, por cuanto, a la incertidumbre y falta de credibilidad en la sustentabilidad del sistema de tipo de cambios duales que implementó Argentina, se sumó el virtual cierre de las fuentes de financiamiento que disponía el gobierno para cumplir con sus compromisos de deuda. De moverse Argentina paulatinamente hacia un equilibrio que muestre resultados fiscales acordes con el programa de déficit cero, es factible esperar que nuestra paridad retroceda nuevamente a niveles en torno a \$620. Sin embargo, si los resultados continuaran mostrando desviaciones respecto de las metas planteadas dentro del Programa, la credibilidad en el actual sistema cambiario argentino caería significativamente, siendo factible esperar que el peso chileno continúe depreciándose respecto del dólar, tendiendo a mantenerse en niveles por encima del rango \$660-\$665 observado durante los últimos días. De acontecer esta última alternativa, la probabilidad que Argentina realice una moratoria de su deuda y/o una devaluación total se incrementa significativamente, lo que, de ocurrir, provocaría una depreciación adicional del peso chileno durante algunos días, la cual estimamos lo llevaría hasta niveles por encima de \$690, para posteriormente, dependiendo de las acciones tomadas, disminuir hacia los niveles previos.

Con relación a la posibilidad que la autoridad monetaria chilena intervenga en el mercado cambiario en defensa del peso, consideramos que las actuales condiciones de la economía chilena no ameritan dicha acción, tanto porque la situación que ha provocado dichos movimientos no es definitiva como porque los niveles alcanzados aún no constituyen peligros serios sobre el objetivo inflacionario. Es más, pensamos que el objetivo prioritario que persigue la autoridad en la actualidad es consolidar una recuperación de la actividad económica, objetivo que estaría dispuesto a lograr a pesar de un cierto repunte transitorio

en la inflación producto de la depreciación del peso. Esto último quedó reflejado en el accionar del Banco Central en su última reunión de Política Monetaria, donde decidió mantener la tasa de interés en 3,5% y no realizar ninguna acción de intervención del mercado cambiario, decisión que fue bien recibida por el mercado, por cuanto aclaró la posición del Instituto Emisor respecto a la evolución última de la paridad y la importancia de dejarla flotar, sobre todo que los niveles alcanzados por ésta ya incorporaban la posibilidad que Argentina estuviera en una situación de *default*. Luego, la no intervención vino a validar, en cierta forma, que el techo para la paridad en el actual escenario regional se ubicaría en un nivel no muy distante de los \$670 alcanzados durante esos días.

Finalmente, es importante mencionar que de ocurrir una defensa del peso por parte del Banco Central, es probable que ésta venga a través de incrementar el stock de PRD mediante un canje con PRC y no por aumentos significativos de la tasa de interés.

Empleo

La última información del mercado laboral ha confirmado la tendencia esperada en la tasa de desocupación, la cual inició un proceso ascendente en enero último que debería finalizar alrededor del mes de agosto, para posteriormente disminuir por los conocidos factores estacionales del empleo agrícola y el comercio. Si bien este proceso se ajusta al patrón estacional propio del mercado laboral chileno, los últimos indicadores tanto del Instituto Nacional de Estadísticas como de la Universidad de Chile confirman que este proceso está siendo más profundo de lo anticipado a principios de año. En particular, se estaría anticipando que en el trimestre móvil terminado en junio la tasa de desocupación publicada por el INE se elevaría a algo por encima de 10%, nivel que previamente se esperaba se alcanzara más cerca de los meses más críticos del proceso como son julio y agosto. En igual sentido, la reciente información publicada por la

Universidad de Chile mostró que en junio la tasa de desocupación del Gran Santiago se elevó hasta el 15%, el nivel más alto desde septiembre de 1999.

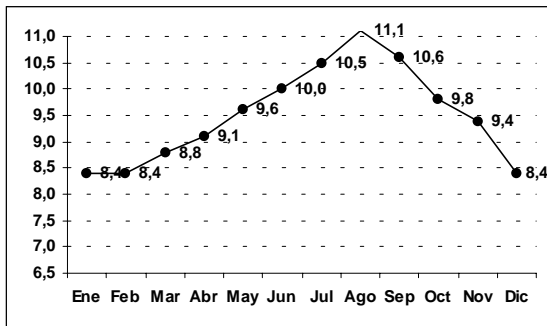
En este escenario de desempleo creciente, el Instituto Nacional de Estadística informó que la tasa de desocupación del trimestre móvil marzo-mayo se elevó hasta 9,6%, cinco décimas por encima de la tasa alcanzada en abril último. Esto último ocurrió a pesar de la disminución de la fuerza de trabajo y de los empleos de emergencia que se han creado durante el presente año, lo cual no pudo evitar que la economía en su conjunto perdiera 33.250 puestos de trabajo durante marzo-mayo de 2001 respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior. Con relación a igual período del año anterior, la pérdida fue mucho mayor y alcanzó a 93.450 puestos de trabajo, significando una caída en la ocupación en doce meses de 1,7% y un aumento en la tasa de desempleo de siete décimas respecto de la alcanzada en el trimestre móvil marzo-mayo de 2000.

Si bien parte de la caída en la ocupación ocurrida respecto de abril último puede ser explicada por razones estacionales en ciertos sectores productivos, una parte importante continúa explicándose por el bajo dinamismo que exhibe la economía, fundamentalmente de la inversión privada, situación que afecta directamente las posibilidades de expansión como de iniciación de nuevos negocios y por ende de generar nuevos puestos de trabajo.

Por otra parte, y continuando con su atípico comportamiento, la fuerza laboral exhibió por octavo mes consecutivo un decrecimiento en doce meses, situación que ha ayudado significativamente a mantener acotadas las tasas de desocupación. En efecto, la fuerza laboral disminuyó en 59.160 personas respecto del trimestre móvil terminado en mayo de 2000, lo que representa una caída en doce meses de 1%, mientras que respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior la fuerza de trabajo se redujo en 3.330 personas. Como hemos mencionado en varios de nuestros Informes

anteriores, esta situación no puede ser considerada permanente y debería revertirse una vez que la economía consolide su proceso de recuperación, por cuanto un número importante de estas personas que han salido de la fuerza laboral deberían volver a ingresar al mercado del trabajo una vez que se dinamice la economía, retardando por esa vía la reducción de las tasas de desocupación que se espera en el futuro.

