



P.

puntos de referencia

CENTRO
DE ESTUDIOS
PÚBLICOS

EDICIÓN DIGITAL
N° 606, JUNIO 2022

ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS

Momento económico internacional y nacional

RODRIGO VERGARA



RESUMEN

- Las señales de desaceleración de la actividad económica mundial se han acentuado en los últimos meses. El bajo crecimiento de las principales economías en el primer trimestre, la guerra en Ucrania, la tendencia a la baja de los indicadores PMI y la corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento para 2022, son algunas de estas señales. Se abre así la interrogante respecto a si estamos *ad-portas* de una nueva recesión económica global.
- La inflación sigue al alza en el mundo. El incremento en los precios de productos básicos y los combustibles, debido a la guerra entre Ucrania y Rusia, profundizaron las presiones inflacionarias. En efecto, Estados Unidos, Reino Unido y Zona Euro exhiben variaciones en doce meses de sus respectivos índices de precios no vistos en décadas. En China y Japón, la inflación aún no ha alcanzado cifras elevadas, aunque se observa una tendencia al alza.
- Diversos Bancos Centrales han respondido a las presiones inflacionarias con una política monetaria más restrictiva. La Reserva Federal de Estados Unidos realizó el segundo aumento consecutivo en la tasa de política monetaria, mientras que el Banco de Inglaterra anunció su tercer incremento de tasa en el mes de mayo, la cual alcanzó su nivel más alto en trece años. El Banco Central Europeo anunció que comenzará su proceso de alza de tasa el próximo mes.
- A lo largo de 2022, los principales índices bursátiles del mundo exhiben una tendencia a la baja. Por el contrario, el IPSA ha experimentado una fuerte alza.
- La economía china también muestra una desaceleración de la actividad económica. El crecimiento del primer trimestre alcanzó un 4,8%. Para el segundo trimestre se espera que las políticas de cero Covid, entre otros factores, tengan un impacto en la actividad económica. A su vez, los indicadores PMI se mantienen en la zona contractiva.
- Las cifras de crecimiento de la actividad económica también muestran una tendencia a la baja en Chile. Atrás quedaron las notables tasas de crecimiento de dos dígitos registradas durante 2021 y se espera que en los siguientes meses el crecimiento sea aún menor, llegando incluso a valores menores a cero.
- La inflación es uno de los principales temas en la agenda económica chilena. En mayo, la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó la cifra más alta en 28 años.
- El Banco Central de Chile ha implementado una política monetaria contractiva para hacer frente al fenómeno inflacionario. El fuerte retiro de los estímulos monetarios contempla hasta ahora ocho aumentos de la tasa de política monetaria, la cual alcanzó un 9%. Con todo, las expectativas del mercado apuntan hacia futuros aumentos, aunque más moderados. Las proyecciones de mercado contemplan que la tasa alcance un valor máximo de 9,5-9,75%, para luego disminuir con el transcurso del tiempo.
- El escenario de desaceleración y recesión de la economía complejizan la conducción de la política monetaria en Chile. A esto se suma el desafío de mantener ancladas las expectativas de inflación a dos años, las cuales a la fecha están por encima de la meta inflacionaria.
- Las proyecciones de la Dirección de Presupuesto indican que el gasto fiscal disminuirá significativamente durante 2022. Ello se da en un escenario que, por otro lado, se presentan programas de fuerte incremento del gasto público. Junto a ello se anuncia una reforma tributaria que recaudaría alrededor de un 4% del PIB. Se prevén presiones fiscales fuertes hacia adelante.

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 07 de junio, con algunas actualizaciones.



INTRODUCCIÓN

La actividad económica mundial ha exhibido señales de desaceleración durante la primera mitad de este año. El bajo crecimiento de las principales economías del mundo durante el primer trimestre en relación a las proyecciones de crecimiento para 2022, los efectos económicos de la invasión de Rusia a Ucrania y la tendencia a la baja de los indicadores PMI de economías desarrolladas, dan cuenta de dicha desaceleración. En este contexto, algunas instituciones como el Banco Mundial han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento para este año. En su informe de junio, la entidad proyecta que la economía mundial crecerá un 2,9%, cifra notablemente menor al 4,1% que proyectó en su informe pasado (enero de 2022). Con todo, surge la interrogante respecto a si estamos *ad- portas* de una nueva recesión económica global.

Los mercados laborales de economías desarrolladas se mantienen estables a pesar de las señales mencionadas anteriormente. Las tasas de desempleo de estas economías alcanzaron los niveles pre-pandemia y en el caso de Estados Unidos, las cifras de empleo y participación laboral se recuperaron hasta alcanzar los niveles previos a la crisis sanitaria. Por otro lado, los principales índices bursátiles del mundo exhiben una tendencia a la baja.

[Algunas instituciones como el Banco Mundial han revisado a la baja las proyecciones de crecimiento para este año.](#)


La inflación sigue captando la atención de los expertos y se posiciona como el tema del momento en materia económica. Factores asociados a la guerra de Ucrania y Rusia, como el alza en los precios de los alimentos, los combustibles y otros productos básicos, se encuentran detrás de la profundización de las presiones inflacionarias en el mundo. Las cifras de variación en doce meses de los índices de precios de diversos países han alcanzado cifras históricas. En Estados Unidos, durante el mes de mayo, la inflación alcanzó su valor más alto desde diciembre de 1981. En el Reino Unido, la inflación de abril registró la cifra más alta de los últimos 40 años y en mayo la Zona Euro exhibió la mayor inflación desde su creación. Por el contrario, en Japón y China las presiones inflacionarias aún no representan un problema de gran envergadura, aunque exhiben una tendencia al alza.

Los Bancos Centrales de diversas economías han tomado cartas en el asunto para mitigar las crecientes presiones inflacionarias. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco de Inglaterra han

anunciado consecutivos aumentos en la tasa de política monetaria. Asimismo, la Fed ya inició el proceso de reducción de su balance. Por su parte, el Banco Central Europeo acaba de anunciar su primer aumento de la tasa de política monetaria para el próximo mes. El mercado anticipa que la autoridad monetaria europea incremente la tasa en 130 puntos base antes de que termine el año. A su vez, el Banco de Japón se ha desmarcado de potenciales aumentos de tasas. Por el contrario, la autoridad monetaria anunció que mantendrá inalterado el estímulo monetario.

