

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 434, 26 de Mayo de 2008

AL INSTANTE

INFLACIÓN: 5 COMPARACIONES RELEVANTES PARA CHILE

Hace sólo algunos meses, se pensaba que la inflación era un fenómeno económico relacionado con el pasado, en varias regiones del mundo, o bien que sería un fenómeno transitorio. Sin embargo, las alzas de precios parecen más perdurables de lo que se había previsto inicialmente. Más aún, dados los cambios que se observan en la economía global, parecería haber una alteración estructural en ciertos precios relativos, de una magnitud sustancial.

Dicho lo anterior, no hay que olvidar que la inflación es un fenómeno monetario, o sea, que para que se materialice y se desarrolle es necesaria la amplitud del medio monetario, vale decir, el crecimiento de los agregados monetarios por encima del PIB o en múltiplos de esas tasas de crecimiento, como está ocurriendo en muchos casos, actualmente.

Otro hecho bastante generalizado en el ciclo económico reciente, ha sido el fuerte aumento del gasto público, que induce un crecimiento fuerte de la demanda, especialmente de bienes no transables, frente a una oferta relativamente rígida.

Una vez desencadenado el proceso inflacionario, el alza de algunos precios afecta a otros, generándose una suerte de network que va presionando al alza, en un proceso de espiral, difícil de frenar, sin medidas monetarias y fiscales enérgicas y dolorosas, porque repercuten en los ingresos y en el empleo de las personas.

Las expectativas inflacionarias surgidas de lo anterior son también un elemento del proceso inflacionario que genera riesgos a la política monetaria y contribuye a la renuencia de la dinámica inflacionaria, cuando éstas se desanclan de las metas y políticas del organismo monetario.

En la actual coyuntura económica y financiera, muchos bancos centrales están limitados en su actuación y atrapados en dilemas de políticas y objetivos, derivados de la crisis financiera, que se da, simultáneamente, con un aumento o rebrote inflacionario, y en otros casos, ese resurgimiento del aumento de precios se produce cuando el tipo de cambio se aprecia rápidamente.

Finalmente, en el plano social y político, la inflación duradera plantea significativos riesgos, que pueden conducir a situaciones complejas y perturbadoras.

A partir del segundo semestre de 2007, Chile ha experimentado un rápido crecimiento de la inflación, llegando a más que doblar la meta de inflación de 3% establecida por el Banco Central de Chile, al cerrar el año con una inflación de 7,8%. Durante los primeros cuatro meses de 2008, la economía chilena acumuló una inflación de un 1,6%, registrando en abril un 8,3% anual. En el mes de marzo, la inflación en doce meses alcanzó un 8,5%, su nivel más alto desde mayo de 1996.

La importancia de la inflación para reflejar qué tan saludable es una economía nos lleva a comparar la situación de Chile con respecto a cinco países relevantes en términos competitivos para nuestro país (Nueva Zelanda, Finlandia, Irlanda, Canadá y Australia). Luego, se presentará el estado de la inflación en cuatro economías latinoamericanas importantes para efectos de comparación (Brasil, Perú, Colombia y México), para finalizar con algunas conclusiones significativas para Chile.

INFLACIÓN EN CHILE

La inflación en Chile ha crecido abruptamente a partir de la segunda mitad del 2007. Ese año terminó con una inflación de 7,8%, situación inusual para nuestra economía, ya que salvo en algunas oportunidades, en la última década este indicador se había mantenido dentro del intervalo del 2% al 4%, que rodea a la meta de inflación del 3%, del Banco Central.

Durante el 2008, la inflación ha mantenido su tendencia al alza, registrando en abril una variación en doce meses de un 8,3%, con un crecimiento de un 0,4% con respecto al mes anterior. Las principales alzas de precios se registraron en los rubros alimentos perecibles y no perecibles, mientras que los de los combustibles crecieron en menor medida gracias a la modificación del impuesto específico a las bencinas.

Los altos costos de la energía han tenido un fuerte impacto sobre el sector industrial, que los ha transferido en gran medida a los consumidores. La demanda interna, por su parte, ha continuado su crecimiento a tasas elevadas, cercanas al 9%, impulsada principalmente por el lado del gasto público y de inversión, que crecieron sobre un 8% y un 15% respectivamente, en el año. El consumo se ha mostrado más débil, impactando con ello a los sectores económicos relacionados a las actividades de consumo. El Gasto Fiscal se ha mantenido alto, cercano a sus promedios históricos, dentro del marco de la regla de superávit estructural ajustada, del 0,5% del PIB. De acuerdo al presupuesto aprobado para este año, el gasto fiscal debería crecer un 8,9% durante el 2008.

El escenario internacional, actualmente, está dominado por la desaceleración económica y la incertidumbre, con respecto al futuro. El menor crecimiento mundial, la aguda desaceleración económica de Estados Unidos, la inestabilidad en los mercados financieros, y los crecientes precios de los alimentos y los combustibles, debido a la alta demanda proveniente de las grandes economías emergentes asiáticas, han producido efectos

negativos a nivel de crecimiento del PIB y aumento de las tasas de inflación observadas y proyectadas en la mayoría de las economías alrededor del mundo.

Chile no es la excepción, ya que la inflación también se ha visto afectada por las alzas a nivel mundial de los precios de los cereales y otros alimentos. Además, las heladas ocurridas en las zonas agrícolas acentuaron aún más el crecimiento de los precios de los alimentos a nivel local.

El precio del petróleo, a su vez, se ha incrementado notoriamente, llegando en las últimas semanas a sobrepasar los US\$120 por barril. Lo anterior ha tenido un impacto evidente sobre los costos de producción locales, sobre todo debido a las restricciones de envío de gas natural desde Argentina, que han obligado a las empresas nacionales a convertirse al uso del petróleo como fuente energética, y es esperable que siga ejerciendo una fuerte presión sobre la inflación, dado que en el futuro próximo los precios del petróleo se mantendrán altos, posiblemente en torno a US\$140 por barril.

El tipo de cambio, que sufrió durante los últimos meses una rápida caída con respecto al dólar, debido a la ampliación del diferencial de tasas de interés entre Chile y Estados Unidos y la depreciación mundial del dólar, ha repuntado durante el último mes, debido a la intervención sobre el tipo de cambio emprendida en abril por el Banco Central de Chile, que inició un plan de adquisición de la divisa norteamericana por US\$8.000 millones, en un plazo de ocho meses. Al 20 de mayo, el tipo de cambio subió en \$30 con respecto al 1º de abril, valorándose en \$467,05. Aún así, el peso se mantiene fortalecido con respecto al

dólar, lo que ayudaría a contener las presiones inflacionarias.

