

P.

puntos de referencia

CENTRO  
DE ESTUDIOS  
PÚBLICOS

EDICIÓN DIGITAL  
N° 599, ABRIL 2022

ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS

# Momento económico internacional y nacional

RODRIGO VERGARA



# RESUMEN

- Durante el primer trimestre de este año, surgen diversas señales que apuntan hacia una desaceleración de la actividad económica global. Esta desaceleración sería mayor que la proyectada a fines del año pasado y, por ende, se espera un ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento para 2022. En particular, es esperable un menor crecimiento de la Zona Euro y de China.
- El fenómeno inflacionario se ha expandido a lo largo de distintas regiones del mundo. En varias economías desarrolladas, el aumento en doce meses del índice de precios al consumidor ha registrado cifras que no se habían visto en décadas. No obstante, en otras economías, como China y Japón, la inflación aún no representa un problema de envergadura.
- Las autoridades monetarias de distintas regiones del mundo han adoptado medidas para hacer frente a las presiones inflacionarias. La Reserva Federal de Estados Unidos (FED) ha aumentado la tasa de política monetaria en 25 puntos base y el mercado espera futuros incrementos y más agresivos. El Banco de Inglaterra ha tomado una senda similar, aumentando en dos oportunidades la tasa de política monetaria. A su vez, el Banco Central Europeo aún no ha anunciado incrementos en la tasa. Sin embargo, es muy probable que el anuncio de aumento de tasas llegue más temprano que tarde, sobre todo si consideramos las recientes cifras de inflación en la Zona Euro.
- La curva de rendimiento de Estados Unidos muestra una reversión en el tramo que abarca los plazos entre 3 y 10 años. Esto es particularmente llamativo, considerando la relación empírica entre la curva de rendimiento y las recesiones.
- La economía china continúa mostrando señales de desaceleración en la actividad económica para 2022. El nuevo brote de Covid-19 que afecta al gigante asiático acentúa dichas señales.
- Luego de experimentar un crecimiento sin precedentes durante 2021, la actividad económica chilena sigue desacelerándose. Las proyecciones del Banco Central apuntan a que Chile crecerá en torno a 1-2% durante 2022, pero no es descartable cifras aún menores.
- Las cifras de inflación en Chile han alcanzado valores no observados desde 2008. A su vez, las expectativas de inflación permanecen desancladas de la meta del Banco Central, lo cual representa un importante desafío para la autoridad monetaria.
- En respuesta a las presiones inflacionarias, el Banco Central ha retirado significativamente el estímulo monetario. En particular, en sus últimas seis reuniones, la entidad ha aumentado la tasa de política monetaria, pasando de 0,5% a 7%. Con todo, en el último informe de política monetaria, el Banco Central tomó una posición más moderada respecto al aumento de tasas a futuro. Esto se condice con un escenario más pesimista de la actividad económica, aunque las presiones inflacionarias se han intensificado.
- La cuenta corriente alcanzó un déficit de 6,6% del PIB durante 2021. Aunque se espera que este déficit se modere, su elevado nivel constituye una señal de alerta con respecto a la sostenibilidad de las cuentas externas.

**RODRIGO VERGARA.** Investigador senior del CEP e investigador Asociado del Centro Mossavar-Rahmani de la Escuela de Gobierno (Kennedy) de la Universidad de Harvard. El artículo corresponde a un resumen de la presentación realizada por Rodrigo Vergara en el CEP el 5 de abril, con algunas actualizaciones.



## INTRODUCCIÓN

Desde fines de 2021, diversas instituciones y expertos anticipaban una moderación en la actividad económica mundial durante 2022. En el primer trimestre de 2022, surgen diversas señales que apuntan a una desaceleración mayor a la proyectada a fines del año pasado. En particular, la invasión a Ucrania por parte de Rusia ha tenido un impacto en algunos mercados de materias primas, en particular del petróleo y diversas fuentes energéticas, así como de granos, lo que afecta a la economía global, pero principalmente a Europa. Por otro lado, el nuevo rebrote de Covid-19 en una de las principales metrópolis de China y las medidas de confinamiento que ha tomado el gobierno chino para hacerle frente, tienen un efecto negativo en materia de actividad económica. En este contexto, se espera que las proyecciones de crecimiento para el mundo en 2022 se ajusten a la baja, destacando un menor crecimiento proyectado para la Zona Euro y China. La evolución de los indicadores PMI de los sectores manufactureros en economías desarrolladas también da cuenta de una moderación en la actividad.

Los mercados laborales de países desarrollados se han recuperado notablemente. Los últimos datos disponibles indican que las tasas de desempleo de Estados Unidos, la Zona Euro y Japón alcanzaron los niveles previos a la pandemia, dejando atrás los profundos efectos negativos de la crisis sanitaria. Cabe destacar el caso de Estados Unidos, cuyos niveles de empleo y fuerza laboral prácticamente alcanzaron los niveles pre-pandemia.

En este contexto, se espera que las proyecciones de crecimiento para el mundo en 2022 se ajusten a la baja.

Las presiones inflacionarias observadas desde hace ya varios meses se han agudizado y el aumento en los índices de precios se ha expandido a otras regiones del mundo. En economías desarrolladas, la variación en doce meses del índice de precios al consumidor (IPC) alcanzado valores históricos en la Zona Euro y Alemania. Por otro lado, las últimas cifras de inflación en Estados Unidos y el Reino Unido exhiben valores no observados en cuarenta años. De igual manera, en Estados Unidos se observa un fuerte incremento en las expectativas de inflación.

Con todo, cabe mencionar que hay países en donde la inflación aún no representa un problema de gran envergadura. En particular, destacan los casos de China y Japón, para los cuales la variación en doce meses del IPC de febrero alcanzó un 0,9%.

En este contexto, las autoridades monetarias de diversos países han decidido tomar cartas sobre el asunto, a fin de resguardar la estabilidad de los precios. Al respecto, en su última reunión, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) tomó la decisión de elevar la tasa de política monetaria en 25 puntos base y el mercado espera que dicha tasa supere el 2,5% a principios de 2023. A su vez, desde diciembre de 2021, el Banco de Inglaterra ha aumentado la tasa de interés en dos oportunidades. Por su parte, el Banco Central Europeo no ha anunciado incrementos en la tasa de política monetaria, pero dadas las recientes cifras de inflación de la Zona Euro, es muy probable que el anuncio de aumento de tasas llegue más temprano que tarde.