Sumado a las políticas de contención de las presiones inflacionarias, los Bancos Centrales enfrentan el gran desafío de mantener las expectativas de inflación ancladas a las metas de inflación. En el caso de Estados Unidos, las expectativas a uno y tres años exhiben una tendencia al alza, y alcanzaron niveles significativamente por encima de la meta. El desafío de contener estas expectativas es particularmente complejo en un escenario de recesión.

La desaceleración también afecta a la economía China. Las expectativas del segundo trimestre apuntan a un menor crecimiento debido, entre otras cosas, a las profundas medidas de contención del Covid. Sumado a lo anterior, los indicadores PMI se mantienen en la zona contractiva.



Sumado a las políticas de contención de las presiones inflacionarias, los Bancos Centrales enfrentan el gran desafío de mantener las expectativas de inflación ancladas a las metas de inflación.

Tras un año histórico en materia de crecimiento, la economía chilena acentúa las señales de desaceleración observadas en el resto del mundo. Desde mediados de 2021, la variación en doce meses de Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) muestra una tendencia a la baja, aunque todavía elevada debido a las bajas bases de comparación. Para los próximos meses se espera que esta cifra siga bajando, incluso llegando a valores negativos. Esto debido a que la base de comparación ya no será tan favorable y a que no se tendrá el impulso de los retiros y de los estímulos fiscales y monetarios del año pasado.

En línea con lo observado en economías desarrolladas, la recuperación del mercado laboral chileno se ha consolidado y los indicadores de empleo se han mantenido estables durante los últimos meses. En particular, la tasa de desocupación alcanzó un 7,7% en abril, manteniéndose dentro de su rango histórico.

Las presiones inflacionarias corresponden a uno de los principales temas en la agenda económica nacional. En mayo, la inflación alcanzó un 11,5%, la cifra más alta en 28 años y las expectativas de los próximos meses anticipan aumentos adicionales en los índices de precios. Ante este escenario, el Banco

Central ha actuado con una política monetaria agresiva y desde julio del año pasado comenzó un intenso retiro de los estímulos monetarios. En efecto, desde ese mes la autoridad ha incrementado la tasa de interés en ocho oportunidades, la cual alcanzó un 9% en la última reunión de política monetaria. Con todo, las expectativas del mercado apuntan hacia nuevos incrementos de la tasa de interés, la cual podría alcanzar un valor máximo de 9,5-9,75%.

Las expectativas de inflación a dos años desancladas de la meta inflacionaria se suman a la lista de desafíos en materia de política monetaria. Esta problemática se complejiza aún más considerando la potencial recesión de la economía.

Finalmente, las cifras fiscales efectivas y las proyecciones realizadas por la Dirección de Presupuestos (DIPRES) apuntan hacia un menor gasto fiscal y una reducción importante en los déficits del gobierno y un techo a la deuda pública. No obstante, en las últimas semanas el gobierno ha anunciado políticas que involucran montos significativos de recursos. En este marco, es importante ser más precisos en dichos gastos y cómo se compatibilizan con la senda de consolidación fiscal anunciada.



SITUACIÓN INTERNACIONAL

Durante la primera mitad de 2022 se han consolidado fuertes señales respecto a una desaceleración de la actividad económica. En su último informe, el Banco Mundial ajustó a la baja las proyecciones de crecimiento para 2022 y 2023. En detalle, la entidad disminuyó la estimación para el crecimiento mundial de este año pasando de un 4,1% (proyección de enero) a un 2,9%, el cual está liderado principalmente por un menor crecimiento esperado de economías desarrolladas. Entre los factores que están detrás de la corrección a la baja se encuentra la invasión de Rusia a Ucrania y sus efectos sobre diversos mercados y cadenas de suministro.

Las cifras de crecimiento del primer trimestre de las principales economías del mundo anticipan una corrección a la baja en las proyecciones de crecimiento de este año. En efecto, Estados Unidos, Japón y Francia presentan tasas de crecimiento negativas.

La evolución de los indicadores PMI de economías desarrolladas de los sectores manufactureros y servicios ponen en perspectiva la desaceleración de la actividad económica. Los sectores manufactureros de Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido muestran una tendencia a la baja. Por su parte, el indicador PMI manufacturero de Japón exhibe una estabilización luego de una marcada tendencia al alza observada durante 2021 (ver Gráfico 1). Estas tendencias también se observan en los sectores servicios de economías desarrolladas, con una excepción en Japón, cuyo indicador PMI mantiene una


tendencia al alza. Con todo, es importante remarcar que, para todas estas economías, los indicadores PMI se mantienen en la zona expansiva (valores mayores a 50).

A pesar de la desaceleración de la actividad económica, los mercados laborales de economías desarrolladas se muestran estables. Luego de los importantes efectos de la pandemia, las tasas de desempleo han alcanzado los niveles previos a ella (ver Gráfico 2). Destaca la rápida recuperación de Estados Unidos, cuyos niveles de empleo y participación en la fuerza de trabajo virtualmente alcanzaron los niveles pre-pandemia, dejando atrás las cifras de los meses más álgidos de la crisis sanitaria.

Por otro lado, los principales índices bursátiles del mundo exhiben una tendencia a la baja durante 2022. No obstante, el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) se escapa de la tendencia observada en los índices bursátiles de países desarrollados y muestra una trayectoria al alza (ver Gráfico 3).

Las presiones inflacionarias observadas desde mediados del año pasado han acaparado la atención de los analistas y actualmente la inflación se posiciona como una de las mayores preocupaciones en materia económica. Los factores externos como la Guerra en Ucrania, los problemas en las cadenas de suministro, el incremento en los precios del petróleo y los alimentos profundizan la preocupación de los expertos.