La política monetaria ha sido contractiva durante los últimos meses, debido al brote inflacionario registrado durante este período. Desde junio de 2007, la tasa de referencia se ha incrementado en 125pb, situándose desde enero de este año en 6,25%. Desde ese mes, el Banco Central ha optado por mantener la TPM a ese nivel, debido a que sus proyecciones consideran que la inflación convergerá hacia el rango de tolerancia a mediados del 2009, dentro del plazo de dos años establecido. Las proyecciones de inflación promedio del BC para el 2008 son de 6,9%, mientras que para el 2009 se proyecta una promedio de 3,6%.

COMPARACIONES RELEVANTES

1. Nueva Zelanda:

La inflación ha experimentado presiones al alza durante los últimos años en Nueva Zelanda, debido al robusto crecimiento que ha registrado su economía. Durante el 2007 la inflación fue de 3,2%, causada además por el incremento de los precios de los alimentos y los combustibles. En el primer trimestre de 2008, creció un 0,7%, con respecto al trimestre anterior, mientras que acumuló un crecimiento de 3,4% comparado con el mismo trimestre del 2007. Se espera que para el cuarto trimestre de 2008 la inflación alcance un 2,9%, dentro del rango meta de inflación de entre un 1% y un 3%, en el mediano plazo.

Entre los meses de enero y marzo del presente año, siete de las once

categorías de bienes y servicios incluidos en el índice de inflación experimentaron alzas, registrándose los incrementos de precios más significativos en los rubros alimentos, vivienda y servicios básicos, y transporte. Las bencinas y el queso experimentaron las alzas individuales más altas. A su vez, los rubros recreación y cultura, contenidos del hogar y servicios, ropa y calzado y comunicaciones experimentaron una caída en sus precios.

El Banco de Reserva de Nueva Zelanda, la autoridad monetaria local, corrigió sus proyecciones de crecimiento del PIB a la baja y sus proyecciones de inflación al alza, a fines del último trimestre. La proyección de crecimiento del PIB se estableció en un 2% anual para los próximos tres años, debido a la contracción económica global, el clima seco que ha afectado al país en los meses recientes y el dólar neozelandés fortalecido, que han desincentivado las exportaciones, la caída en los precios de las viviendas, que afecta los ingresos de las familias, y con ello, el consumo, y el acceso al crédito más restringido, que han ido disminuyendo la inversión.

Estas proyecciones evidencian el comienzo de un ciclo de crecimiento por debajo del crecimiento de tendencia, que tendría efectos de contención sobre la inflación.

Sin embargo, las proyecciones de inflación tienden al alza, debido a los crecientes precios de los combustibles y de los alimentos, y a la puesta en marcha de un esquema de bonos transables de emisión de contaminación, lo que aumentaría los costos de producción de energía eléctrica y de los combustibles, que serían traspasados a

los consumidores a través del comercio minorista.

En el mediano plazo, el riesgo de que se mantenga esta doble condición de crecimiento lento y alzas de inflación es creciente, debido a la tendencia alcista de los precios de los alimentos y la energía, el incremento en los precios de los commodities y el aumento de los costos laborales, por el lado de la oferta agregada, y de la demanda agregada debido a la expectativa de un aumento del gasto de Gobierno, y el fortalecimiento del mercado laboral y la expectativa de rebaja a los impuestos personales. Además, las mayores expectativas de inflación contribuirán al incremento de la inflación observada. Se espera que el aumento de las tasas de interés para el consumo de las familias y el acceso restringido al crédito para las empresas tengan ciertos efectos de contención sobre la demanda agregada, y con ello, suavicen ligeramente las presiones inflacionarias.

Entre los meses de marzo y julio del año 2007, la tasa oficial de efectivo (OCR), el instrumento de política monetaria del Banco de Reservas de Nueva Zelanda, ha crecido en un 1%, manteniéndose desde julio de 2007 en 8,25%. Se espera que la autoridad monetaria mantenga la tasa de interés en este nivel durante el 2008, para contener las presiones inflacionarias, aunque a partir de diciembre se espera que se reduzca gradualmente hasta llegar a un 7,5% en marzo de 2009.

2. Canadá:

El crecimiento del PIB de Canadá ha sido afectado directamente por la desaceleración del crecimiento mundial, especialmente por la crisis económica

estadounidense, debido a la estrecha relación comercial existente entre ambos países.

Se estima que durante el primer semestre esta economía podría experimentar la caída más grande de sus exportaciones desde 1975, contrarrestando los efectos positivos sobre el crecimiento del PIB, que ha experimentado un sólido crecimiento de la demanda interna.

Además, el acceso restringido al crédito, producto de la crisis financiera que ha afectado a los mercados mundiales, ha dificultado el acceso al crédito para las empresas canadienses y los bancos.

Las estimaciones indican que durante el primer trimestre de 2008 el crecimiento del PIB permaneció estancado y que esta situación se mantendría durante el segundo trimestre, reflejando el impacto de las difíciles condiciones internacionales sobre la economía canadiense. Sin embargo, el Banco Central de Canadá espera que el crecimiento económico repunte hacia la segunda mitad de 2008 y principios de 2009, proyectando un crecimiento de 1,4% para el 2008 y de 2,4% para el 2009.

La demanda interna será el motor del crecimiento en el 2008, favorecida por uno de los mayores niveles de empleo, la suavización de los precios de los commodities y el efecto acumulado de las bajas de las tasas de interés de referencia. Sin embargo, se espera que la economía canadiense sufra un exceso de oferta, que debería reducirse cuando mejoren las condiciones económicas mundiales, Estados Unidos se recupere y las condiciones de crédito dejen de ser

tan restrictivas, lo que ocurriría hacia mediados del 2010.

Lo anterior ha tenido efectos positivos sobre el nivel de inflación, que en Canadá se ha mantenido relativamente baja, con respecto al resto de las economías mundiales, que últimamente han sufrido brotes inflacionarios. Durante el primer trimestre de 2008 la inflación se redujo a 1,8%, menor al 2,4% registrado durante el cuarto trimestre del 2007. Se espera que tenga efectos positivos en términos de inflación y que ésta alcance un 2% hacia el cuarto trimestre de 2008, para mantenerse cercana a esa cifra durante el 2009.

La tasa de política monetaria ha sido reducida en 150pb desde diciembre de 2007, hasta llegar a un 3% hacia finales de abril, después de un recorte de 50pb. Dadas las proyecciones de que la contracción económica de Estados Unidos será profunda, es esperable que los recortes de tasas de interés continúen, posiblemente hasta llegar al 2,5% en el mes de septiembre.

3. Australia:

Durante los últimos años, Australia sufrió presiones al alza sobre el nivel de inflación, debido al fuerte crecimiento de su demanda interna, en contraste con la capacidad limitada de su oferta agregada. La demanda agregada creció a una tasa de 5,7% durante el 2007, mientras que el PIB lo hizo en 3,9%. Lo anterior influyó en que, el año 2007, la inflación llegara a un 4,2%, mientras que durante el primer trimestre de 2008 alcanzó un 1,3%, lo que fue mayor a lo esperado. La inflación durante este último trimestre provino de una amplia base de productos, registrándose las

mayores alzas en los precios de los alimentos, combustibles y vivienda. El incremento del precio de los commodities, a nivel global, también ha contribuido al alza de la inflación.