En esa misma línea, la curva de rendimiento de Estados Unidos muestra una reversión en el tramo que abarca los plazos entre 3 y 10 años. Además de las implicancias respecto a las expectativas que tiene el mercado sobre las tasas de interés, lo anterior llama la atención por la relación empírica entre la curva de rendimiento y las recesiones: toda recesión ha sido anticipada por una reversión de la curva de rendimiento.

China continúa mostrando señales de desaceleración de la actividad económica. A pesar de que estas señales se arrastran desde el año pasado, el nuevo brote de Covid-19 que afecta a Shanghái agudiza la moderación en términos de actividad.

La economía chilena experimentó un crecimiento sin precedentes durante 2021, alcanzado una tasa de 11,7%. No obstante, la moderación de la actividad económica, anticipada por varios expertos, se observa claramente. En efecto, la evolución de la variación en doce meses de índice de actividad económica mensual (IMACEC) muestra una significativa tendencia a la baja. Sin embargo, es importante tener en cuenta que esta tendencia a la baja solamente es el inicio de un ajuste mucho mayor que vendrá en la actividad económica. En este marco, se espera que la variación en doce meses del IMACEC alcance cifras negativas en algunos meses de 2022 y el Banco Central proyecta que el crecimiento de Chile para este año se ubicará en torno al rango de 1-2%. Las variaciones mensuales desestacionalizadas llevan ya tres meses a la baja.

El mercado laboral chileno continúa recuperándose. La tasa de ocupación alcanzó su rango histórico y durante febrero registra un 7,5%. A pesar de esto, aún quedan por recuperar algo más de 300 mil puestos de trabajo y que 370 mil personas se reincorporen a la fuerza de trabajo para volver a los niveles previos a la pandemia.

Las cifras de inflación en Chile han alcanzado valores no observados desde 2008. En febrero de 2022, la variación en doce meses del IPC fue de un 7,8%<sup>1</sup>. Adicionalmente, las expectativas de inflación se han desanclado de la meta inflacionaria del Banco Central, lo cual representa un gran desafío para la autoridad monetaria.

En relación a lo anterior, el Banco Central de Chile ha decidido aumentar la tasa de interés en sus últimas seis reuniones de política monetaria, este ajuste monetario se posiciona como el tercero más intenso en

---

<sup>1</sup> Luego de que hizo este seminario se conoció la inflación de marzo, con lo que su variación en doce meses subió a 9,4%.

el mundo. En su última reunión, la autoridad monetaria subió la tasa en 150 puntos base, pasando de un 5,5% a un 7%. Si bien este aumento es significativo, fue menor al esperado por el mercado. En esa misma línea, desde la publicación del último informe de política monetaria, las expectativas del mercado se han ajustado y se espera que el Banco Central tome una posición más moderada en términos de aumentos en la tasa de interés, aunque las recientes cifras inflacionarias son aún más preocupantes.

Por otro lado, en materia de tasas de interés, cabe destacar que la curva de rendimiento en Chile muestra una reversión a partir de plazos superiores a dos años.

Finalmente, el cierre de 2021 fue acompañado de un fuerte aumento en el déficit en la cuenta corriente, el cual alcanzó un 6,6% del PIB. Si bien esto no necesariamente representa un problema, es importante tener en consideración que la persistencia de déficit en la cuenta corriente de altas magnitudes puede comprometer la solvencia externa.



## SITUACIÓN INTERNACIONAL

La actividad económica mundial muestra signos de desaceleración durante el primer trimestre de este año. En efecto, las nuevas proyecciones de crecimiento de la actividad económica mundial para 2022 son menos prometedoras que las cifras proyectadas durante el año pasado. En enero de este año, el primer informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja las proyecciones de crecimiento mundial, las cuales pasaron de un 4,9% a un 4,4%. En vísperas de la publicación de un nuevo informe de la entidad, se esperan nuevas correcciones a la baja para el crecimiento mundial, las cuales serán influenciadas por un menor crecimiento proyectado, entre otros, para la Zona Euro y China. Esto se debe a los efectos negativos de la invasión a Ucrania por parte de Rusia en los mercados de materias primas, del petróleo y diversas fuentes energéticas, lo que afecta principalmente a Europa. Por su parte, el nuevo rebrote de Covid-19 en una de las principales metrópolis de China y las medidas de confinamiento asociadas, tienen un efecto negativo en materia de actividad económica del país.

Por otro lado, los indicadores PMI de los sectores manufactureros de países desarrollados muestran una tendencia a la baja desde hace algunos meses. En detalle, los indicadores de los sectores manufactureros de Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido, se han mantenido en la zona expansiva (valores mayores a 50). No obstante, las cifras actuales de los indicadores son notablemente más bajas que las cifras históricas alcanzadas a mediados de 2021 (Gráfico 1). Con todo, las trayectorias de estos indicadores van en línea con una paulatina desaceleración de la actividad económica.

Luego de dos años desde el inicio de la pandemia, los mercados laborales de países desarrollados han superado de manera notable los efectos negativos de la crisis sanitaria. En el caso particular de Estados

Unidos, los niveles de empleo y participación en la fuerza de trabajo prácticamente alcanzaron los niveles pre-pandemia durante marzo de 2022. Por otro lado, las últimas cifras de Estados Unidos, la Zona Euro y Japón indican que las tasas de desempleo alcanzaron los niveles previos a la pandemia (Gráfico 2).

En el contexto de la recuperación de la actividad económica mundial, la inflación se ha posicionado como una importante preocupación entre los expertos y bancos centrales de diversas regiones del mundo. En efecto, durante el mes de febrero, las cifras de la variación en doce meses de los índices de precios al consumidor (IPC) de Estados Unidos (7,6%) y el Reino Unido (6,2%) alcanzaron niveles no observados desde hace cuarenta años (ver Gráfico 3 y 4). A su vez, durante el mes de marzo, la Zona Euro registró la variación anual del IPC más alta desde su creación (7,5%) y Alemania alcanzó la mayor inflación desde la reunificación (7,6%). De igual manera, la inflación subyacente, aquella que excluye alimentos y energía, exhibe una significativa tendencia al alza en países desarrollados.

No obstante, es importante destacar algunos países que se mantienen al margen de las presiones inflacionarias. En detalle, durante el mes de febrero, China y Japón experimentaron una variación en doce meses de 0,9% en sus respectivos índices de precios al consumidor.