Durante los últimos meses las cifras de la variación en doce meses de los índices de precios de las principales economías desarrolladas han alcanzado valores históricos. En Estados Unidos, la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un 8,6% en el mes de mayo. Estas cifras de inflación son las más altas en cuarenta años (ver Gráfico 4). En el Reino Unido, la inflación de abril asciende a un 9%, la más alta en los últimos cuarenta años. A su vez, la Zona Euro registró una inflación de 8,1% en el mes de mayo, la cifra más alta desde su creación (ver Gráfico 5).



Las presiones inflacionarias observadas desde mediados del año pasado han acaparado la atención de los analistas y actualmente la inflación se posiciona como una de las mayores preocupaciones en materia económica.

En unas pocas economías la inflación aún no se consolida como un problema de gran envergadura. En particular, la variación en doce meses de los IPC de China y Japón, alcanzaron un 2,1% y 2,5% durante los meses de mayo y abril, respectivamente. A pesar de lo anterior, se observan tendencias al alza en las presiones inflacionarias, las cuales deben ser monitoreadas en los próximos meses.

Ante las crecientes cifras de inflación, los bancos centrales de diversos países han comenzado a aplicar medidas asociadas a una conducción de política monetaria más contractiva. En particular, la Reserva

Federal de los Estados Unidos (Fed) ha realizado dos incrementos de la tasa de política monetaria. En marzo, la autoridad decidió aumentar la tasa en 25 puntos base, mientras que en mayo la tasa aumentó en 50 puntos base, el mayor desde 2000. Adicionalmente, el mercado espera que en las próximas dos reuniones de la Reserva Federal se materialicen dos aumentos de 50 puntos base cada uno y que eventualmente la alza de tasas se prolongará más hacia adelante. En esa misma línea, a principios de junio la Fed comenzó una reducción de su balance general de US\$8,9 billones, agregando así a la política monetaria más contractiva.

En mayo el Banco de Inglaterra anunció su tercer aumento consecutivo de tasa de interés, la cual ascendió a 1%, su nivel más alto en trece años. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) anunció recientemente incrementos futuros en la tasa de política monetaria. El mercado proyecta que el ente aumentará la tasa de interés en al menos 130 puntos base antes de que termine el año. Por el contrario, el Banco de Japón anunció que no cambiará el estímulo monetario.

Relacionado con lo anterior, es también de particular preocupación para los Bancos Centrales el incremento de las expectativas de inflación. En Estados Unidos, las expectativas a uno y tres años exhiben una tendencia al alza y en el mes de mayo alcanzaron los niveles de 6,6% y 3,9%, respectivamente (ver Gráfico 6). Es importante tener en cuenta que expectativas de inflación desancladas de la meta inflacionaria desafían la conducción de la política monetaria, sobre todo en un contexto en donde la economía se desacelera y podría entrar en recesión.

La economía china también muestra una desaceleración de la actividad económica. El crecimiento del primer trimestre alcanzó un 4,8%. Para el segundo trimestre se espera que las políticas de cero Covid, entre otros factores, tengan un impacto en la actividad económica. Adicionalmente, durante el mes de mayo, los indicadores PMI de los sectores manufacturero y no manufacturero se ubican en la zona contractiva (menor a 50), lo cual potencia las señales de desaceleración (ver Gráfico 7).




SITUACIÓN NACIONAL

A pesar de las positivas cifras de actividad, la economía chilena muestra señales claras de desaceleración. La variación en doce meses del Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) alcanzó un 6,9% durante el mes de abril, bastante lejos de las cifras de dos dígitos observadas durante el año pasado. En efecto, desde junio de 2021, la variación en doce meses del IMACEC exhibe una tendencia a la baja (ver Gráfico 8). Adicionalmente, durante el primer trimestre de 2022, la economía chilena registró un crecimiento menor al esperado por el mercado. En términos desestacionalizados registró una caída con relación al trimestre previo.

Es esperable que las cifras de actividad en doce meses de los próximos meses mantengan la tendencia a la baja. Las elevadas bases de comparación del segundo semestre del año pasado, sumado al retiro de los estímulos fiscales y monetarios, y a un escenario externo menos auspicioso, hacen perfectamente plausible un escenario de recesión durante la segunda mitad de 2022.

Las cifras desestacionalizadas del IMACEC del sector comercio, uno de los principales motores detrás de las positivas cifras de crecimiento del año pasado, ponen en perspectiva las elevadas bases de comparación. En detalle, los primeros cuatro meses de 2022 se encuentran por encima de los niveles observados en los primeros cuatro meses del año pasado. No obstante, el sector comercio se aceleró de manera notable desde mayo de 2021 y es poco probable que observemos esos niveles de actividad en los próximos meses de este año (ver Gráfico 9). Con todo, las proyecciones del Banco Central de Chile estipulan un crecimiento entre 1% y 2% para 2022.



Las elevadas bases de comparación del segundo semestre del año pasado, sumado al retiro de los estímulos fiscales y monetarios, y a un escenario externo menos auspicioso, hacen perfectamente plausible un escenario de recesión durante la segunda mitad de 2022.

En materia laboral, el mercado del trabajo chileno continua su senda de recuperación. En el mes de abril la tasa de desocupación alcanzó un 7,7% (ver Gráfico 10), manteniéndose en el rango histórico observado en la década pasada (6-8%). A pesar de lo anterior, cabe mencionar que las cifras desestacionalizadas de empleo indican que aún quedan por recuperar cerca de 160 mil empleos y que 207 mil personas se incorporen a la fuerza de trabajo para volver a los niveles previos a la pandemia (febrero de 2020). Ello no considera el crecimiento natural de ambas variables en estos dos años.

Chile no se ha mantenido al margen de las presiones inflacionarias observadas en economías avanzadas. La variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un 11,5% durante el mes de mayo, la cifra más alta en 28 años. De igual manera, la variación en doce meses del IPC sin volátiles registró su valor más alto en 26 años (9,0%) (ver Gráfico 11). Para los meses de junio y julio, las expectativas de inflación que asigna el mercado tampoco son muy alentadoras.