Durante el 2008, sin embargo, la desaceleración del crecimiento del PIB mundial, las turbulencias en los mercados financieros, las condiciones de acceso a crédito más restringidas a nivel local tenderán a contener el crecimiento de la demanda agregada. Dadas las últimas cifras conocidas para el primer trimestre de 2008, tales como el descenso de la confianza de los consumidores y las empresas, la caída de los indicadores de ventas de viviendas y la aprobación de créditos hipotecarios, entre otros, se puede inferir que la demanda agregada ha sufrido una moderación de su crecimiento. Sin embargo, la mejoría de los términos de intercambio presionará al alza el crecimiento de la demanda agregada. En términos netos, el Banco de Reserva de Australia proyecta que la demanda agregada crecerá a un ritmo más suave que los años anteriores, reduciendo así la tendencia creciente de la inflación.

La política monetaria se ha orientado hacia la contención del fuerte crecimiento de la demanda agregada. Desde agosto de 2007, la tasa de interés se ha elevado tres veces, en 75pb en total, alcanzando en marzo de 2008 un 7,25%. Si bien existe incertidumbre con respecto a la evolución de la economía australiana, las expectativas de un crecimiento moderado de la demanda agregada indican que el Banco de Reservas de Australia mantendrá la tasa de referencia en el nivel actual durante el 2008.

4. Finlandia e Irlanda:

Durante el mes de marzo, la inflación en Finlandia creció un 0,9% con respecto a febrero, alcanzando un 3,9% anual. Las causas de esta alza fueron el aumento de los precios de la energía, y de los costos relacionados a la vivienda, tales como los arriendos y tasas de créditos hipotecarios; incremento de los precios de los alimentos y de los combustibles para automóviles. Los altos precios de los commodities, combustibles y alimentos a nivel mundial, sumados a la inestabilidad en los mercados financieros y el crecimiento favorable del PIB durante el primer trimestre han producido el aumento de la inflación durante los últimos meses.

El consumo se ha mantenido fuerte, debido a la mejora del mercado laboral e incrementos en los salarios y a la mantención de buenos niveles de confianza de los consumidores. En cuanto a las empresas, una serie de indicadores sugieren que la actividad industrial se mantendrá en un nivel favorable durante el siguiente período.

En Irlanda, en tanto, la inflación del mes de marzo creció también un 0,9%, con respecto al mes anterior, registrándose una inflación anual más alta de 5%, por sobre el 4,8% y/y de febrero de 2008. Las mayores alzas se registraron en los rubros transporte, vestimenta y calzado, vivienda, electricidad y combustibles y en restaurantes y hotelería. Las principales causas fueron el crecimiento internacional de los precios de los alimentos y los combustibles y los aumentos en los precios de los commodities, que han causado alzas de la inflación a nivel mundial.

Tanto Finlandia como Irlanda pertenecen a la Euro Área. El euro ha tendido a apreciarse con respecto al dólar durante los últimos meses, debido a los amplios recortes de tasas de interés que ha realizado la Fed norteamericana, con el fin de inyectar liquidez a la economía y contener de esta manera las turbulencias en los mercados financieros, mientras que el Banco Central de Europa ha optado por mantener su tasa de referencia a un nivel relativamente elevado, en un 4%, desde junio de 2007 cuando se subió por última vez en 25pb.

COMPARACIONES LATINOAMÉRICA

1. Brasil:

Hasta antes de 1993, Brasil exhibía tasas de inflación extremadamente elevadas, que en 1990 superó el 2900%. Para solucionar esta grave situación, el Gobierno implantó en 1994 el Plan Real, que introdujo un sistema de tipo de cambio fijo con respecto al dólar, que logró reducir la inflación a niveles aceptables. En el año 1998, incluso llegó a un 3,2%, su nivel más bajo durante esa década. Sin embargo, la introducción de la libre flotación del tipo de cambio en 1999 provocó una abrupta devaluación del real con respecto al dólar, provocando un impacto negativo sobre el nivel de precios, que a fines del 2002 y durante 2003 volvió a crecer a niveles de dos dígitos, alcanzando en mayo de 2003 un máximo de 17,24% en doce meses. La decidida respuesta del Banco Central de Brasil, que elevó la tasa SELIC hasta llegar a un 26,50% durante esa misma época, logró enfriar esta economía acelerada por el alza del

tipo de cambio y llevar nuevamente la inflación a niveles más bajos.

Durante 2006, la tasa de inflación alcanzó un 3,1%. Sin embargo, el florecimiento de la demanda interna, ha generado presiones inflacionarias, causando que la tasa de inflación creciera a un 4,5% hacia el final del año 2007, justo en el centro de la meta de inflación del Banco Central de Brasil, que es un 4,5% con +/- 2% de margen. En el mes de abril, el IPC fue de 0,55%, acumulándose una inflación de 2,08% para los primeros cuatro meses del 2008, medio punto mayor a la acumulada en el mismo período del 2007, aunque acorde a las expectativas de los expertos.

Sin embargo, el crecimiento de la inflación subyacente y la aceleración del crecimiento de los precios de bienes que en mediciones anteriores contenían el crecimiento del IPC, hacen que se incrementen los riesgos de inflación. Los precios de los alimentos fueron los que más crecieron, y se espera que sigan presionando la inflación al alza en los próximos meses. La inflación en los servicios experimentó una leve aceleración, aunque se ha mantenido relativamente estable durante el último tiempo. Se espera que los precios de los combustibles a nivel local aumenten, debido al incremento de los costos de Petrobras, generando presiones sobre el nivel de precios.

Las causas del aumento de la inflación son principalmente el crecimiento por sobre su tendencia de la demanda interna, principalmente debido a la expansión de la inversión y el consumo. La inversión ha crecido rápidamente gracias a las tasas de interés más bajas, al escenario macroeconómico estable y

al tipo de cambio bajo, que ha permitido la importación de maquinarias. El consumo, por su parte, ha crecido principalmente debido al descenso del desempleo y a la mejora de los salarios reales. La inversión creció un 13,4%, el 2007, comparada con el 10% del año 2006, mientras que el consumo experimentó una expansión del 6% el 2007, mayor al 4,4% del año anterior.

Por otro lado, los factores que han contribuido a la contención de las presiones inflacionarias han sido la independencia de hecho del Banco Central de Brasil, la reducción del déficit fiscal y la apreciación del real brasileño.

La independencia de facto del Banco Central de Brasil y el apoyo del presidente Lula da Silva es uno de los factores que ha sido crucial en la reducción de la inflación durante los últimos cinco años. Su actitud responsable y decidida en momentos de grandes presiones inflacionarias, que desencadenó en la fijación de tasas de interés muy elevadas, y el trabajo mediante un esquema de metas de inflación, han logrado generar la credibilidad necesaria para que la autoridad pueda hacer política monetaria efectiva y creíble, a pesar de no contar con una independencia establecida legalmente.