### La inflación se ha posicionado como una importante preocupación entre los expertos y bancos centrales de diversas regiones del mundo.

Algunas autoridades monetarias han tomado diversas medidas ante la intensificación de las presiones inflacionarias, con el fin de mantener la estabilidad en los precios y el anclaje de las expectativas de inflación. En particular, en su última reunión, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) decidió aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base. A su vez, los miembros FOMC (Federal Open Market Committee) han ajustado sus expectativas y proyectan futuros aumentos en la tasa, la cual podría superar el 2,5% a principios de 2023. Esto se contrasta considerablemente con las expectativas de hace un año atrás, en que la Fed anunciaba incremento de tasas más paulatinos, alcanzando un 2,5% recién durante el año 2025 (Gráfico 5). Hoy se espera un retiro más agresivo de los estímulos monetarios.

En línea con lo anterior, la curva de rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos presenta una pendiente negativa en el tramo entre los tres y diez años (Gráfico 6). Esto refleja que el mercado espera que las tasas de corto plazo aumenten significativamente y que luego empiecen a bajar. Adicionalmente, este hecho llama la atención ya que existe una relación empírica entre la reversión de la curva de rendimiento y la actividad económica: toda recesión ha sido anticipada por una reversión de la curva de rendimiento. A pesar de lo anterior, es importante mencionar que una curva de rendimiento con pendiente negativa no es un predictor infalible de una potencial recesión.

Por otro lado, el Banco de Inglaterra ha aumentado la tasa de política monetaria del Reino Unido en dos oportunidades desde diciembre de 2021, pasando de 0,1% a 0,75%. Por su parte, el Banco Central Europeo aún no ha anunciado aumentos en la tasa de interés. No obstante, la invasión a Ucrania por parte de Rusia ha agudizado las presiones inflacionarias en el viejo continente y se espera que prontamente el Banco Central Europeo empiece su proceso de retiro del estímulo monetario.



## China continúa mostrando señales de desaceleración de la actividad económica.

China continúa mostrando señales de desaceleración de la actividad económica. Si bien, estas señales se observan desde la segunda mitad del año pasado, el nuevo brote de Covid-19 que afecta a Shanghái, la mayor metrópolis de China, tiene un impacto directo en las proyecciones de crecimiento del gigante asiático para este año. En efecto, es muy probable que estas proyecciones se revisen nuevamente a la baja. En esa misma línea, durante el mes de marzo, los indicadores PMI de China se ubican marginalmente por debajo de la zona expansiva (Gráfico 7).



## SITUACIÓN NACIONAL

Durante 2021 la economía chilena registró un crecimiento de 11,7%, el más alto desde que existen registros de cuentas nacionales (1960). Sin embargo, las notables cifras de actividad económica observadas durante 2021 comienzan a quedar en el pasado. La evolución de variación en doce meses del índice de actividad económica mensual (IMACEC) muestra una importante desaceleración desde diciembre de 2021 (ver Gráfico 8). A pesar de lo anterior, el crecimiento en doce meses del IMACEC sigue siendo positivo y de una magnitud considerable, lo cual se debe, en parte, a la baja base de comparación. Sin embargo, desde la segunda mitad de 2022, se espera que algunos meses presenten variaciones en doce meses menores a cero.

Al observar las cifras desestacionalizadas del IMACEC de los últimos tres meses, la variación de respecto al mes anterior ha tomado valores negativos o cercanos a cero, lo cual se condice con una paulatina desaceleración de la actividad. Al respecto, en su último informe de política monetaria, el Banco Central de Chile proyecta que la economía chilena crecerá en el rango de 1-2%. Este menor crecimiento sería explicado por una caída en el consumo y la inversión (ver Tabla 1). Es posible que la desaceleración sea aún mayor, y por lo tanto el crecimiento para el año menor al proyectado por el instituto emisor. Ello pondrá mucha presión a la política fiscal y a nuevos retiros de fondos de pensiones. Tratar de compensar

por uno o ambos mecanismos, más allá de los evidentes efectos negativos de mediano y largo plazo para el país, sólo lograrían postergar el necesario ajuste que debe hacer la economía chilena.

La recuperación del mercado laboral chileno continúa acentuándose. En febrero, la tasa de desocupación alcanzó un 7,5% y se mantiene en el rango del 6-8% observado en la última década (ver Gráfico 9). A pesar de lo anterior, es necesario tener en cuenta que aún quedan por recuperar algo más de 300 mil puestos de trabajo y que 370 mil personas se reincorporen a la fuerza de trabajo para volver a los niveles previos a la pandemia. Es importante considerar que los potenciales efectos de la desaceleración de la actividad económica podrían dificultar la completa recuperación del mercado laboral chileno.

La economía chilena no se mantiene al margen del fenómeno inflacionario observado en otras regiones del mundo. Desde abril de 2021, la variación en doce meses del índice de precios al consumidor (IPC) ha alcanzado valores superiores a 3% de manera consistente. El último dato disponible revela que, en el mes de febrero de 2022, el índice de precios al consumidor alcanzó un crecimiento anual de 7,8%, la cifra más alta de los últimos catorce años. Una trayectoria similar se observa en el IPC sin volátiles (ver Gráfico 10)<sup>2</sup>.

En este contexto, una importante preocupación radica en el desanclaje de las expectativas de inflación respecto de la meta inflacionaria del Banco Central. En detalle, los datos de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) revelan una tendencia al alza en la evolución de la inflación esperada a dos años, alcanzando un 3,7% durante marzo de 2022. Una trayectoria similar se observa en la evolución de la inflación esperada en el segundo año, proveniente de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), la cual toma un valor de 4% en el mes de marzo de 2022 (ver Gráfico 11). Así, el anclaje de las expectativas de inflación será uno de los mayores desafíos del Banco Central.

Para hacer frente al fuerte período inflacionario que atraviesa la economía chilena, el Banco Central ha aumentado la tasa de interés en sus últimas seis reuniones de política monetaria. El primer aumento se llevó a cabo a mediados de julio de 2021, pasando de 0,5% a 0,75%. Posteriormente, el ente regulador incrementó la tasa de política monetaria consistentemente hasta alcanzar un 7% en la última reunión de marzo de 2022. Con todo, desde la publicación del último informe de política monetaria, el mercado espera que el Banco Central tome una posición más moderada en términos de aumentos en la tasa de interés en adelante.