A modo de cumplir con el objetivo de velar por la estabilidad de la moneda, el Banco Central comenzó un intenso retiro de los estímulos monetarios desde julio del año pasado. En efecto, desde ese mes hasta la fecha, el Banco Central ha realizado ocho incrementos consecutivos de la tasa de política monetaria, la cual aumentó desde un 0,5% a un 9,0%. Con todo, las expectativas del mercado apuntan

a que la tasa de política monetaria seguirá subiendo, pero en formas más moderada. Según indican algunas estimaciones podría alcanzar un valor máximo entre 9,5-9,75% y posteriormente disminuir paulatinamente (ver Gráfico 12).

Un contexto marcado por presiones inflacionarias y un inminente período de desaceleración de la actividad económica implican un gran desafío para la autoridad monetaria. Esto se debe a que los potenciales aumentos de la tasa de política monetaria tienen efectos negativos en el producto, los cuales intensifican la desaceleración de la actividad. Por otra parte, preocupa el desanclaje de las expectativas de inflación a dos años. En detalle, desde mediados del año pasado dichas expectativas presentan una tendencia al alza y a la fecha permanecen por encima de la meta inflacionaria del Banco Central (ver Gráfico 13).

En relación a lo anterior, se observa una reversión en la pendiente de la curva de rendimiento de Chile. En otras palabras, las tasas de interés de plazos más largos son menores a sus homólogas de corto plazo (ver Gráfico 14). Esto va en línea con la conjetura que el mercado espera aumentos en la tasa de política monetaria en el corto plazo, con disminuciones que se materializarían más adelante. Adicionalmente, cabe mencionar que la historia económica de Estados Unidos muestra 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. Aunque una curva de rendimiento con pendiente negativa no es un predictor infalible de una posible recesión, es importante tener en cuenta esta posible señal.

Por otro lado, en las últimas semanas se han anunciado importantes reformas en materia económica por parte del gobierno. Entre ellas destacan el proyecto de reforma tributaria que será presentado a fines de junio y la reforma previsional, cuyos detalles serán conocidos en el mes de agosto.

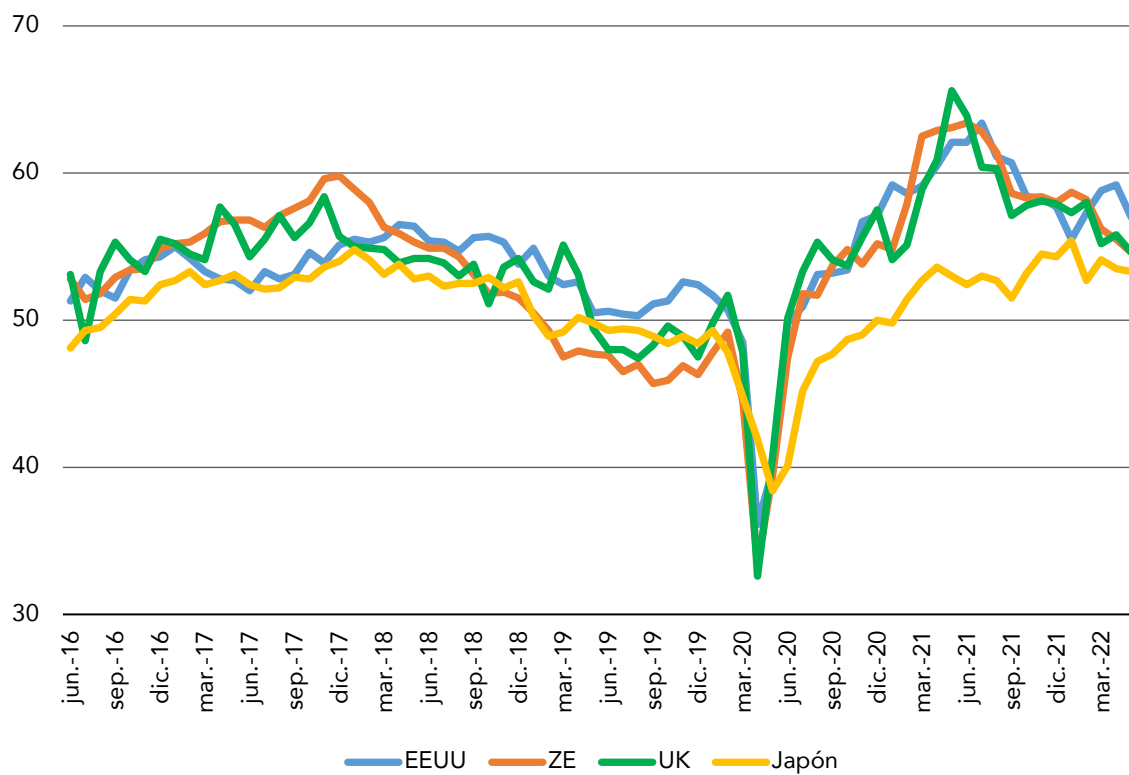
Finalmente, en materia fiscal, las cifras efectivas del primer trimestre indican que los ingresos crecieron cerca de un 18% en doce meses, mientras que los gastos disminuyeron en un 4%. A su vez, las proyecciones del último Informe de Finanzas Públicas (IFP) apuntan hacia una disminución de los ingresos y gastos fiscales (de 8,2% y 25,2%, respectivamente) durante 2022. Además, las proyecciones consideran una moderación del crecimiento de la deuda pública y una reducción significativa del déficit fiscal. No obstante, en el último tiempo el gobierno ha realizado anuncios de política que involucran montos significativos de dinero de gasto fiscal, (MEPCO, salario mínimo, condonación del CAE, PGU de 250 mil pesos, entre otros). En este marco, es importante ser más precisos en dichos gastos y cómo se compatibilizan con la senda de consolidación fiscal anunciada.

En este marco, es importante ser más precisos en dichos gastos y cómo se compatibilizan con la senda de consolidación fiscal anunciada.

IV.