El sector público logró, durante el año 2007, disminuir el déficit fiscal a un 2,3% del PIB, en comparación con el 3% obtenido durante los dos años anteriores. Esta mejoría en el déficit público se produjo gracias a la mayor recaudación tributaria proveniente del mayor crecimiento económico. Sin embargo, la ineficiencia en el gasto de estos mayores ingresos sigue siendo un

problema que no se ha solucionado satisfactoriamente.

El real brasileño ha tendido hacia la apreciación durante los últimos meses, aunque se ha reducido la volatilidad de la moneda con respecto al dólar, gracias a las cuantiosas reservas internacionales, la tendencia alcista de los precios de los commodities que el país produce y la estabilidad económica que ha mostrado el país. Durante el mes de abril, el tipo de cambio promedio fue de \$1,69 reales por dólar. Lo anterior ha provocado efectos sobre el saldo de la cuenta corriente que, si bien ha mantenido un superávit en los últimos años, se ha reducido con el paso del tiempo, al punto de que para el 2008, se proyecta un déficit de cuenta corriente de 0,7% del PIB, debido a la apreciación del real, que ha fomentado el crecimiento de las importaciones y desfavorecido a las exportaciones. El Banco Central de Brasil ha seguido una política de aumentar sus reservas internacionales, con el fin de contener la apreciación del real. A mediados de abril elevó sorpresivamente la tasa SELIC en 50pb, estableciéndola en 11,75%, como una medida preventiva ante el aumento de la inflación observada y de las expectativas de inflación, lo que se suma a las alzas de la tasa de reservas requeridas para ciertos tipos de depósitos impuestas en los primeros meses del año, y que podrían elevarse si las presiones inflacionarias continúan.

Últimamente se ha observado poca disposición del Gobierno a colaborar en el control de la inflación, ya que no ha anunciado recortes de presupuesto y ha amenazado con establecer medidas para contener la apreciación del real, justamente uno de los hechos que está

ayudando a contener el crecimiento de la inflación.

2. México:

El difícil escenario internacional, marcado por la desaceleración económica mundial, la profundización de la ralentización de la economía de Estados Unidos y los crecientes precios de los combustibles y los alimentos han afectado también la evolución del crecimiento y la inflación durante el último trimestre y las proyecciones de ambos indicadores de la economía mexicana. Durante el primer trimestre, la inflación alcanzó un 3,89% en promedio anual, por sobre el promedio de 3,81% del trimestre anterior, pero menor a la inflación promedio observada en los tres primeros trimestres de 2007. Marzo fue el mes con mayor nivel de inflación durante el primer trimestre, alcanzando un 4,25% y/y. El mes de abril, por su parte, dio una sorpresa inflacionaria, al registrar un nivel de inflación de 4,55% y/y, acumulando para el 2008 una inflación de 1,72%.

Las principales causas de ésta fueron las alzas en los precios de los alimentos, metales y combustibles, acorde a la tendencia internacional, y el aumento de los precios de algunos productos agropecuarios. Lo anterior llevó a que analistas internacionales revisaran al alza sus expectativas de inflación para el 2008, que ahora se sitúan en torno al 4,3%, esperándose una suavización de la inflación para la segunda mitad del año.

La demanda interna ha mostrado ciertos signos de desaceleración. Las ventas del sector retail crecieron sólo un 8,3% durante el primer trimestre, un 1% por debajo del trimestre anterior, lo que

refleja una contracción del consumo. Sin embargo, la inversión mostró una mejoría en su tasa de crecimiento, favorecida por la mayor importación de bienes de capital. El crecimiento de la inversión fue de un 11% anual durante el primer trimestre, mayor a la expansión de un 6,6% durante el 2007. Además, el gasto público también se ha expandido en forma significativa, financiado por los mejores precios del petróleo que exporta la petrolera PEMEX, de propiedad estatal.

Las exportaciones, tanto petroleras como no petroleras, crecieron durante el primer trimestre, las primeras debido al mayor precio del petróleo, y las segundas principalmente gracias al aumento de las ventas de la industria automotriz. Los factores anteriores contribuyeron a que el PIB creciera un 3% anual durante el primer trimestre, una tasa de crecimiento aceptable considerando el espinoso escenario internacional.

Es esperable que el crecimiento de la demanda agregada se desacelere durante el resto del 2008, debido a la tendencia a la baja del nivel de salarios reales, debido a la desaceleración de la generación de empleos, al menor acceso al crédito para las familias, la reducción de las remesas familiares provenientes de Estados Unidos, producto de la desaceleración económica de ese país, y la posible caída de la inversión, debido a la baja de diversos indicadores de confianza de las empresas.

Lo anterior ayudaría a suavizar el crecimiento de la inflación hacia la segunda mitad del año, aunque de todas maneras las expectativas de inflación para fines del 2008 son altas, debido a

los crecientes precios internacionales de los alimentos, combustibles y commodities.

Por otro lado, se espera que el déficit de cuenta corriente se reduzca de un 1,8% a un 1%, debido a la aceleración de la entrada de flujos de capitales extranjeros. Favorece a las exportaciones el hecho de que el tipo de cambio real del peso mexicano con respecto al dólar no ha variado significativamente, incluso durante el primer trimestre se depreció con respecto al dólar, contrario a la tendencia hacia la depreciación con respecto a otras monedas que ha sufrido el dólar durante los últimos meses. Esto podría incentivar el crecimiento de la demanda agregada, generándose fuerzas opuestas a las descritas anteriormente.

3. Perú:

La inflación en Perú, durante el mes de abril, fue de un 0,15% con respecto al mes anterior, registrando una inflación de 5,52% y/y, por sobre la meta inflacionaria de un 2%, +-1%. Las mayores alzas se reportaron en los rubros comidas fuera del hogar, alimentos y bebidas y textiles y calzados, mientras que el transporte y los alquileres contribuyeron negativamente al indicador. La causa del incremento de la inflación es el fuerte crecimiento de la demanda interna, que ha producido un crecimiento del PIB por sobre el PIB de tendencia.

El Banco Central de Reserva de Perú ha respondido a las alzas de inflación elevando la tasa de referencia. EL último ajuste se realizó el 10 de abril, cuando se elevó la tasa en 25pb a 5,50%. Además, a partir de mayo se

incrementaron las tasas de reservas requeridas en moneda nacional y extranjera para los bancos comerciales. Desde julio de 2007, la tasa de referencia se ha elevado en 100pb, mientras que la tasa de reservas requeridas ha sido elevada dos veces adicionales durante el 2008, en los meses de enero y marzo.