## [Una importante preocupación radica en el desanclaje de las expectativas de inflación respecto de la meta inflacionaria del Banco Central.](#)

<sup>2</sup> Después de este seminario, se supo la cifra de marzo, lo que hizo que la inflación en doce meses se elevara a 9,4%.

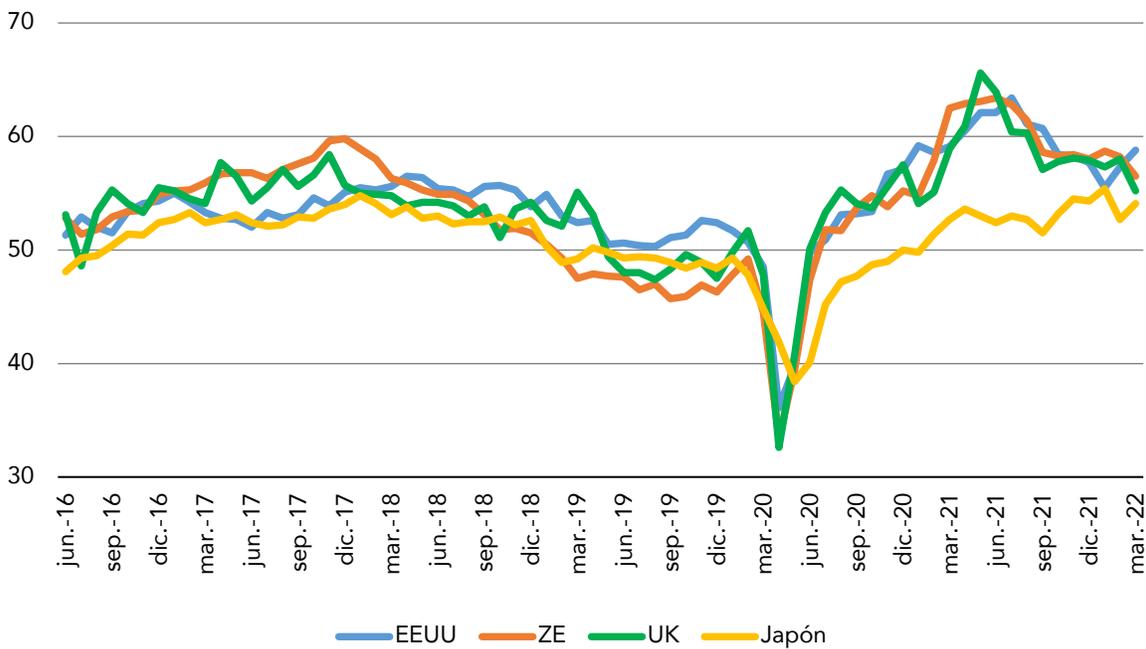
Por otro lado, la curva de rendimiento en Chile muestra una pendiente negativa a partir de los dos años, la cual es mucho más marcada que en el caso de Estados Unidos. Esto implica que el mercado espera aumentos de tasa en el corto plazo, para posteriormente empezar a bajar (ver Gráfico 12).

Finalmente, los últimos datos de las cuentas externas revelan un fuerte aumento en el déficit en la cuenta corriente durante 2021. En efecto, a pesar del elevado precio del cobre, durante el año pasado el déficit en cuenta corriente alcanzó un 6,6% del PIB, lo cual se explica por el gran aumento en la demanda interna. Si bien en principio, un déficit puntual en cuenta corriente elevado no es necesariamente problemático, cabe estar atento porque de ser persistente podría comprometer la solvencia externa.