Tasa de Desocupación Año 2001



Con relación a los próximos meses, la tasa de desocupación debiera continuar con su trayectoria ascendente, aun cuando los últimos antecedentes permiten esperar que ésta debería acentuarse, alcanzando en los meses de julio y agosto tasas más cercanas a 11% que a 10,5% como era nuestra estimación en el Informe anterior. En particular, los programas de emergencia que anunció el gobierno no han logrado que se produzcan los empleos esperados, por cuanto una parte importante de estos consisten en la entrega al empleador de un subsidio de un 40% del ingreso mínimo por cada trabajador que contrate, situación que es directamente dependiente de la generación de nuevos proyectos y del dinamismo de la economía. Cabe esperar que en junio la tasa de desocupación vuelva a mostrar un aumento respecto del nivel de mayo, ubicándose en torno de 10%. El aumento de la tasa de desocupación debería continuar hasta el mes de agosto, alcanzando una tasa en la cercanía de 11%. Posteriormente debiera registrarse menores tasas de desocupación como consecuencia, fundamentalmente, de los favorables factores estacionales que exhiben

los sectores agrícola y comercio en la última parte del año. Ello debería permitir que la tasa de desocupación a fines de 2001 se reduzca en más de dos puntos porcentuales respecto del *peak* que alcanzará dicha tasa en los meses de julio-agosto. En este contexto, estimamos que dicha tasa se ubicará en torno a 8,5% en el último trimestre móvil de 2001.

Como se mencionó previamente, el desfavorable comportamiento que ha mostrado el empleo durante la actual coyuntura también se vio reflejado en los resultados que entregó para junio último la encuesta de ocupación y desocupación para el Gran Santiago, estudio que realiza trimestralmente la Facultad de Economía de la Universidad de Chile. En efecto, la tasa de desocupación en junio se elevó hasta el 15%, significando un incremento de 1,2 décimas respecto al indicador de marzo último y de 0,6 décimas respecto de junio de 2000. A diferencia de lo mostrado por la encuesta del INE, el incremento en la desocupación se produjo con crecimientos importantes en la ocupación y fuerza de trabajo respecto de junio de 2000. En particular, la ocupación creció 3,6% respecto del sexto mes de 2000, significando 77.700 nuevos puestos de trabajo, mientras la fuerza de trabajo se expandió en 4,4% en igual período, representando un incremento de 111.300 personas.

Acciones de Política Monetaria y Cambiaria

Las inestables condiciones de la economía internacional fueron los antecedentes fundamentales que primaron en la decisión del Banco Central de mantener las tasas de interés de instancia en 3,5%. En particular, la decisión del instituto emisor en su reunión de política monetaria del mes de julio se justificó en el volátil escenario internacional y su efecto directo sobre la paridad peso-dólar, situación que llamaba a la autoridad monetaria a ser prudente en su accionar. Esto por cuanto el *mix* de acontecimientos, fuerte depreciación del peso y baja actividad económica, no hacía fácil el

accionar del Banco Central. Por una parte, la depreciación de más de 4,5% que se observó en un lapso de dos días llevaba a pensar que la autoridad debía tomar alguna acción en defensa del peso, ya sea elevando significativamente la tasa de interés o salir a realizar un canje de deuda en UF por una en dólares y, por otra parte, los indicadores domésticos de actividad y gasto no eran buenos, lo cual apuntaba en la dirección contraria en materia de política monetaria. En efecto, el IMACEC de mayo se conocía que era bajo, la tasa de desempleo va en alza hacia niveles de dos dígitos y las importaciones de bienes de junio no mostraban todavía un repunte, todos indicadores que en otras condiciones habrían exigido una nueva reducción de las tasas de interés.

No obstante las débiles condiciones de actividad y demanda que todavía exhibe la economía chilena, el accionar del Banco Central de mantener la tasa de interés en 3,5% y no realizar ninguna acción de intervención del mercado cambiario fue una señal bien recibida por el mercado, por cuanto aclaró la posición del Instituto Emisor respecto a la evolución última de la paridad y la importancia de dejarla flotar, sobre todo porque los niveles alcanzados por ésta ya incorporaban la posibilidad que Argentina estuviera en una situación de *default*. Luego, la no intervención vino a validar, en cierta forma, que el techo para la paridad en el actual escenario regional se ubicaría en un nivel no muy distante de los \$670 alcanzados durante esos días.

Considerando que el entorno regional continuará dando señales volátiles durante las próximas semanas, estimamos muy poco probable que la autoridad decida flexibilizar su política monetaria así como tampoco estimamos probable que ésta se endurezca en caso de que ocurra una depreciación del peso mayor de la observada hasta ahora. Esto último porque la alternativa de utilizar la política monetaria en defensa del peso requiere de un aumento importante de la tasa de interés rectora, si es que quiere tener alguna probabilidad de éxito en la

intervención, situación que considerando la lentitud del proceso de recuperación y de los niveles que ha alcanzado el desempleo, sumado a la mala experiencia de utilizar esta vía en defensa del peso en 1998, hacen muy poco probable que el Banco Central pudiese optar por esta alternativa en la coyuntura actual. Con todo, y aún cuando los últimos indicadores de EE.UU señalarían que la FED podría reducir nuevamente sus tasas de interés durante su reunión de agosto, estimamos que el Banco Central de Chile no actuará en su reunión del 9 de agosto próximo, manteniendo su tasa de interés de instancia en 3,5%.

Posteriormente, consideramos poco probable que la autoridad monetaria vuelva a realizar una baja adicional en su tasa de interés de instancia, porque pensamos que las tasas de interés de corto plazo habrían alcanzado su piso, porque dicha baja no se ha estado reflejando en las tasas de interés de largo plazo y porque vemos poco factible que el complejo cuadro de Argentina vaya a desaparecer o a mejorarse significativamente en los próximos meses.