4. Colombia:

La inflación en Colombia, tanto la medida total, como la subyacente, han mostrado una tendencia al alza que se ha mantenido durante los últimos meses. Durante el año 2007, la economía colombiana experimentó una inflación de 5,5%, superior en 100pb al límite superior del intervalo de inflación tolerable, situado en torno a la meta central de inflación del 3% del Banco de la República de Colombia (BdeRe), la autoridad monetaria local. En marzo de 2008, la inflación alcanzó un 5,93% y/y, un 0,42% menor a la inflación de febrero, registrando la primera baja en los últimos cinco meses. La inflación de marzo es explicada en un 45% por el aumento de los precios de los alimentos, producto en parte de la tendencia internacional de crecimiento de estos precios. Sin considerar los alimentos, la inflación creció un 4,67% y/y durante el mismo mes, mayor en un 0,24% con respecto al trimestre anterior. Esta alza se debió principalmente a los incrementos en los precios de los combustibles y los servicios básicos tales como la energía y la distribución de agua.

El crecimiento del PIB durante el año 2007 fue de un 7,5%, registrando durante el cuarto trimestre de 2007 un crecimiento del 8,1% y/y, motivado principalmente por el crecimiento de la demanda interna, que creció un 10%

durante ese trimestre, superando la capacidad de oferta de la economía colombiana y las expectativas de crecimiento del BdeRe.

Durante el primer trimestre de 2008, la demanda interna ha continuado su ritmo de fuerte crecimiento, aunque éste se ha suavizado en comparación con el trimestre anterior. A su vez, la oferta agregada creció a niveles superiores a su promedio histórico, aunque indicadores tales como la capacidad instalada, índices de balance de existencias y confianza de la industria han tendido hacia la desaceleración, aunque se mantienen en niveles favorables.

Por su parte, el peso colombiano se ha apreciado con respecto al dólar, aumentando en un 14% anual su valor durante el primer trimestre de 2008. Además, aumentaron los flujos de entrada de capitales extranjeros para inversiones en empresas petroleras y mineras, principalmente. Sin embargo, la apreciación del peso no produjo una reducción de la inflación en los bienes transables; al contrario, aumentaron su nivel de precios durante este trimestre.

En marzo el Banco de la República intervino el mercado cambiario, a través de la compra de divisas por US\$38 millones, con el fin de disminuir la volatilidad del peso. En el 2008, las compras de divisas han acumulado US\$270.7 millones. Además, durante el mismo mes se inició una compra de divisas a través de subastas mensuales que se prolongarán durante un año, esperándose acumular a través de esta vía US\$1.800 millones.

Las expectativas de inflación se mantienen por sobre la meta

inflacionaria del BdeRe, aunque durante los meses de abril y mayo éstas se han reducido con respecto a los meses de enero y febrero. Las tasas de interés nominales se han incrementado durante los últimos tres meses, mientras que la tasa de interés real se ha mantenido por sobre su promedio. Los agregados monetarios, que se incrementaron durante el 2007, descendieron entre los meses de enero y marzo. Sin embargo, las tasas de crecimiento del M3 y la base monetaria se han mantenido por sobre el crecimiento del PIB estimado para el 2008, lo que podría generar mayores presiones inflacionarias.

El Banco de la República incrementó la tasa de referencia por última vez a fines de febrero en 25pb, situándola en un 9,75%, y manteniéndola en este valor desde entonces. Se espera que durante el 2008 la tasa de referencia se mantenga en este valor. En suma, existe incertidumbre con respecto a la evolución de la inflación, aunque probablemente esta tienda a mantenerse en un rango elevado durante el 2008. Analistas estiman que la inflación para el año 2008 alcanzará un 5,6%.

CONCLUSIONES

En todos los países analizados, el alza de la inflación es un factor común y un motivo de preocupación, aunque los niveles inflacionarios alcanzados son heterogéneos. La creciente demanda por alimentos por parte de China y otras grandes economías asiáticas emergentes representan un cambio permanente y han producido alzas en los precios de los alimentos a nivel mundial, que han afectado la inflación observada y las expectativas de inflación para todas las economías analizadas.

El rápido crecimiento de los precios del petróleo, que ha alcanzado máximos históricos durante las últimas semanas, y que se proyecta aún al alza, también es una causante de inflación común a todas las economías analizadas. La apreciación de las monedas, causada por la depreciación a nivel mundial del dólar, constituye un cierto alivio parcial a las presiones inflacionarias debido a la desaceleración del comercio externo, aunque ésta tendrá costos en términos de crecimiento del PIB para estas economías.

A pesar de la existencia de fuentes comunes de inflación, es pertinente señalar que Chile sobrepasa notoriamente al resto de las economías analizadas en cuanto a su tasa de inflación, superando el 8% de inflación en doce meses a febrero de este año, mientras que ninguna de las otras economías analizadas alcanza el 6% de inflación en doce meses para el mes de abril. Asimismo, para el año 2008, Chile presenta la mayor inflación proyectada del grupo de economías analizadas.

Las causas de la mayor inflación a nivel local con respecto al resto de las economías podrían ser las ingenuas y erradas políticas del pasado en energía de Chile y, como consecuencia, el aumento de los costos industriales producto de los recortes de envíos de

gas natural provenientes desde Argentina, que han obligado a las empresas a convertirse al uso de energías más costosas como el petróleo. Además, los precios de los alimentos se han incrementado considerablemente debido, aparte del efecto internacional, a las dificultades climáticas sobre la producción agrícola. Tampoco ha favorecido el control de la inflación local el alto crecimiento del gasto fiscal en los últimos tres años sobre el crecimiento anual del PIB, cercano al 6% anual, y la expansión de los agregados monetarios, cercana al 20% anual.

Por otra parte, Chile cuenta con una estabilidad macroeconómica reconocida a nivel mundial, fundada en un Banco Central independiente y en una política fiscal responsable, enmarcada dentro de una regla formal de superávit fiscal que remarca el compromiso de largo plazo del Estado con la estabilidad económica.