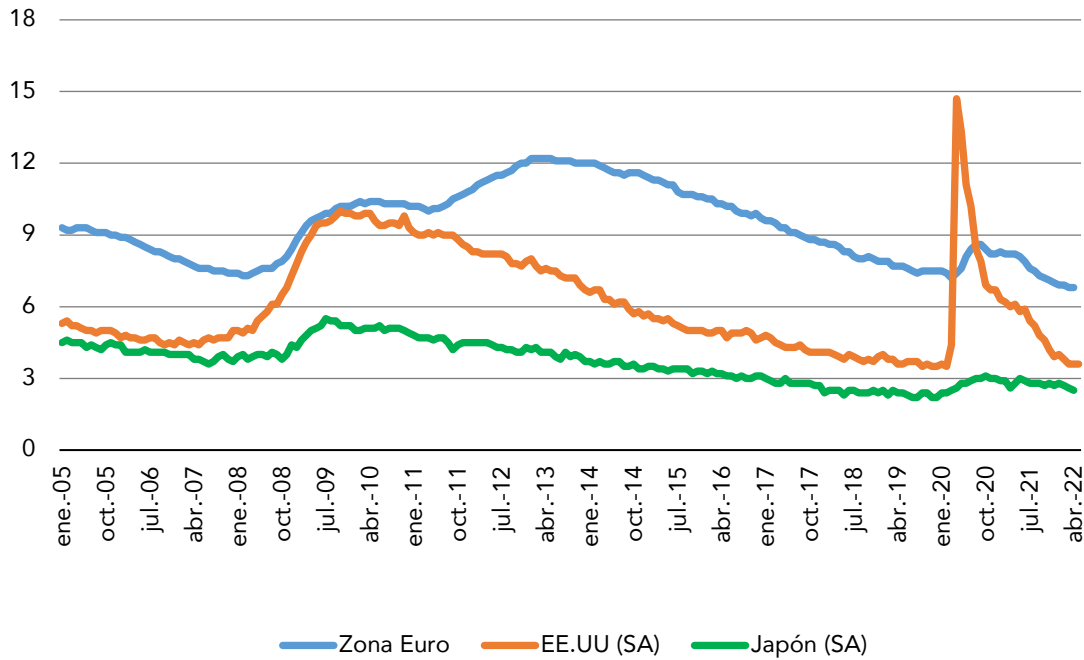
GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Indicador PMI manufacturas países desarrollados



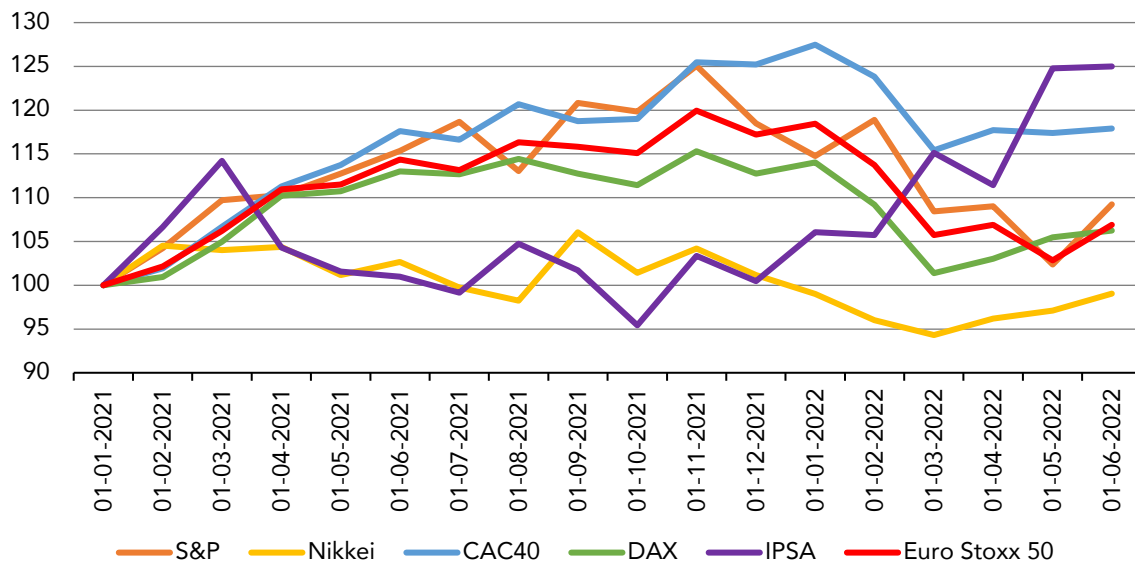
FUENTE: Bloomberg, MarkitEconomics.

GRÁFICO 2: Tasa de desocupación países desarrollados



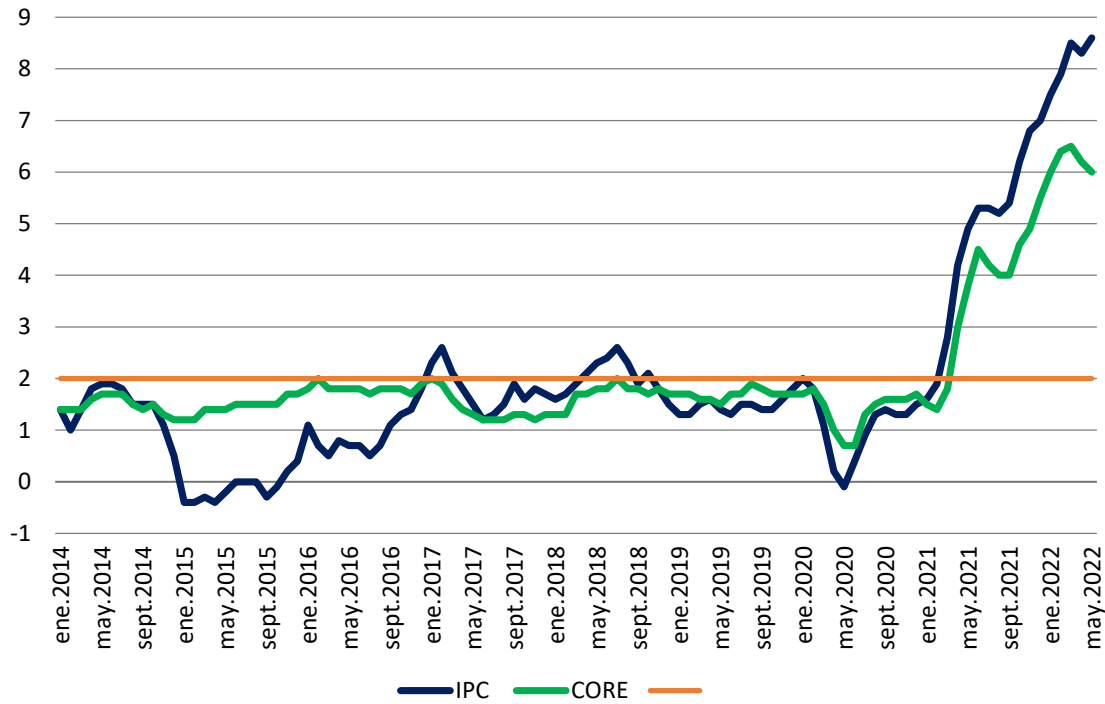
FUENTE: Eurostat, Statistics Bureau of Japan, Bureau of Labor Statistics of US.