En este escenario de tasas de instancia, y considerando que de ocurrir una defensa del peso por parte del Banco Central de Chile es probable que ésta venga a través de incrementar el stock de PRD (vía canje con PRC) y no por aumentos de tasa de interés, es factible esperar que las tasas de mediano y largo plazo se mantengan en la cercanía de sus actuales niveles, 5,1% y 5,55% para las de los PRC a ocho y veinte años, respectivamente, siendo poco probable que éstas pudieran ubicarse muy por debajo de estos niveles mientras se mantenga la incertidumbre regional. □

2

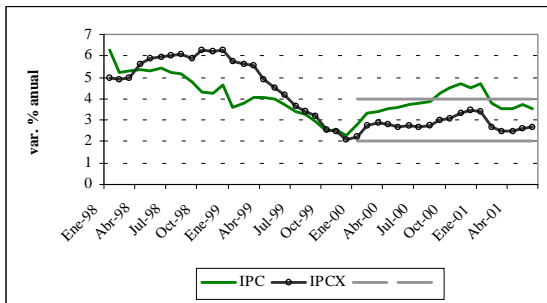
EL PROCESO INFLACIONARIO, EVOLUCIÓN RECIENTE Y PROYECCIONES

Susana Jiménez y Patricio Rojas

Evolución Reciente

A finales del año pasado, la inflación medida por la variación del IPC alcanzó 4,5%, algo por encima del límite superior del rango objetivo establecido por el Banco Central (de 2% a 4%, ver gráfico N°1). Dicho resultado estuvo, principalmente, vinculado al alto precio registrado por el petróleo durante casi todo el año, superando incluso en algunos meses los US\$30 por barril. Este hecho repercutió en mayores precios de los combustibles, en la medida que el Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP) agotaba sus recursos¹, y en un sistemático traspaso hacia mayores tarifas del transporte público.

Gráfico N°1
Inflación e Inflación Subyacente

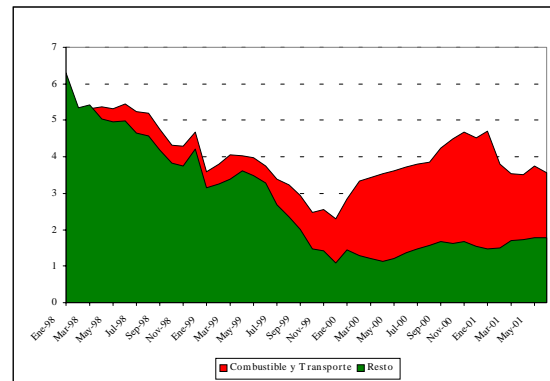


En este sentido, cabe mencionar que cerca de 2,5 puntos porcentuales de la inflación acumulada en el año 2000 fue producto del impacto del precio de los combustibles y sus efectos indirectos en el

¹ A lo cual se sumó el alza del impuesto específico a la gasolina que entró en vigencia el 1° de enero del 2000 para compensar la rebaja arancelaria de 9% a 8%.

costo de los servicios de transporte, fenómeno que fue particularmente significativo en el último trimestre del año y los primeros meses de 2001. De hecho, el precio de la gasolina se elevó entre diciembre de 1999 y el mismo mes de 2000 en alrededor de \$90, representando un incremento de 35%, mientras que las tarifas de la locomoción pública se elevaron de \$210 a \$290 en igual período. En el gráfico N°2 es posible observar como las mencionadas alzas de precios fueron incrementando a lo largo del año su aporte al total de la inflación, medido en términos porcentuales, fenómeno que se moderó parcialmente en los primeros meses del 2001.

Gráfico N°2
IPC: Combustible y Transporte vs. Resto

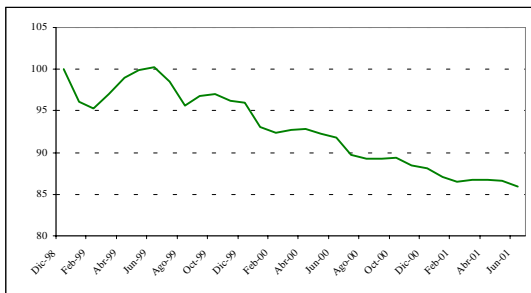


Del mismo modo, el rubro Vivienda, que incorpora los combustibles de uso doméstico como la parafina y el gas licuado, también presentó incrementos importantes durante el 2000, que derivaron de las alzas en el precio internacional del petróleo. Dichos incrementos elevaron la incidencia de este sector a niveles muy superiores a los que habitualmente presenta el rubro Vivienda, aportando más de 1,8 puntos porcentuales de la inflación acumulada del año 2000.

El rubro Vestuarios, en cambio, continuó mostrando una reducción en su aporte al proceso inflacionario, como se ha venido observando desde la introducción de la nueva canasta de IPC en marzo de 1998. En efecto, cambios estructurales propios del sector, que podrían derivar de incrementos de

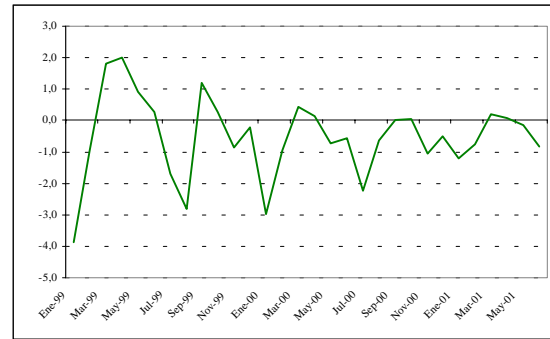
productividad en la confección de artículos de vestuario a nivel mundial y/o del abaratamiento de algunos insumos han redundado en un aporte cada vez menor o más deflacionario en el proceso de formación de precios domésticos. El gráfico N°3.A evidencia la caída constante que se ha venido observando en el índice de precios del vestuario a lo largo de período analizado, lo que se ha traducido además en variaciones anuales negativas cada vez más pronunciadas.

Gráfico N°3.A
Índice de Precios de Vestuario



Adicionalmente, el rubro Vestuario se caracteriza por un comportamiento fuertemente estacional que ha gobernado la inflación de ciertos meses del año. En efecto, la introducción de ropa de temporada de invierno en los meses de marzo - abril y de verano en los meses de septiembre - octubre tradicionalmente eleva la incidencia del rubro Vestuario en esos meses, mientras que las liquidaciones de fines de temporada se traducen normalmente en incidencias negativas de este sector en los meses de enero - febrero y julio - agosto (gráfico N°3.B). No obstante lo anterior, la reprimida demanda interna que ha exhibido la economía chilena durante el año 2000 y lo que va del 2001 ha provocado que la estacionalidad del vestuario no se esté generando con la misma regularidad de otros años, observándose más bien una tendencia sostenida a la baja de precios durante los últimos 18 meses, situación que refleja que las liquidaciones de vestuario han sido más bien la norma más que situaciones particulares en el período.