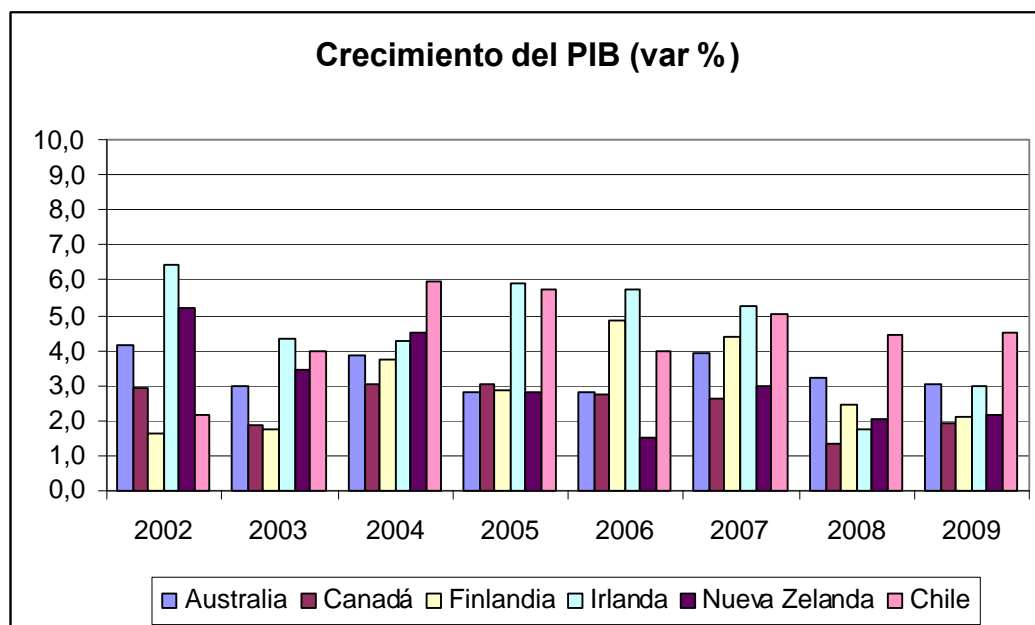
Esto último no ha sido suficiente para contener la elevada inflación local en magnitudes más moderadas y comparables internacionalmente. Se está corriendo ya el riesgo, que las expectativas se desanclen respecto a las metas y proyecciones de inflación del Banco Central, lo cual haría la tarea de estabilización más difícil en el mediano plazo♦

Cuadro N°1
Crecimiento del PIB
(var %)

| País | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Australia | 4,1 | 3,0 | 3,8 | 2,8 | 2,8 | 3,9 | 3,2 | 3,1 |
| Canadá | 2,9 | 1,9 | 3,1 | 3,1 | 2,8 | 2,7 | 1,3 | 1,9 |
| Finlandia | 1,6 | 1,8 | 3,7 | 2,8 | 4,9 | 4,4 | 2,4 | 2,1 |
| Irlanda | 6,4 | 4,3 | 4,3 | 5,9 | 5,7 | 5,3 | 1,8 | 3,0 |
| Nueva Zelanda | 5,2 | 3,4 | 4,5 | 2,8 | 1,5 | 3,0 | 2,0 | 2,1 |
| Brasil | 2,7 | 1,1 | 5,7 | 3,2 | 3,8 | 5,4 | 4,8 | 3,7 |
| Chile | 2,2 | 4,0 | 6,0 | 5,7 | 4,0 | 5,0 | 4,5 | 4,5 |
| Colombia | 1,9 | 3,9 | 4,9 | 4,7 | 6,8 | 7,0 | 4,6 | 4,5 |
| México | 0,8 | 1,4 | 4,2 | 2,8 | 4,8 | 3,3 | 2,0 | 2,3 |
| Perú | 5,0 | 4,0 | 5,1 | 6,7 | 7,6 | 9,0 | 7,0 | 6,0 |

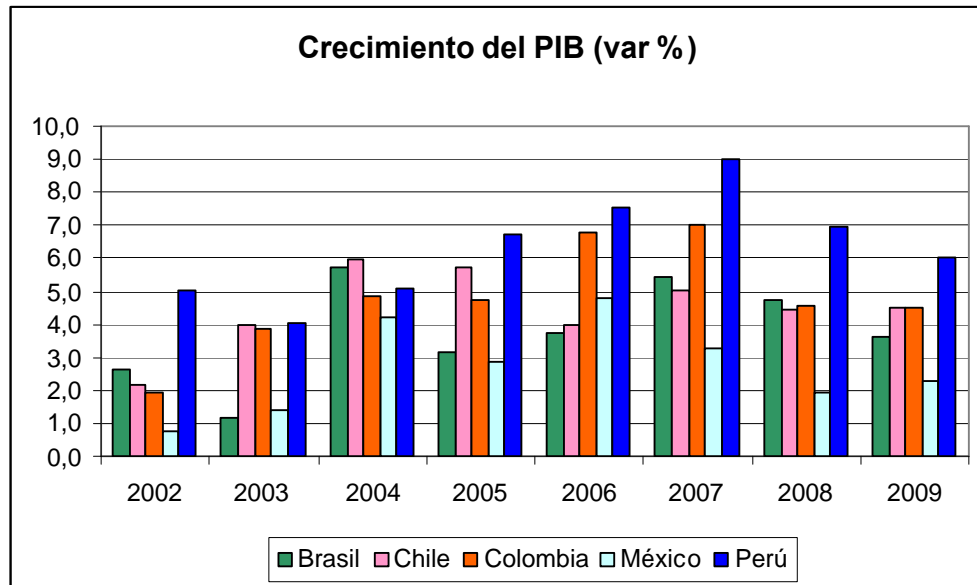
Fuente: FMI

Gráfico N°1
Comparaciones Relevantes
Crecimiento del PIB (var %)



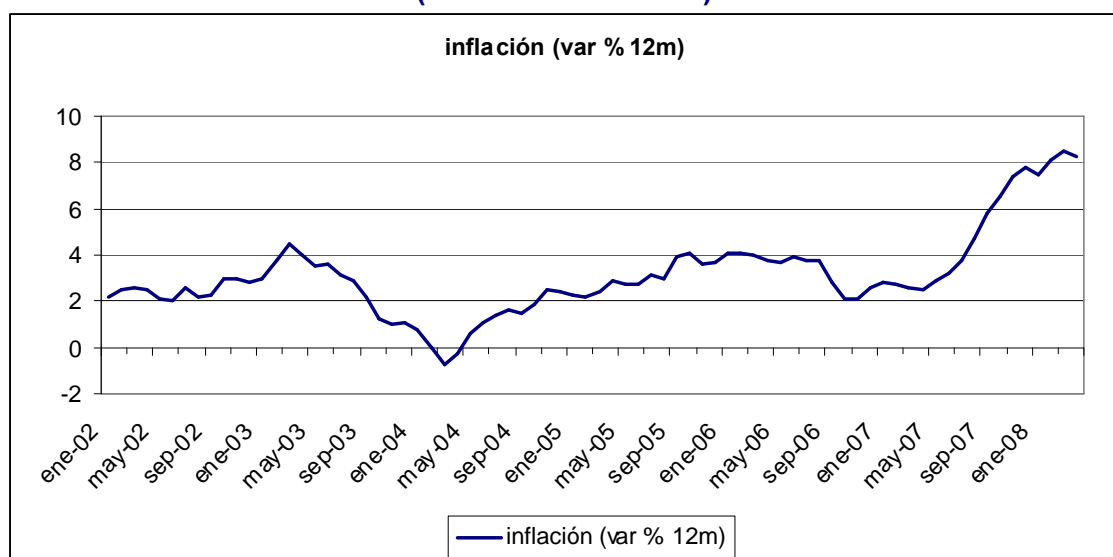
Fuente: FMI

Gráfico N°2
Economías Latinoamericanas
Crecimiento del PIB (var %)