GRÁFICO 3: Evolución de bolsas



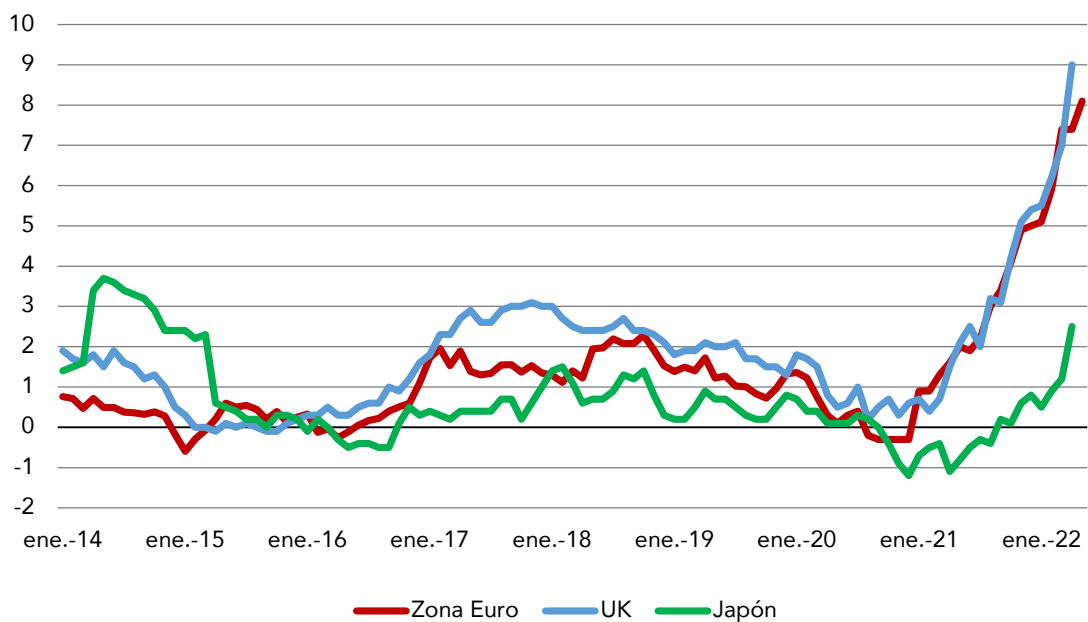
NOTA: Valor 100 corresponde a enero de 2021. Actualizado al 06 de junio de 2022.
FUENTE: Bloomberg, Banco Santander.

GRÁFICO 4: Inflación en EEUU (variación % anual del IPC)



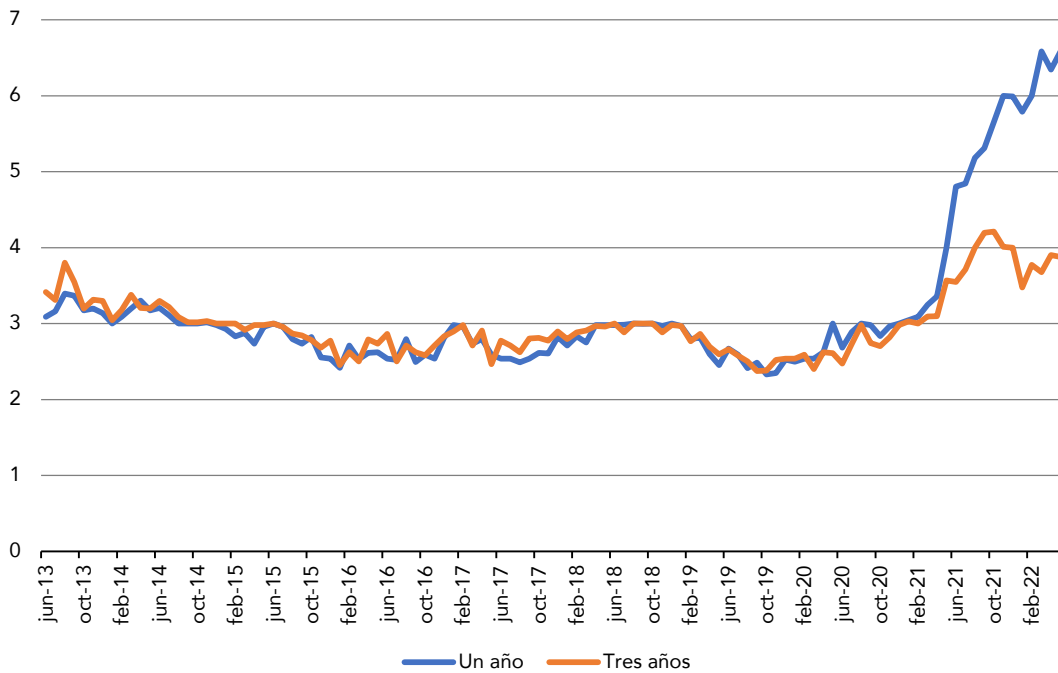
FUENTE: Banco Central de Chile, Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO 5: Inflación en Zona Euro, Reino Unido y Japón (variación % anual del IPC)