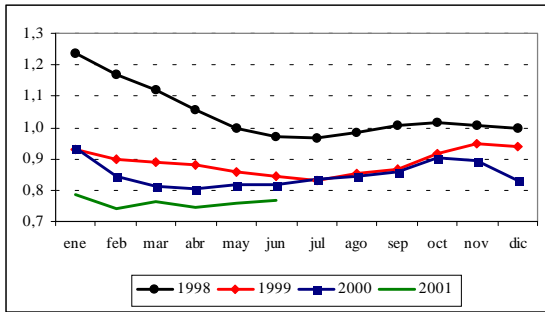
Gráfico N°3.B
Variación Mensual de Precios de Vestuario



Por su parte, el rubro de Alimentación mostró un comportamiento acorde a las fluctuaciones estacionales de los productos perecibles (frutas y verduras) cuya trayectoria es relativamente importante no sólo dentro del sector sino en la variación acumulada del IPC mensual. En efecto, el aporte acumulado del subgrupo perecibles sobre la inflación del año 2000 fue de $-0,27$ puntos porcentuales, registrando incidencias mensuales que fluctuaron entre $0,21$ y $-0,32$, lo que afectó fuertemente la inflación de los meses correspondientes. En el mes de octubre de 2000 se observó, como es habitual en cada año, el mayor impacto, producto de los aumentos estacionales en los precios de los productos perecibles que se derivan de la introducción de la fruta y verdura de temporada. Dicho incremento se revirtió posteriormente en los meses de verano donde se genera una mayor más variada oferta de productos. El gráfico N°4 muestra la razón entre los índices de precios de los productos perecibles y el IPC, señalando la proporción de la inflación que estaría siendo definido por la evolución de los precios de este subgrupo. En él es posible observar, primero, la trayectoria estacional que presentan los precios de los productos perecibles, patrón que se ha mantenido relativamente estable en el transcurso de los últimos años y, segundo, que la importancia relativa de estos precios en la inflación ha venido disminuyendo en los últimos cuatro años. Este hecho fue particularmente buscado con la nueva canasta de bienes y servicios del índice, ya que la

anterior hacía el resultado altamente dependiente del comportamiento de los perecibles.

Gráfico N°4
Precio Relativo Perecibles e IPC



Por último, entre los ítems que tienen una importancia relativa en explicar la inflación anual estuvo el comportamiento observado en el rubro de Educación y Recreación, en el cual regularmente se reajustan los precios de servicios de educación escolar y superior en marzo de cada año, basado en la inflación del año anterior. Dicho reajuste llevó a que la incidencia de este sector en el mes de marzo de 2000 fuera particularmente alta (0,4 puntos porcentuales), hecho que se repitió en el mismo mes del presente año.

A pesar de la tasa de inflación registrada en el año 2000, la economía no observó efectos de segunda vuelta, principalmente por lo deprimida de la demanda interna. La inflación subyacente, que excluye de la medición de los precios los productos perecibles y combustibles, cerró el año con un incremento de 3,4%, manteniéndose estable en el transcurso de los últimos meses y cercana al centro del rango objetivo establecido por el Banco Central. Igualmente, el IPCX, índice que calcula el Instituto Emisor excluyendo de la inflación subyacente las tarifas de los servicios regulados y los precios ligados a los impuestos, registró un incremento en doce meses de 1,5% a fines del año 2000, lo que reforzó la percepción de que no se habrían incubando a la fecha presiones de precios por el lado de la demanda, lo que se habría

sumado a una importante ganancia de productividad que permitió mantener la trayectoria moderada de los márgenes de comercialización durante el año.

Por su parte, durante el primer trimestre del año 2001, la inflación mostró un significativo descenso, producto de los menores precios de los combustibles, una mayor base de comparación en las tarifas de la locomoción pública, y por el inesperado registro de inflación de febrero que se redujo en 0,3% respecto a igual mes del año anterior. El precio de los combustibles volvió, sin embargo, a elevarse en los meses de abril y mayo provocando nuevos incrementos en los rubros de Transporte y Vivienda. De esta manera, la inflación registró a fines del primer semestre de 2001 un incremento de 3,6% respecto de junio de 2000, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en niveles estables en el transcurso de la primera mitad del año, alcanzando una variación anual de 2,7% en junio de 2001.

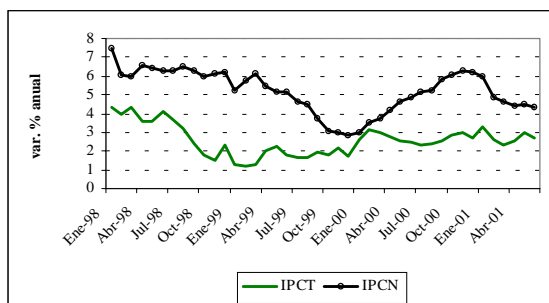
El letargo de la demanda interna se hizo notar tanto en la evolución de los precios de los bienes transables como de los bienes no transables (gráfico N°5). En efecto, los bienes transables² mostraron incrementos de precios acotados durante el 2000, lo mismo que en el primer semestre del presente año, aún cuando se registró una depreciación nominal cercana a 15% en esos 18 meses, situación que permitiría postular que esta depreciación del peso se acomodó básicamente a través de una importante reducción en los márgenes de venta de dichos bienes.

En este contexto, el año 2000 terminó con una variación en doce meses de los bienes transables de 2,7%, principalmente explicado por el mencionado aumento en el precio de los combustibles, pero compensado en parte por el deprimido comportamiento que observaron los precios de los bienes

² Los bienes transables representan el 47,7% de la canasta del IPC e incluyen, entre otros, artículos de vestuario, equipamiento de vivienda y automóviles, combustibles vinculados al petróleo y tabaco.

durables. Adicionalmente, el Banco Central en su Informe de Política Monetaria de enero de 2001, indicó que el IPCTX, un índice de precios transables que excluye los combustibles y perecibles asociados a este grupo, finalizó el 2000 con un descenso anual de 0,9%, reforzando la percepción de que los precios de los bienes transables se vieron fuertemente contenidos en el transcurso del último año.

Gráfico N°5
IPC Transable y No Transable

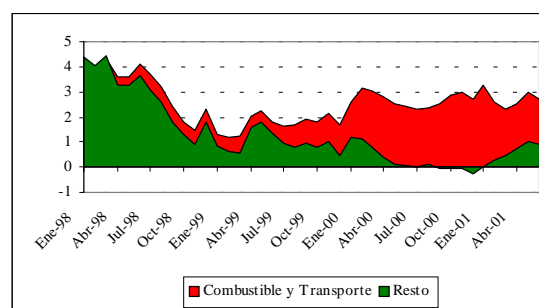


Durante el 2001, y al igual que en el año anterior, la inflación de los bienes transables ha mantenido su trayectoria acotada que venía mostrando en los últimos años, registrando un incremento en doce meses de 2,7% en el mes de junio. Este incremento ha estado principalmente liderado por la evolución mostrada en el precio de los combustibles, hecho que puede observarse claramente en el gráfico N°6. En efecto, la evolución del resto de los bienes asociados al sector transable muestra un comportamiento bastante limitado, pese al incremento en el tipo de cambio nominal de 7,2% registrado en los primeros seis meses del año.