Fuente: FMI

Gráfico N°3
Inflación en Chile
(var % en 12 meses)



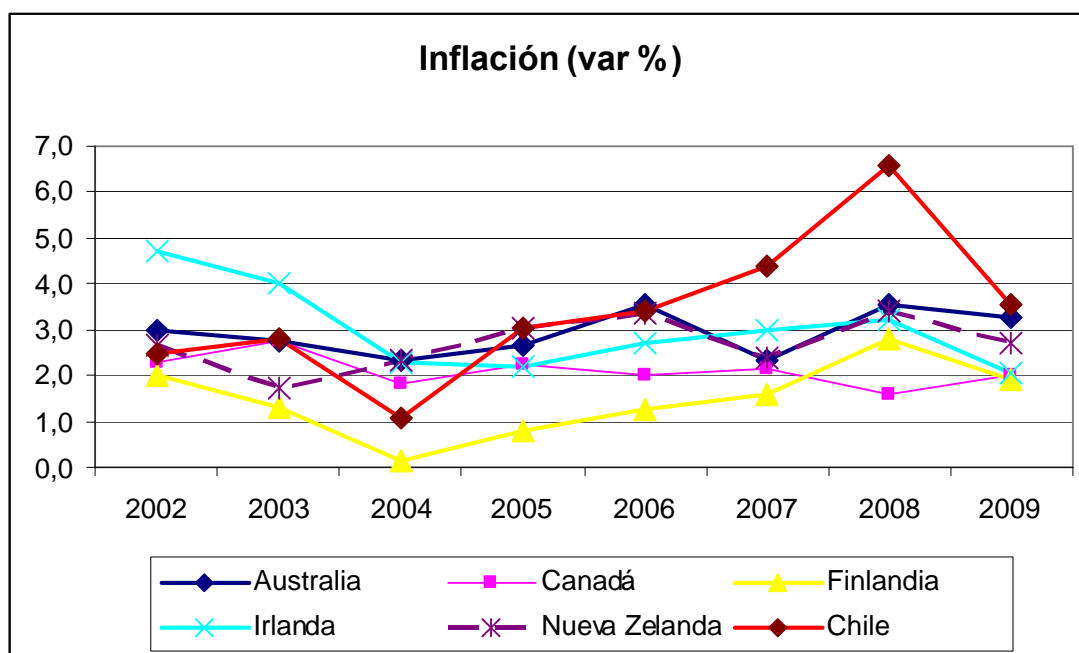
Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro N°2
Inflación, promedios anuales (var %)

| País | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Australia | 3,0 | 2,8 | 2,3 | 2,7 | 3,5 | 2,3 | 3,5 | 3,3 |
| Canadá | 2,3 | 2,7 | 1,8 | 2,2 | 2,0 | 2,1 | 1,6 | 2,0 |
| Finlandia | 2,0 | 1,3 | 0,1 | 0,8 | 1,3 | 1,6 | 2,8 | 1,9 |
| Irlanda | 4,7 | 4,0 | 2,3 | 2,2 | 2,7 | 3,0 | 3,2 | 2,1 |
| Nueva Zelanda | 2,6 | 1,7 | 2,3 | 3,0 | 3,4 | 2,4 | 3,4 | 2,7 |
| Brasil | 8,4 | 14,8 | 6,6 | 6,9 | 4,2 | 3,6 | 4,8 | 4,3 |
| Chile | 2,5 | 2,8 | 1,1 | 3,1 | 3,4 | 4,4 | 6,6 | 3,6 |
| Colombia | 6,3 | 7,1 | 5,9 | 5,0 | 4,3 | 5,5 | 5,5 | 4,6 |
| México | 5,0 | 4,5 | 4,7 | 4,0 | 3,6 | 4,0 | 3,8 | 3,2 |
| Perú | 0,2 | 2,3 | 3,3 | 1,6 | 2,0 | 1,8 | 4,2 | 2,5 |

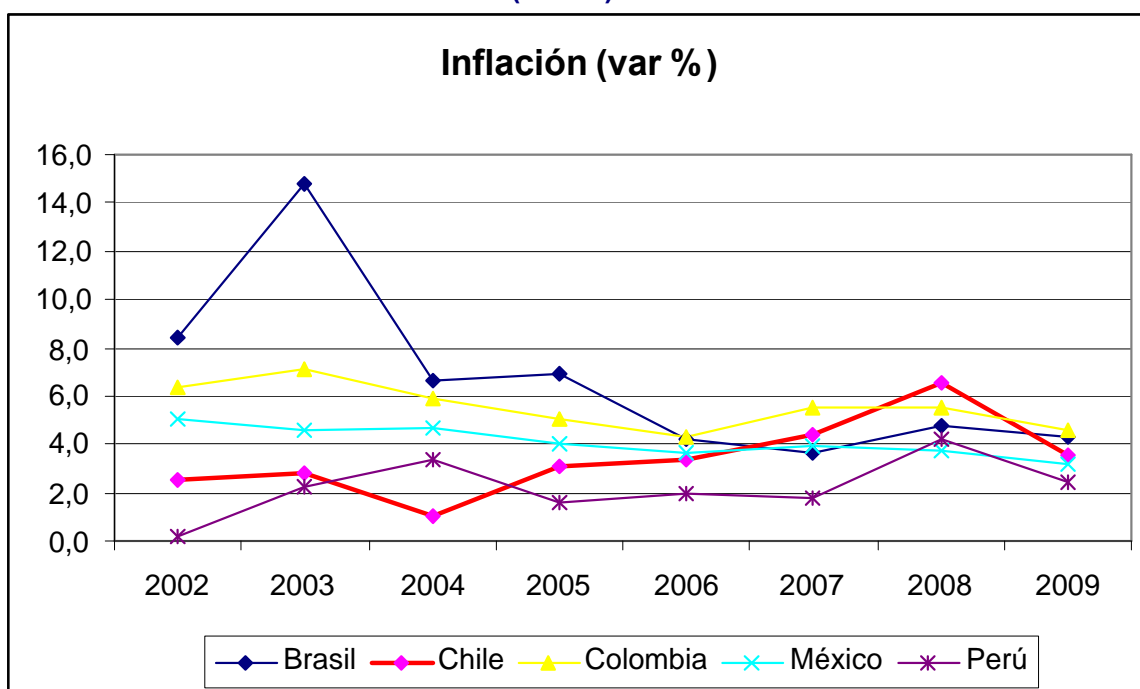
Fuente: FMI

Gráfico N°4
Inflación, comparaciones relevantes
(var %)



Fuente: FMI

Gráfico N°5
Inflación, Economías Latinoamericanas
(var %)