# IV.

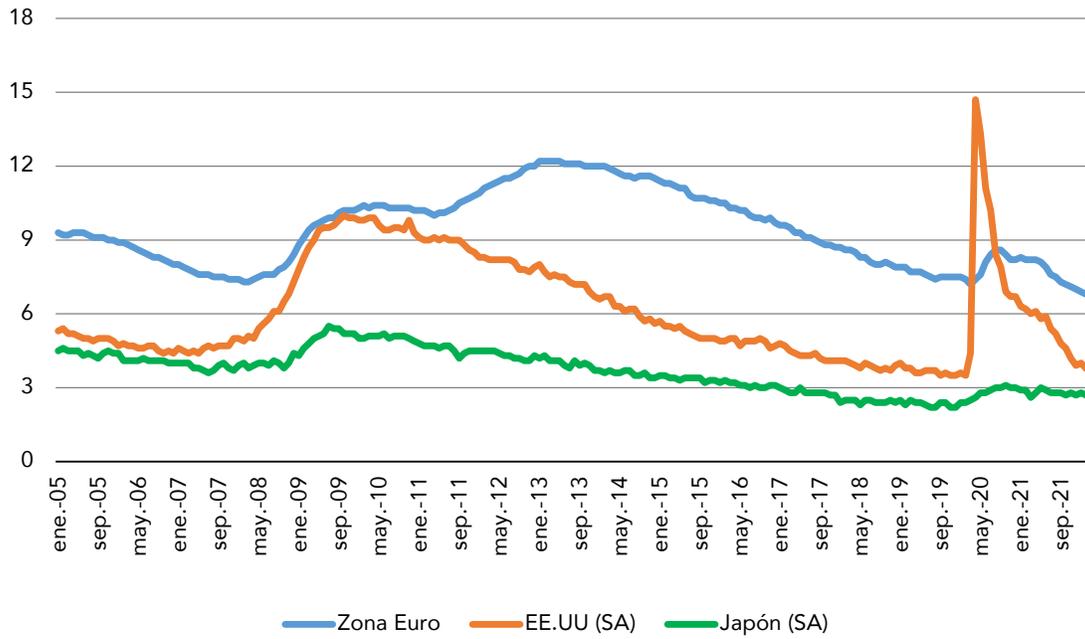
## GRÁFICOS Y CUADRO

GRÁFICO 1: Indicador PMI manufacturas países desarrollados



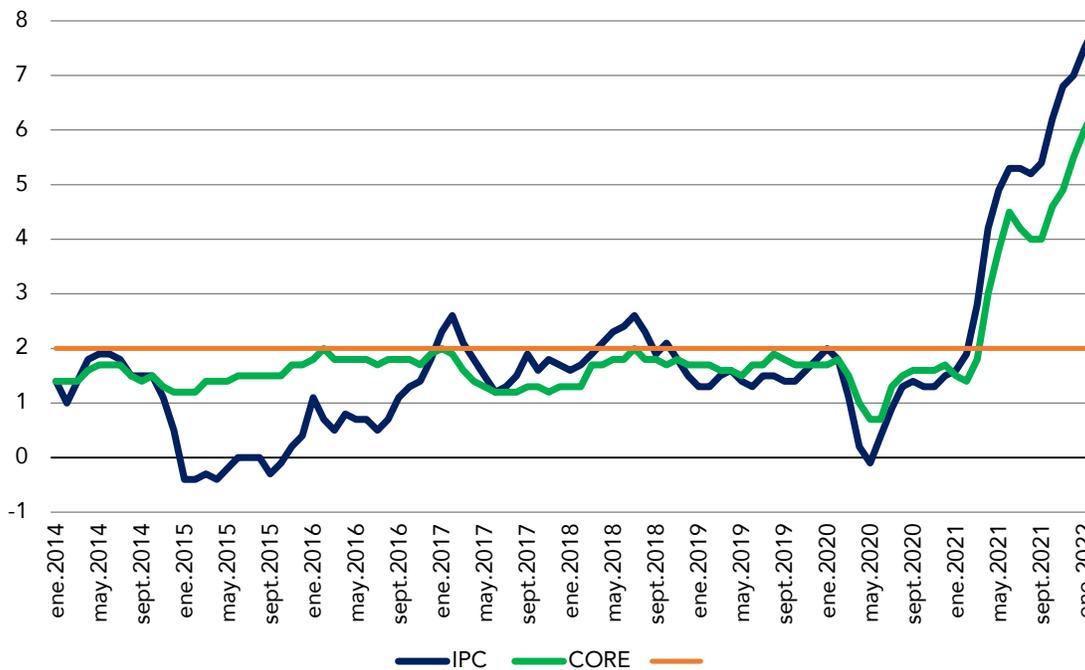
FUENTE: Bloomberg, MarkitEconomics.

GRÁFICO 2: Tasa de desocupación países desarrollados



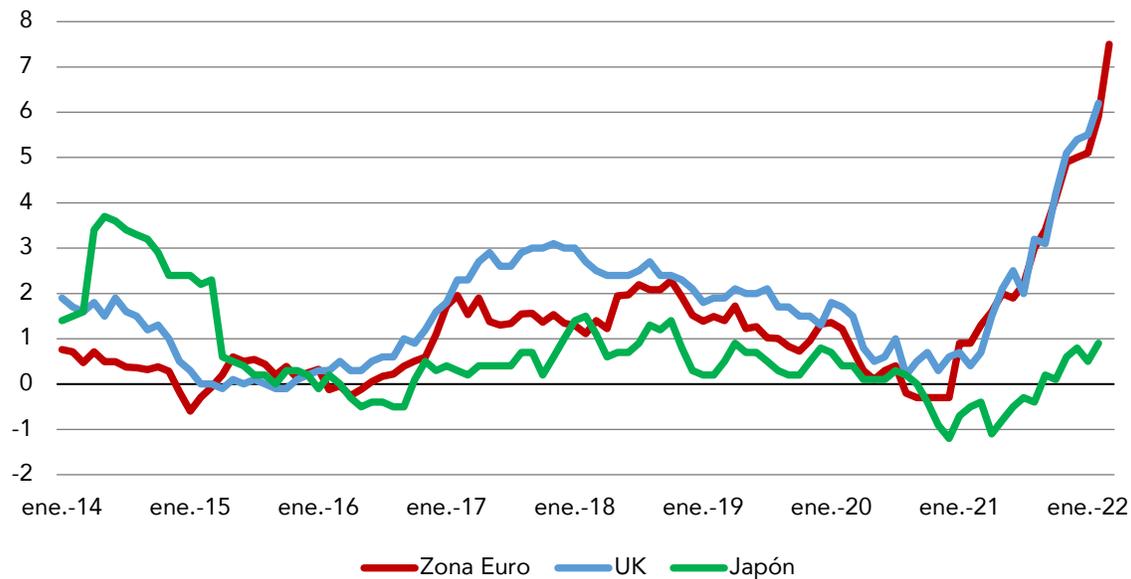
FUENTE: Eurostat, Statistics Bureau of Japan, Bureau of Labor Statistics of US.

GRÁFICO 3: Inflación en EEUU (variación % anual del IPC)



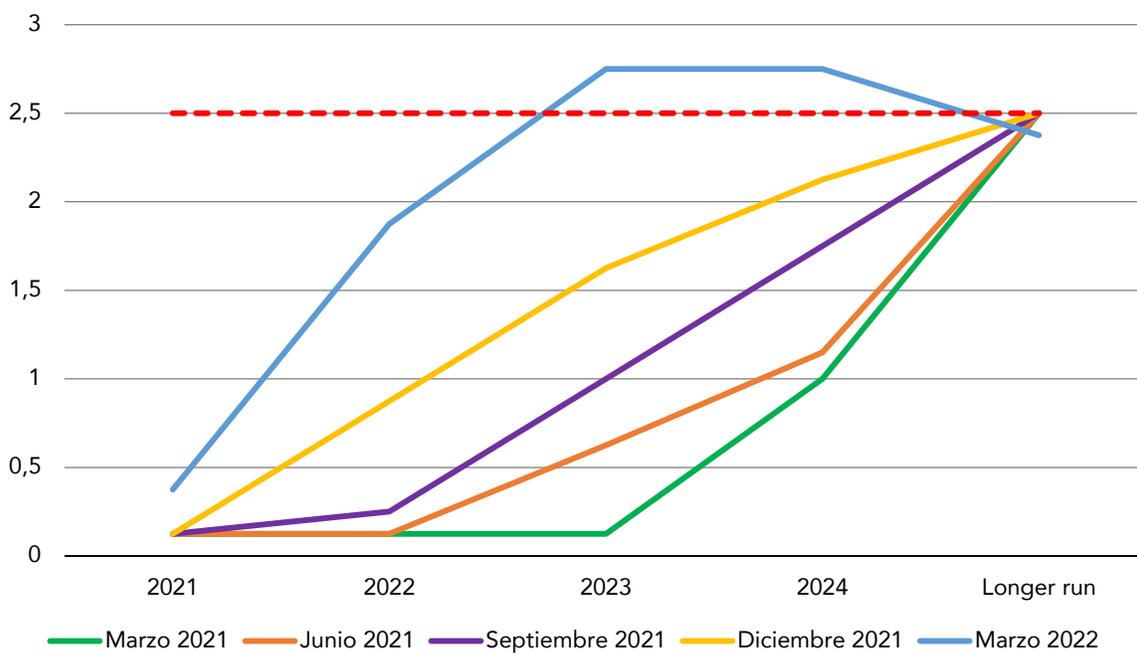
FUENTE: U.S Bureau of Labor Statistics.