Uno de los elementos que explicaría la acotada evolución de los precios del sector de bienes transables, ha sido la trayectoria presentada por el índice de precios externos relevantes para Chile, calculado con los índices de precios al por mayor (IPM) en dólares de nuestros principales socios comerciales y ponderado por su importancia relativa en nuestras exportaciones e

importaciones³. En lo fundamental, dicho indicador representa la inflación importada al país a través de la compra y venta de productos en el exterior. Este indicador registró un incremento promedio de 2,4% en el año 2000, resultado del aumento experimentado por la inflación mayorista de los distintos países, que fue parcialmente compensado por la apreciación del dólar respecto del euro. Hacia el cuarto trimestre del año, la inflación externa mostró una variación anual promedio de solo 0,6%, la cual se redujo a un promedio de 0,1% en los primeros cinco meses de 2001, lo que evidencia un aporte menor a la inflación proveniente de fuentes externas.

Gráfico N°6
IPC Transable: Comb. y Transporte vs. Resto



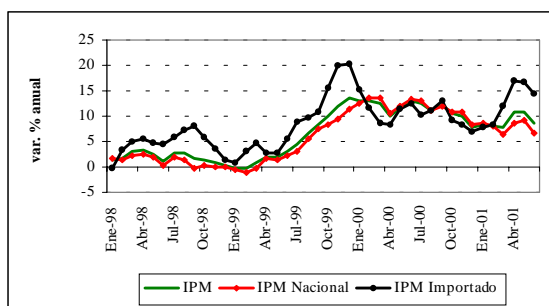
En la misma línea que el índice de precios externos, otro indicador relevante para explicar la evolución del precio de los bienes transables es la trayectoria de los precios de las importaciones en sus distintas categorías de bienes: intermedios excluido los combustibles, capital, y consumo, los cuales durante el 2000 registraron variaciones de 5,4%, 3,2% y -0,5%, respecto de 1999, respectivamente. Este último, fue particularmente importante para explicar el moderado comportamiento registrado por los precios de los bienes transables, puesto que se vincula estrechamente con los precios de los bienes durables. Lo mismo ha ocurrido en lo que va corrido del presente año, en el cual la variación de precios de las importaciones de consumo descendió 0,9% en el primer trimestre y 1,7% en el segundo trimestre, lo

³ Excluidos el petróleo y el cobre.

que ha continuado reduciendo las presiones sobre la evolución de los precios transables durante los primeros seis meses de 2001. En igual sentido, los precios de las importaciones de bienes de capital cayeron 0,6% y 2% en el primer y segundo trimestre del presente año.

Por último cabe mencionar que el índice de precios al por mayor de bienes importados terminó el año 2000 con un incremento en doce meses de 7,0%, afectado principalmente por la evolución del precio del petróleo y el tipo de cambio. Este último factor ha sido particularmente relevante para explicar la tendencia creciente que ha observado dicho indicador en lo que va corrido del 2001, habiendo terminado junio con un incremento de 14,4% (gráfico N°7). Esta situación que experimenta el componente importado del índice mayorista daría algún indicio de lo contenida que se ha mantenido la trayectoria de los precios de los bienes transables, por cuanto éste último no ha reflejado los incrementos registrados por el primero, evidenciando un importante ajuste en los márgenes de comercialización. Sin embargo, es necesario recalcar que el vínculo entre el IPC y el IPM es más bien débil, por lo que se debe ser cuidadoso a la hora de derivar conclusiones basadas en este indicador.

Gráfico N°7
Índice de Precios al Por Mayor



Con relación a la inflación de bienes no transables, ésta exhibió una tendencia creciente durante el 2000 que elevó la inflación anual de este tipo de bienes desde 2,8% en diciembre de 1999 a 6,2% en igual mes de 2000. En este resultado tuvieron

especial incidencia las alzas de precio registradas por las tarifas del transporte público y los servicios básicos, los cuales no conforman presiones de demanda pues están regulados por la autoridad⁴.

En tanto, el IPC subyacente de los no transables (IPCNX), calculado por el Banco Central, mostró una variación aún mayor, alcanzando 7,1% en diciembre de 2000 respecto de igual mes del año anterior.

En particular, las variaciones registradas en el precio de los bienes y servicios no transables respondieron principalmente al efecto del mayor precio del petróleo y la depreciación nominal del peso, que afectó las tarifas de distintos servicios regulados⁵, tales como la locomoción colectiva, la telefonía y la electricidad. En el caso de estas últimas, la depreciación nominal del peso observada durante el 2000, se tradujo en sistemáticos reajustes en los precios, que elevaron las tarifas promedio del año 2000 un 3,8% en el caso de la telefonía básica y 4,3% en el caso de la electricidad, respecto del promedio registrado en 1999. Otros servicios regulados, como el agua potable y correos observaron un incremento promedio durante el año de 17,1% y 10,1%, respectivamente, alzas que respondieron en el primer caso al cambio efectuado en el polinomio de cálculo de las tarifas de agua potable, y en el segundo, al incremento en el precio de las estampillas. Estos aumentos de los precios significaron un aporte significativo en la inflación del año 2000, que alcanzó 1,8 puntos porcentuales para el subgrupo de servicios regulados en su conjunto, de los cuales 1,2 puntos porcentuales se atribuyen exclusivamente a los incrementos en el pasaje de las micros.

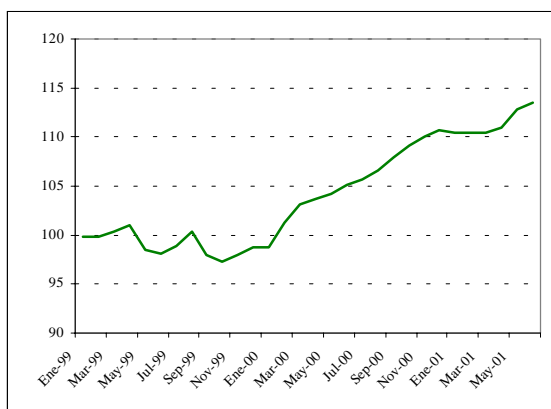
Al observar la evolución de estos precios regulados queda en evidencia el rol

⁴ Los servicios regulados incluyen agua potable, electricidad, telefonía básica, correo y transporte público. En conjunto representan un 8,3% de la canasta básica utilizada para el cálculo del IPC.