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

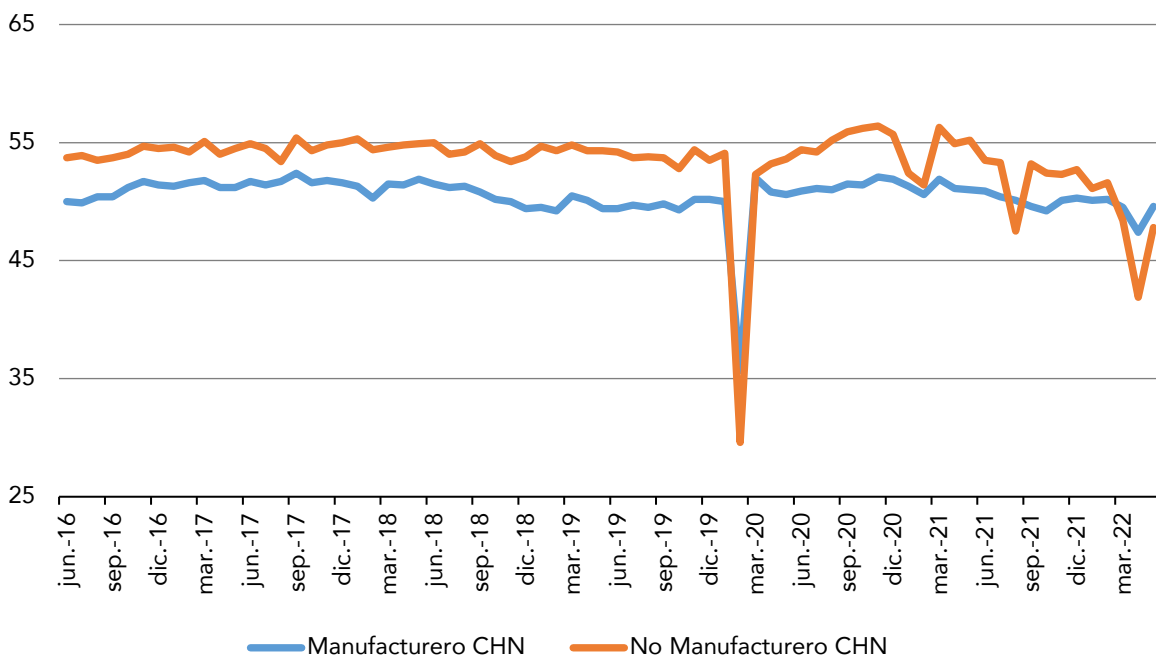
GRÁFICO 6: Expectativas de inflación de Estados Unidos



NOTA: Valores de la mediana de la encuesta.

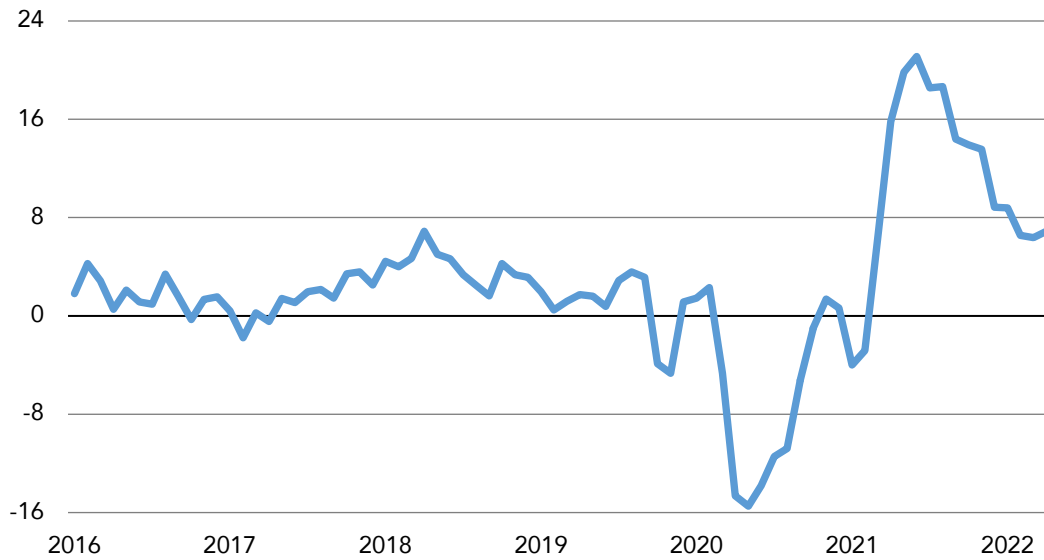
FUENTE: Federal Reserve Bank of New York. Survey of Consumer Expectations.

GRÁFICO 7: Indicadores PMI China



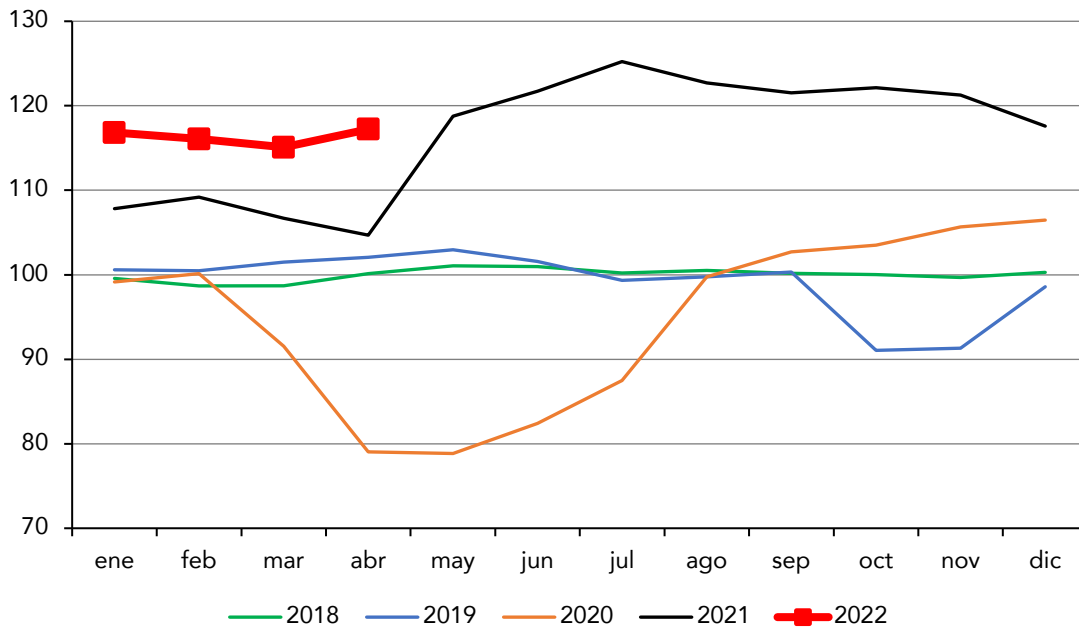
FUENTE: Bloomberg, TradingEconomics.