**GRÁFICO 4:** Inflación en Zona Euro, Reino Unido y Japón (variación % anual del IPC)



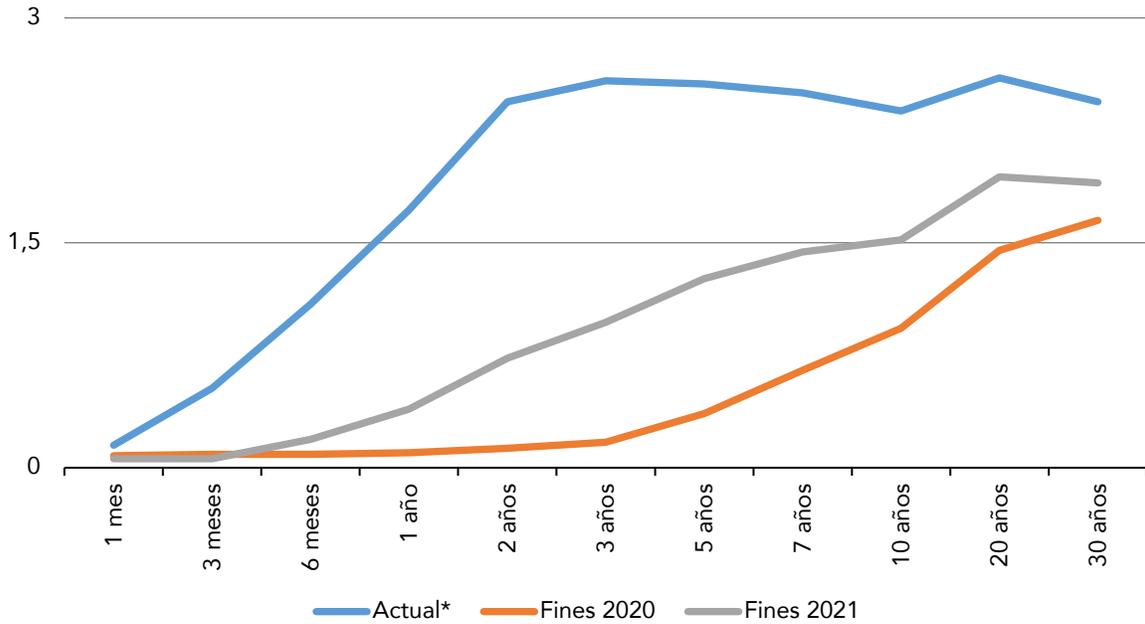
FUENTE: Eurostat, Office for National Statistics, Statistics Bureau of Japan.

**GRÁFICO 5:** Evolución de las proyecciones de TPM de la reserva federal de Estados Unidos



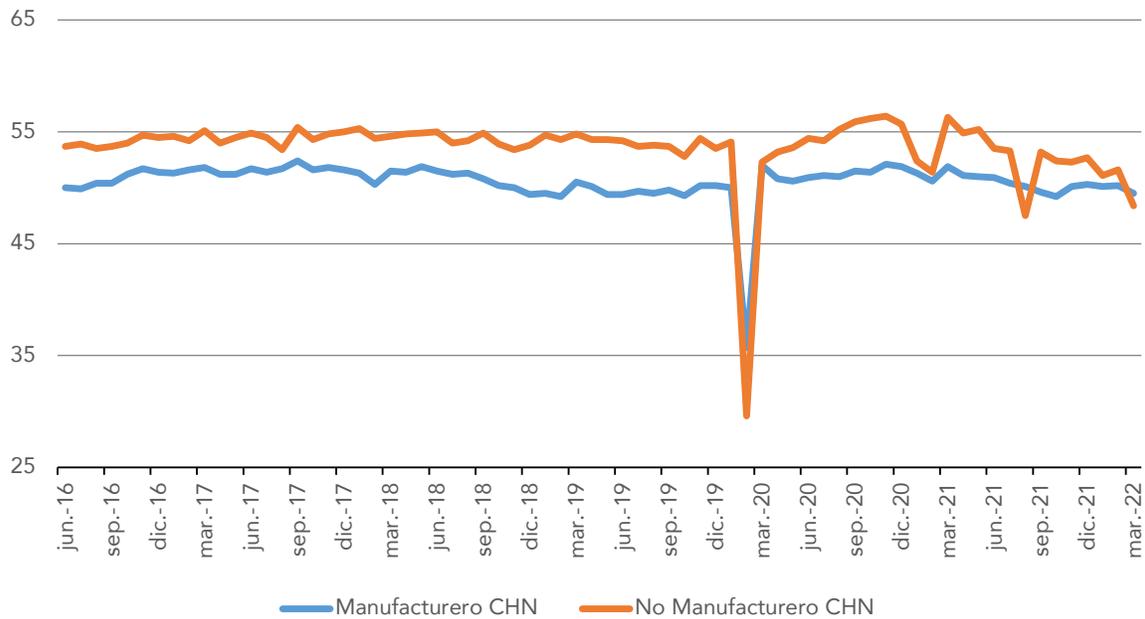
NOTA: Evaluación mediana de los participantes del FOMC (Federal Open Market Committee) sobre la política monetaria apropiada.  
FUENTE: FED.