⁵ Véase recuadro *Polinomios* para una descripción más detallada del cálculo de las tarifas de locomoción pública y telefonía básica.

que han jugado éstos en explicar la inflación de los últimos 18 meses. En particular, la evidencia registrada en el gráfico N°8 indica que desde fines de 1999 el índice de precios regulados ha venido registrando incrementos significativos, que alcanzaron a más de 13% en el 2000 y en torno a 2,3% en lo que va de 2001. La menor presión de estos precios durante el presente año se explicaría porque parte de las alzas de los precios de la locomoción colectiva que se han observado durante el segundo trimestre del año se compensaron con el descenso efectuado en este precio en febrero último. Por otra parte, la revisión de los precios de generación eléctrica que se realiza en mayo y noviembre de cada año derivó en un alza de 6,1% en los servicios residenciales en mayo de 2001. Los restantes reajustes en los servicios regulados han sido acotados en lo que va corrido del año, si bien correos elevó el precio de las estampillas en \$10 adicionales en el mes de marzo. Con todo, estos reajustes representaron hasta junio de este año un aporte de 0,16 puntos porcentuales a la inflación total medida por el IPC, que a igual fecha acumulaba un incremento de 1,5%.

Gráfico N°8
Índice de Precios de Servicios Regulados



Cabe destacar también el comportamiento que han mostrado los bienes y servicios no transables asociados a impuestos o tarifas especiales, tales como las contribuciones de bienes raíces, patentes de automóviles, peajes y cigarrillos. Al igual que en el caso de los servicios regulados, este

subgrupo, que representa el 2,5% de la canasta básica, ve determinados sus precios por factores distintos a las características propias de los ciclos económicos, generando por tanto presiones inflacionarias no atribuibles a fuerzas de demanda. En el caso de las contribuciones a los bienes raíces, los reajustes se han efectuado normalmente cuatro veces al año, lo cual ha significado alzas en los meses de abril y junio del presente año, restando dos nuevos ajustes en el transcurso del segundo semestre. Por su parte, las patentes de automóviles y los peajes habitualmente sufren incrementos en los meses de marzo de cada año incidiendo en los registros del rubro de Transporte. Dicho reajuste significó un alza de 7,5% en el caso de las patentes incluidas en la canasta del IPC y de 5,0% de los peajes en el primer trimestre de 2001. Por último, alzas decretadas en los cigarrillos, sean por aumentos de precio o por variaciones en el impuesto al tabaco tienen una incidencia importante en el rubro Otros y se han efectuado en forma aleatoria a lo largo del año. La incidencia conjunta de este subgrupo representó 0,10 puntos porcentuales de la inflación en el 2000, mientras que en el primer semestre de este año han aportado 0,13 puntos porcentuales a los registros acumulados de inflación.

Con todo, la inflación de no transables ha mostrado una tendencia a la baja en lo que va corrido del año, habiendo finalizado junio con una variación anual de 4,4%.

Perspectivas de Corto y Mediano Plazo

En lo inmediato, para el mes de julio se estima que la variación del IPC alcanzará **0,0%**, con una probabilidad no menor de que se termine con un incremento mensual algo superior, de 0,1%. Esta estimación se basa, principalmente, en la reciente evolución que han mostrado los precios asociados a los combustibles, los efectos del reajuste de precio del transporte público efectuado a mediados de junio y la trayectoria que

mostrarían algunos precios de productos alimenticios como la carne y los perecibles.

En lo que resta del año 2001, la lentitud del proceso de recuperación permite sostener que las presiones de demanda durante el presente año no serían de magnitud suficiente como para esperar presiones inflacionarias significativas, con lo que la tasa de inflación mostrará una tendencia decreciente durante la segunda mitad de 2001. Adicionalmente, este resultado se apoyaría en la mayor estabilidad de precios que se espera en los combustibles y sus efectos sobre el pasaje de locomoción pública, situación opuesta a la que se observó en igual período del año pasado. De esta manera, se proyecta una trayectoria decreciente de la inflación, que la ubicaría en diciembre de 2001 en la cercanía de **3,0%-3,1%**.

En particular, la estimación de inflación para el presente año presupone que el lento dinamismo de la economía mundial, sumado a la mayor acumulación de inventario tanto de petróleo como de gasolina a nivel internacional mantendrá acotados los precios de los combustibles, que alcanzarían un promedio de US\$25 por barril. Esto redundaría en una cierta estabilidad en los futuros precios domésticos de la gasolina, el gas licuado y el diesel. Cabe mencionar que, de presentarse reducciones en los precios internacionales del petróleo, éstos no se verían reflejadas en menores precios domésticos, toda vez que el Fondo de Estabilización del Petróleo está actualmente operando con la aplicación de impuestos, vale decir, el piso de la banda está siendo operativo, limitando futuras reducciones en el precio doméstico del combustible. Hacia los últimos meses del año podría, sin embargo, observarse una leve alza en el precio del petróleo, a consecuencia del inicio de la estación de invierno en el hemisferio norte, lo que aumenta la demanda mundial por combustible de calefacción. Dicho aumento, que responde sólo a un efecto estacional, debiera revertirse hacia el final del primer trimestre del 2002, estimándose que registraría

un precio promedio durante el próximo año de US\$24 por barril.

La evolución proyectada del precio del petróleo a nivel internacional y la trayectoria estimada para el tipo de cambio en el mercado local indicaría que no debieran observarse nuevas alzas en los precios de los pasajes de locomoción pública durante este año. En efecto, bajo el escenario base en el cual las condiciones internacionales, particularmente de nuestros vecinos regionales, Argentina y en parte Brasil, se vean favorecidas por una menor incertidumbre y una solución parcial a su situación actual, debiera conducir a un retroceso del tipo de cambio hacia niveles más cercanos o algo inferiores a \$620-\$630 hacia fines de este año. De no ser así, y considerando que la situación Argentina se vuelve más crítica, amenazando con que se realice una moratoria de la deuda y/o una devaluación total del peso argentino, estimamos que el tipo de cambio local se debería elevar en alrededor de \$30 por encima de los actuales de \$660-\$665.