Fuente: FMI

Cuadro N°3
Tasas de Referencia

| País | Tasa de Referencia | | | | | |
|---------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 16 de mayo de 2008 | jun 08 | sep 08 | dic 08 | mar 09 | jun 09 |
| Australia | 7,25 | 7,25 | 7,25 | 7,25 | 7,25 | 7,25 |
| Canadá | 3,00 | 2,75 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 |
| Euro area | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 3,75 | 3,50 | 3,75 |
| Nueva Zelanda | 8,25 | 8,25 | 8,25 | 7,75 | 7,50 | 7,50 |
| Brasil | 11,75 | 12,25 | 13,00 | 13,00 | 13,00 | 12,75 |
| Mexico | 7,50 | 7,50 | 7,50 | 7,50 | 7,50 | 7,50 |
| Chile | 6,25 | 6,25 | 6,00 | 5,75 | 5,75 | 5,75 |
| Colombia | 9,75 | 9,75 | 9,75 | 9,75 | 9,50 | 9,25 |
| Perú | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 |

Fuente: JP Morgan

Cuadro N°4
Crecimiento del Gasto Público (var %)

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| Canadá | 3,4 | 2,8 | 3,2 | 3,9 | 3,7 |
| Australia | 3,7 | 3,9 | 3,5 | 3,8 | 3 |
| Finlandia | 4 | 4,7 | 3,7 | 2,8 | 3,9 |
| Irlanda | 7,6 | 8,8 | 11,6 | 5,6 | - |
| Nueva Zelanda | 9,9 | -0,3 | 11,1 | 7,9 | 6,7 |
| Chile | - | 6,1 | 5,9 | 5,8 | 5,8 |
| Brasil | 4,9 | 16,2 | 18,4 | 13,7 | 14,2 |
| Colombia | 10,2 | 11,0 | 16,0 | 13,9 | - |
| México | 9,6 | 11,4 | 10,2 | 15,0 | - |
| Perú | 7,4 | 8,1 | 12,2 | 12,5 | - |

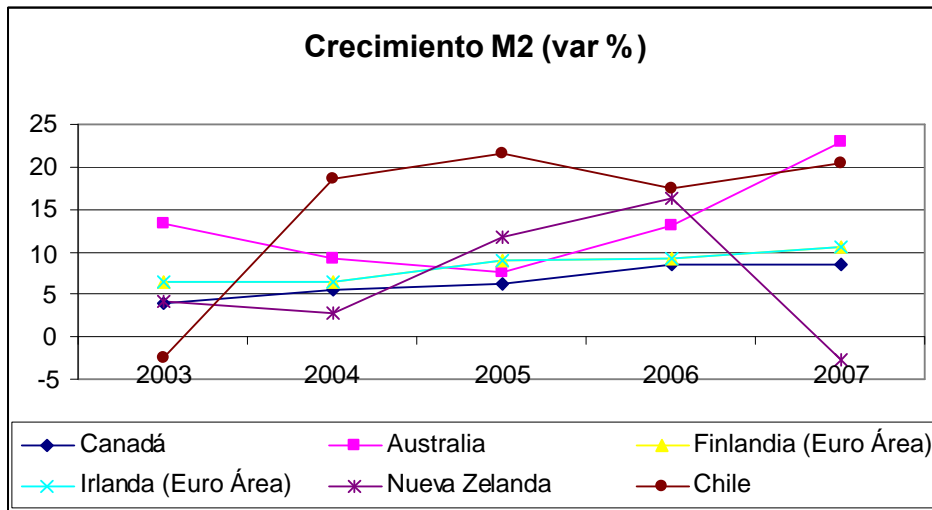
Fuente: JP Morgan, Bancos Centrales

Cuadro N°5
Crecimiento de M2 (var %)

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-----------------------|------|------|------|------|-------|
| Canadá | 3,9 | 5,5 | 6,3 | 8,5 | 8,5 |
| Australia | 13,4 | 9,1 | 7,7 | 13 | 22,9 |
| Finlandia (Euro Área) | 6,4 | 6,41 | 9,08 | 9,25 | 10,54 |
| Irlanda (Euro Área) | 6,4 | 6,41 | 9,08 | 9,25 | 10,54 |
| Nueva Zelanda | 4,1 | 2,7 | 11,7 | 16,4 | -2,7 |
| Chile | -2,4 | 18,7 | 21,5 | 17,5 | 20,5 |
| Brasil | 21,7 | 17,0 | 19,6 | 18,9 | - |
| Colombia | 4,2 | 24,4 | 19,3 | 19,5 | - |
| México | 11,1 | 11,5 | 10,0 | 11,1 | - |
| Perú | -2,4 | 3,1 | 16,8 | 11,8 | - |

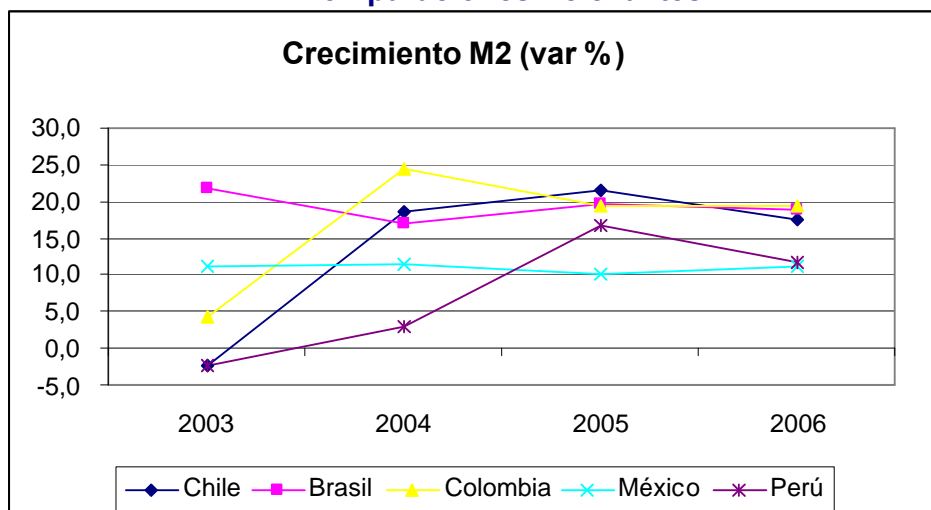
Fuente: Bancos Centrales

Gráfico N°6
Crecimiento de M2 (var %)
Comparaciones Relevantes



Fuente: Bancos Centrales

Gráfico N°7
Crecimiento de M2 (var %)
Comparaciones Relevantes



Fuente: Bancos Centrales

Cuadro N°6
Expectativas de Inflación para Chile (var %)

| | expectativas de Inflación (IPC) |
|--|--|
| Mayo 2008 (variación mensual) | 0,5 |
| Junio 2008 - Julio 2008 (promedio variaciones mensuales) | 0,4 |
| Diciembre 2008 (variación 12 meses) | 4,7 |
| Abril 2009 (variación 12 meses) | 4,1 |
| Diciembre 2009 (variación 12 meses) | 3,5 |
| Abril 2010 (variación 12 meses) | 3,3 |

Fuente: Banco Central de Chile