GRÁFICO 6: Curva de rendimiento de Estados Unidos

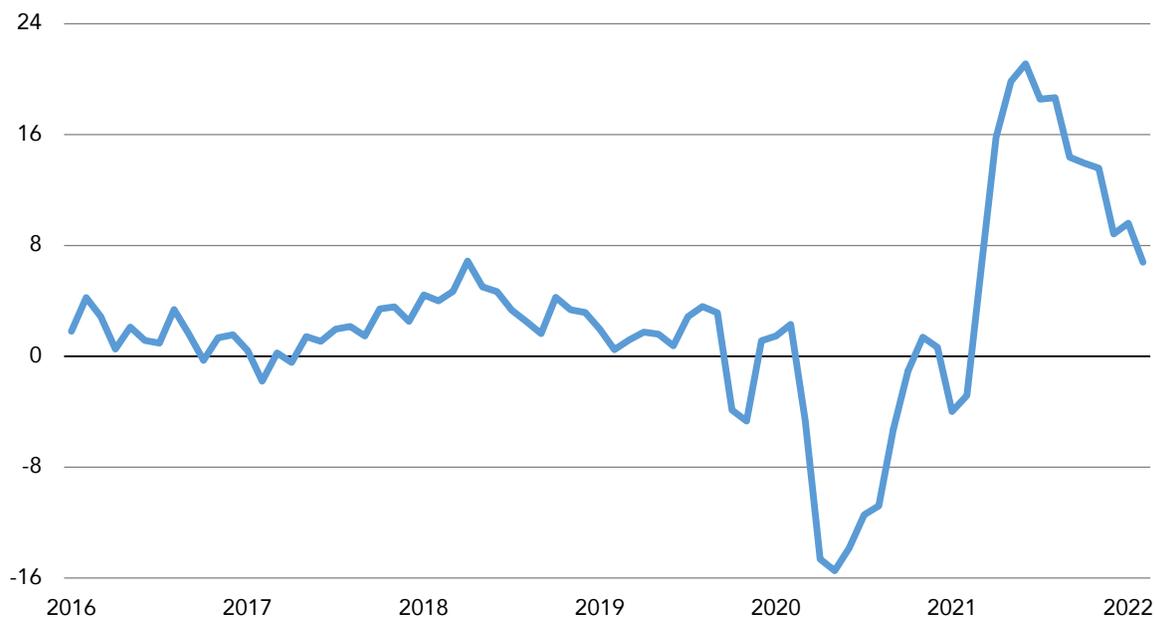


NOTA: Actualizado al 4 de abril.  
FUENTE: Reserva Federal.

GRÁFICO 7: Indicadores PMI China



FUENTE: Bloomberg, TradingEconomics.

**GRÁFICO 8:** Variación anual de la actividad mensual en Chile

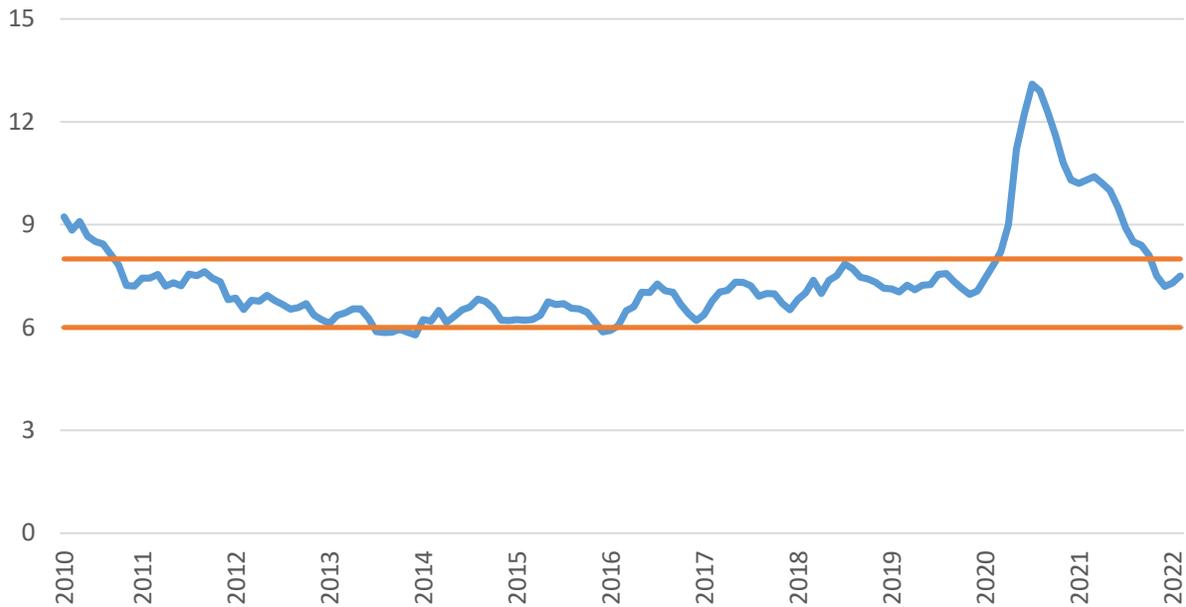
FUENTE: Banco Central de Chile.

**TABLA 1:** Gasto del producto (variación % anual)

Gasto del producto	2020	2021	2022*	2023*
Demanda Interna	-9.3	21.6	-1.2	-1.1
Consumo total	-7.2	18.2	-0.2	-0.8
Formación bruta de capital fijo	-9.3	17.6	-3.8	-0.2
Exportaciones de ByS	-1.0	-1.5	3.3	5.4
Importaciones de ByS	-12.7	31.3	-4.7	0.7
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>-6.0</b>	<b>11.7</b>	<b>1,0-2,0</b>	<b>-0.25 / 0.75</b>
Cuenta Corriente (% PIB)	-1.7	-6.6	-4.6	-3.5