A modo de ejercicio y suponiendo en lo que resta del año una trayectoria de crecimiento moderado de los costos de mano de obra y de estabilidad en el precio del petróleo y del IPM de los neumáticos, se tiene que la mantención de un tipo de cambio en los niveles actuales (cercano a \$660) no induciría a reajustes adicionales en las tarifas de la locomoción pública en lo que resta del año. Sin embargo, variaciones iguales o superiores a 4% respecto de dicho valor podrían gatillar alzas o reducciones en dichas tarifas. Es decir, el alcanzar una paridad cercana a \$685 en este escenario traería un alza adicional de \$10 en los pasajes de locomoción pública. Consecuentemente, si el tipo de cambio se mueve de acuerdo a las estimaciones del escenario base, retrocediendo hasta los \$620-\$630 por dólar a fin de año, podría observarse una reducción de \$10 en el pasaje de la locomoción pública.

Por su parte, una evolución de la paridad peso-dólar como la descrita permitiría esperar nuevos ajustes en otros

precios regulados, como los servicios de telefonía básica. En particular, dependiendo de la evolución en el IPM de los bienes nacionales, la tarifa telefónica podría alcanzar niveles cercanos a los \$11.500, lo cual representa un alza adicional promedio para el año de 8,3% respecto del 2000.

En cuanto a la trayectoria futura de los precios de los productos perecibles, se estima que estos debieran continuar mostrando su estacional habitual durante la segunda mitad del 2001, a menos que existan fenómenos climático particulares en el transcurso de los meses venideros. De no ser así, se debiera observar una incidencia creciente de este subgrupo, que alcanzaría su peak en el mes de octubre, donde normalmente se observan los mayores aumentos los precios de frutas y verduras, para luego revertir su incidencia sobre el IPC en los últimos meses del año. Considerando la evolución que han presentado los perecibles desde la introducción de la nueva canasta de IPC, es de esperar que las incidencias mensuales fluctúen entre 0,2 y -0,1 en lo que resta del año.

En el caso del rubro Vestuario, se espera que registre este año las incidencias negativas habituales de los meses de julio y agosto, las cuales debieran devolverse parcialmente en los meses siguientes con la introducción en el mercado de la ropa de temporada de verano. Sin embargo, producto de la baja demanda, se espera que el índice de precios de los vestuarios continúe su trayectoria descendente en lo que queda del año, no siendo, por ende, un componente que generaría presiones de precios significativas en lo que resta del año. En cuanto a Equipamientos de Vivienda, Educación y Recreación, Salud y Otros no se esperan sorpresas para el segundo semestre del 2001.

En base a lo anterior, sumado a la baja probabilidad que observemos durante el 2001 una importante presión de demanda sobre los precios domésticos en vista de las altas tasas de desocupación que se esperan para el año, las cuales debieran mantener acotada la recuperación del consumo, y del

exceso de capacidad instalada en el sistema productivo, se espera que la tasa de inflación muestre una tendencia decreciente, con variaciones mensuales no superiores a 0,2%-0,3% entre agosto y diciembre. La única excepción sería octubre, que habitualmente presenta registros mayores como resultado de los factores estacionales descritos, estimándose una variación mensual del IPC de 0,4% en dicho mes.

Un interrogante importante que debería empezar a surgir hacia los últimos meses de 2001 será en que momento se observará la esperada recuperación de los márgenes de comercialización. Cabe señalar que la lentitud que presenta la demanda interna no permite esperar recuperaciones significativas en los márgenes de comercialización durante lo que resta del año. Por una parte, los aumentos de productividad en distintos sectores de la economía durante los últimos años han permitido contraer o mantener los márgenes de comercialización, de modo que no se han producido aumentos de precios que generen presiones inflacionarias, incluso en un escenario de significativas depreciaciones nominales de la moneda local, situación que no debería cambiar significativamente en la segunda mitad de 2001. En tanto, es muy probable que, al menos en el caso de algunos proveedores o comerciantes de menor tamaño, la mantención de los precios se haya debido aceptar a costa de reducciones no menores en los márgenes de comercio, puesto que el freno en las ventas del comercio les ha impedido el traspaso de los márgenes al público.

Dadas las condiciones macroeconómicas imperantes, se espera que los precios se mantendrán contenidos hasta que no se perciba una recuperación real de la demanda, aún cuando, de mantenerse los actuales niveles de la paridad cambiaria, se debiera comenzar a observar algún grado de traspaso de la depreciación del peso a los precios domésticos. No obstante, y considerando que hemos supuesto un escenario base en el cual el tipo de cambio sólo se mantiene transitoriamente en los

niveles actuales, para luego retroceder a valores más cercanos a los prevalecientes hacia fines de junio, este traspaso debiera tener una incidencia menor en la tasa de inflación del año 2001.

Por último, cabe esperar que los precios externos deberían de continuar mostrando un comportamiento moderado durante lo que resta del año, por cuanto a las menores tasas de inflación que se esperan en los países industrializados, producto de la estabilidad del petróleo y el bajo dinamismo de la actividad, se suma un escenario de depreciación adicional del yen y relativa estabilidad del euro respecto del dólar. De ser así, nos deberíamos continuar beneficiando de los menores precios internacionales en dólares de los bienes importados, situación que ayudará a mantener acotados los precios de los bienes transables en lo que resta del año.

En síntesis, el año 2001 terminaría con una variación anual del IPC en torno a 3,0%-3,1% respecto de diciembre del 2000, mientras que la inflación subyacente debiera alcanzar niveles algo inferiores a 3% en igual mes, cercano al valor central del rango meta establecido por el Banco Central.

Para el año 2002, las condiciones tanto internas como internacionales favorecerán un mayor dinamismo de la economía doméstica, con su consecuente efecto sobre los precios locales. En efecto, en materia internacional se espera que la recuperación americana se comience a sentir hacia el último trimestre del presente año y se consolide definitivamente en el transcurso del 2002, lo cual repercutiría en un mayor dinamismo en el resto de las economías mundiales. Consecuentemente, se ha estimado que dicho efecto debiera traducirse en un crecimiento del PIB mundial de al menos un punto porcentual por sobre el crecimiento estimado para este año, que se ha proyectado en torno a 2,8%, lo que redundaría en una significativa mejoría de nuestros términos de intercambio y un importante impulso al sector exportador.

En el plano doméstico, la aletargada evolución que ha mostrado la demanda interna se vería impulsada tanto por el más favorable escenario internacional como por factores internos, como los efectos que las menores tasas de interés debieran comenzar a ejercer sobre la actividad doméstica, particularmente en la inversión. Menores tasas de desempleo que las observadas durante el presente año debieran, a su vez, favorecer una mayor recuperación del consumo.

Más allá de los factores estacionales que afectan habitualmente la formación de los precios domésticos⁶, cabe destacar que el mayor dinamismo esperado en la actividad económica debiera tener algún efecto sobre la recuperación de los márgenes de comercialización durante el 2002. En consecuencia, se generaría un efecto alcista sobre la inflación, elevando también la medición de la inflación subyacente, que en el transcurso de los últimos 18 meses ha presentado una evolución relativamente estable.

Vinculado a lo anterior, la evolución que observe la paridad peso-dólar será un elemento fundamental para explicar la evolución de los precios internos, toda vez que a los niveles actuales se espera que se haga efectivo algún grado de traspaso hacia los precios locales a través del alza de precios de los bienes importados. Sin embargo, esto guarda estrecha relación no sólo con la evolución que presente la demanda doméstica, sino también con la percepción de permanencia que presentan los actuales niveles alcanzado por el tipo de cambio. Si estos niveles son percibidos como transitorios

⁶ Como las estacionalidades propias de los rubros de Vestuarios y Alimentación, los reajustes en los precios de servicios de educación escolar y superior, que regularmente se producen en marzo de cada año, las alzas en los pasajes interprovinciales en épocas de vacaciones (abril, julio y septiembre), los reajustes trimestrales que se aplican a los servicios de Fonasa y los reajustes al salario mínimo que se hacen efectivos en junio de cada año repercutiendo en los precios de los servicios domésticos

y la paridad cambiaria evoluciona a la baja en los meses venideros, dicho traspaso podría ser menor.

Con todo, se espera que durante el primer trimestre del 2002 se observe un incremento en la variación en doce meses de la tasa de inflación, elevándose hasta la cercanía de 3,5%-3,6%. En lo fundamental, este incremento se justificaría en el mayor dinamismo esperado para dicho período y la baja probabilidad que observemos nuevamente en febrero una inflación mensual negativa. Estos niveles deberían continuar observándose hasta el mes de junio, para luego continuar una trayectoria decreciente que ubicaría la tasa de inflación en diciembre de 2002 en torno a 3,2% respecto de igual mes de 2001. Por su parte, estimamos que la normalización de los precios de los combustibles llevaría a que la inflación subyacente tendiera a estabilizarse en alrededor de 3% en igual fecha. □

POLINOMIOS

La tarificación de los servicios regulados, que incluye agua potable, electricidad, teléfono básico y pasaje de locomoción pública, es calculada en base a los denominados polinomios. Estos consisten en fórmulas matemáticas que buscan reflejar variaciones en los costos de dichos servicios, de modo de ir ajustando los precios cobrados al usuario final por su consumo.

Considerando la significativa depreciación del peso chileno respecto al dólar americano en semanas recientes, resulta particularmente importante analizar la incidencia que dicho aumento en el tipo de cambio podría tener sobre las tarifas de los servicios regulados y su impacto final en la evolución de la tasa de inflación doméstica. En especial, interesa analizar los efectos de las variaciones cambiarias en las tarifas de la telefonía básica y los pasajes de micros, en vista que, por una parte, son los servicios regulados que más rápidamente reflejan variaciones en el valor del dólar y, por otra, tienen una ponderación significativa dentro de la canasta del IPC, que alcanza 2,753% y 2,749%, respectivamente.

Polinomio Pasajes de Micros

El polinomio de los pasajes de micros utiliza para su cálculo las variaciones en el precio del petróleo diesel,

el costo de la mano de obra, el costo de los neumáticos y el valor de reposición de los buses. Las variaciones en el tipo de cambio se reflejan, principal y directamente, en los costos de reposición.

Aumentos o disminuciones por encima o debajo de los valores críticos⁷ del valor del polinomio generan alzas o reducciones en el pasajes de micro para adultos⁸. El valor mensual del polinomio se determina a partir de las variaciones en el índice tarifario, el cual se calcula como la suma ponderada de las variaciones en el precio del diesel (26%), del costo de la mano de obra (33%), del índice de precios al por mayor de los neumáticos (4%) y del costo de reposición de los buses (37%).

En los últimos doce meses, las variaciones en el valor del polinomio han provocado seis alzas de \$10 en el pasaje de micros, en los meses de agosto, septiembre, octubre y noviembre de 2000 y en mayo y julio de 2001, y sólo una rebaja por igual monto en el mes de febrero de este año. Esto ha elevado el precio del pasaje de \$250 en junio de 2000 a \$300 en julio de 2001. Dicha evolución ha respondido, principalmente, al aumento registrado en el tipo de cambio, que se ha depreciado en más de 16% en los últimos doce meses, pasando de \$529,7 a \$616,1 pesos por dólar entre junio de este año y el anterior, y también al fuerte incremento experimentado por el precio del petróleo diesel en igual período, particularmente, durante el segundo semestre de 2000 que respondió a las reducciones en la producción y al descensos en los inventarios mundiales.

De esta forma, la incidencia de las variaciones en los pasajes de micros sobre el índice de precios del consumidor acumuló 0,58 puntos porcentuales en los últimos doce meses terminados en junio de 2001.

Polinomio Telefonía Básica

Los reajustes mensuales en las tarifas telefónicas que son incorporados en la canasta básica del IPC se calculan en base al promedio de las variaciones que experimentan los polinomios de las tarifas de cargo fijo y cargo variable (SLM) en horario normal. En ambos casos, se calcula un índice que se obtiene de la pitatoria de un número de variables ponderadas por su importancia relativa en los costos de los servicios otorgados.

Dichas variables incluyen el costo de la mano de obra, el IPM de productos nacionales, el IPM de productos importados y el impuestos a las utilidades⁹. Actualmente, los ponderadores para cargo fijo y cargo variable de cada una de estas variables es de 39,5% y 27,2% para el costo de la mano de obra, 50,2% y 52,9% para el IPM de productos nacionales, 10,3% y 19,9%

⁷ Los valores críticos del polinomio se han definido en forma escalonada, cada 10 punto a partir de la tarifa base.

⁸ El pasaje de adultos representa el 93,59% del pasaje total de micros y el resto corresponde a pasajes escolares (6,41%) que no están afectos a variaciones en el valor del polinomio.

⁹ El impuesto a las utilidades no afecta el polinomio en la medida que su valor permanece constante, actualmente en 15%.