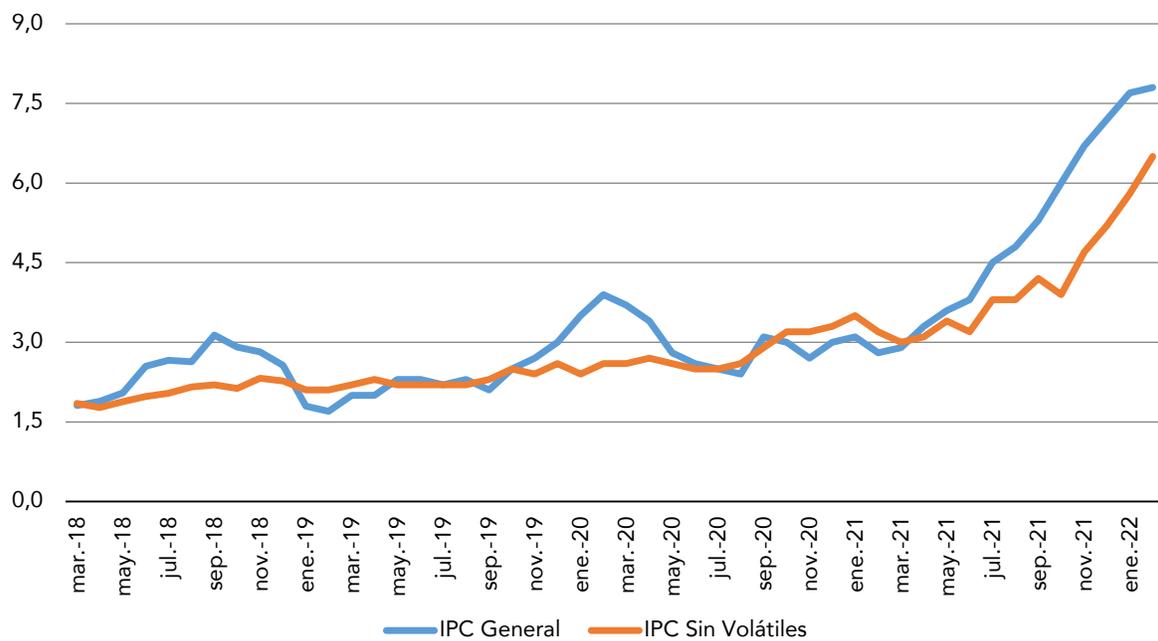
NOTA: \* Proyecciones IPoM. Fuente: Banco Central de Chile. IPoM, marzo 2022.

**GRÁFICO 9:** Tasa de desocupación en Chile



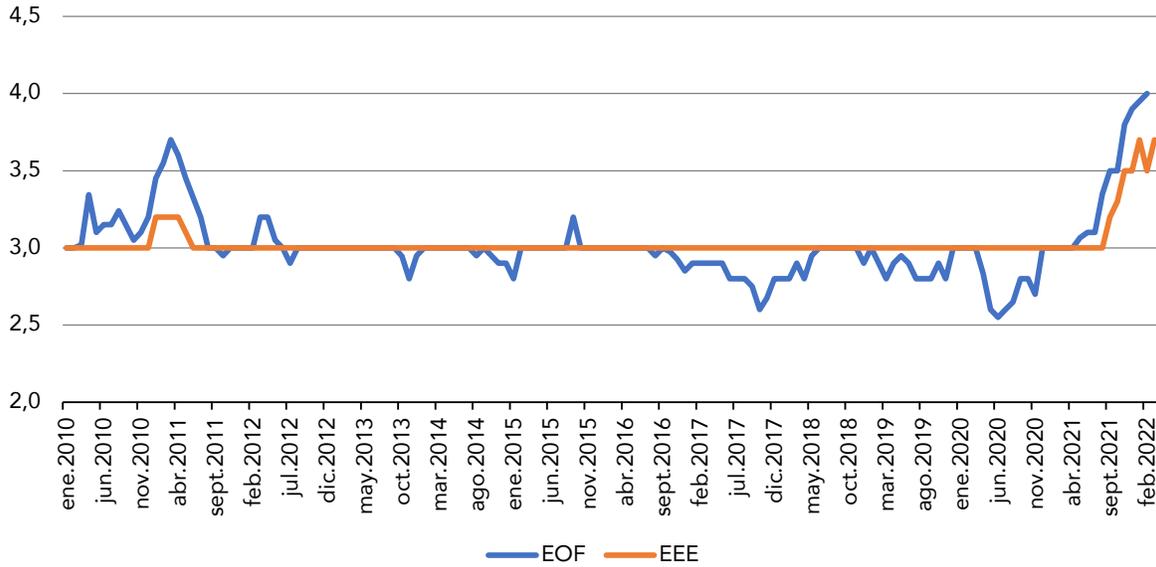
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

**GRÁFICO 10:** Inflación (variación % anual)



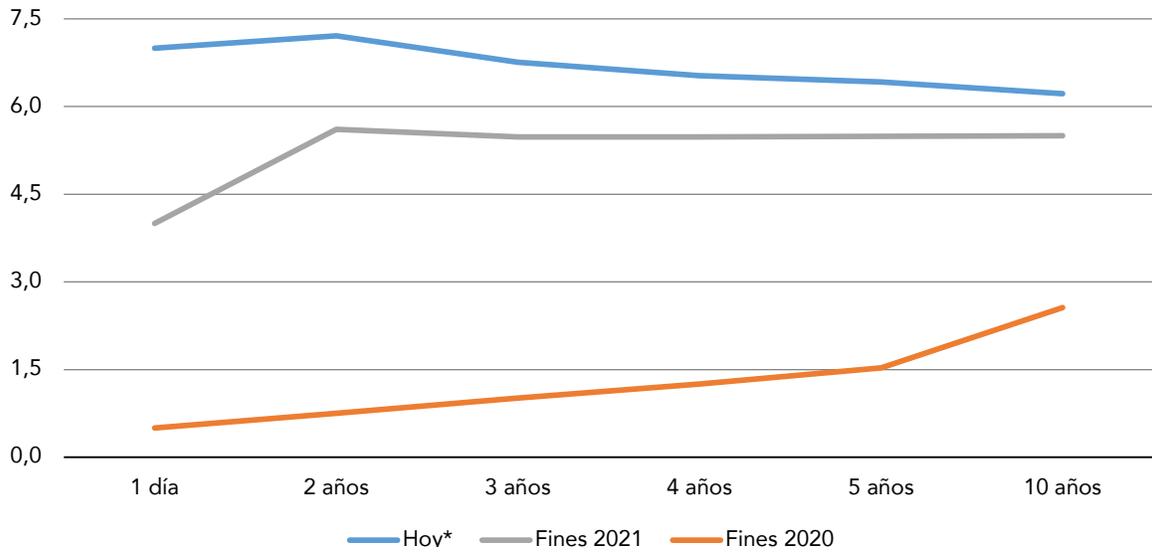
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

**GRÁFICO 11:** Expectativas de inflación (variación % anual)



NOTA: La EOF muestra la inflación del segundo año, mientras que la EEE muestra la inflación a dos años.  
 FUENTE: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO 12:** Curva de rendimiento en Chile (tasas en pesos)



NOTA: actualizado al 4 de abril.  
 FUENTE: Banco Central de Chile.



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS



Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP.

Director: Leonidas Montes L.  
Coordinador académico: Sebastián Izquierdo  
Diagramación: Pedro Sepúlveda V.



[VER EDICIONES ANTERIORES](#)