GRÁFICO 8: Variación anual de la actividad mensual Chile



FUENTE: Banco Central de Chile.

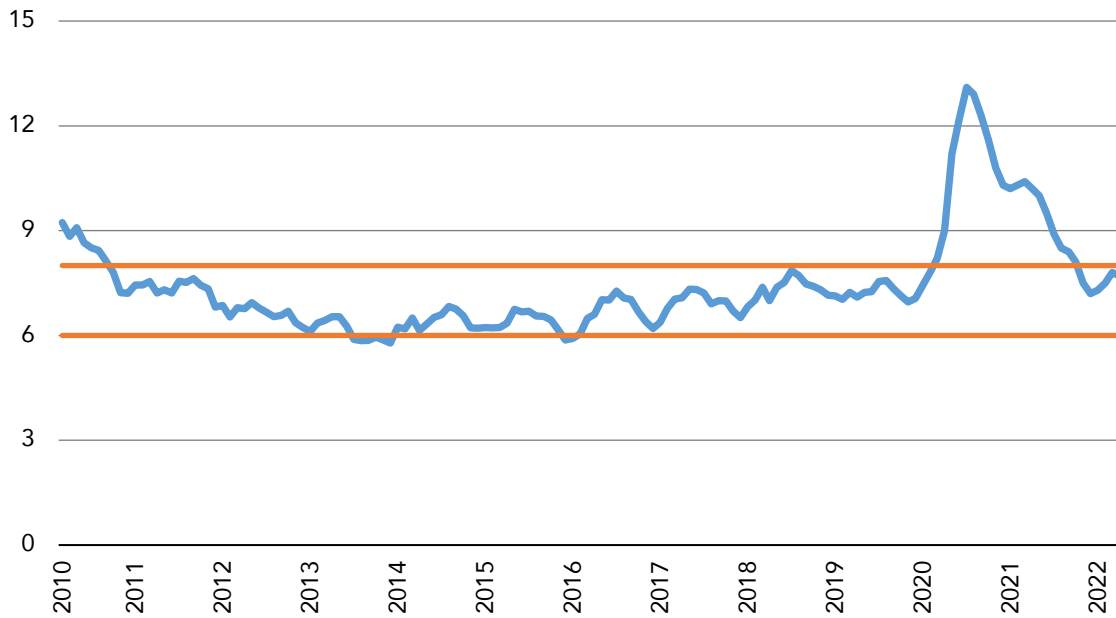
GRÁFICO 9: IMACEC Comercio



NOTA: Cifras desestacionalizadas.

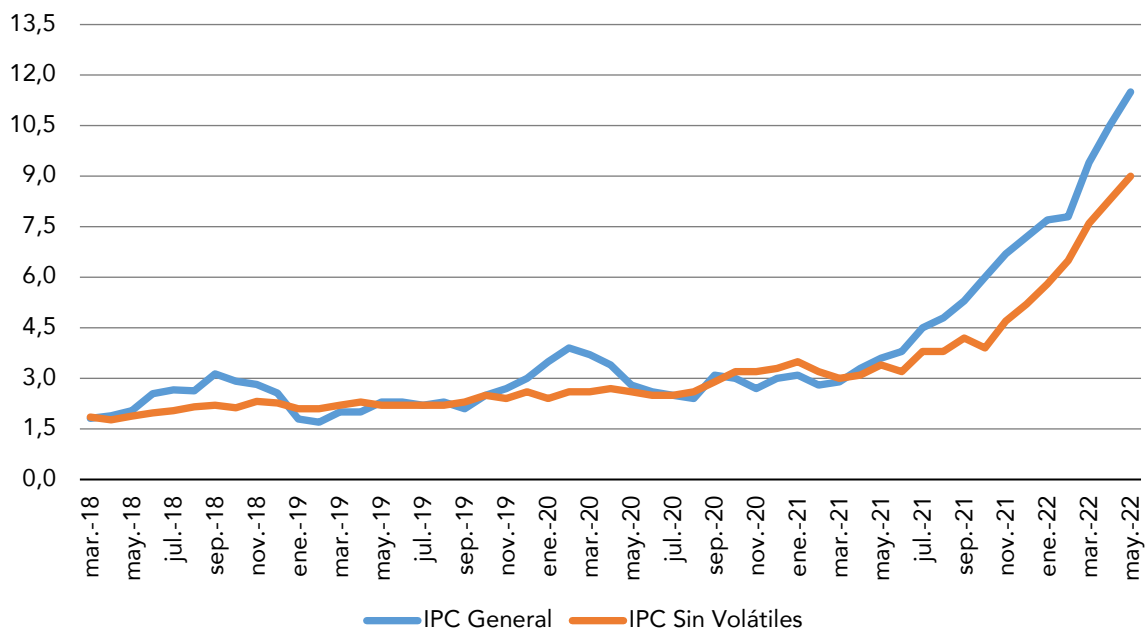
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 10: Tasa de desocupación en Chile



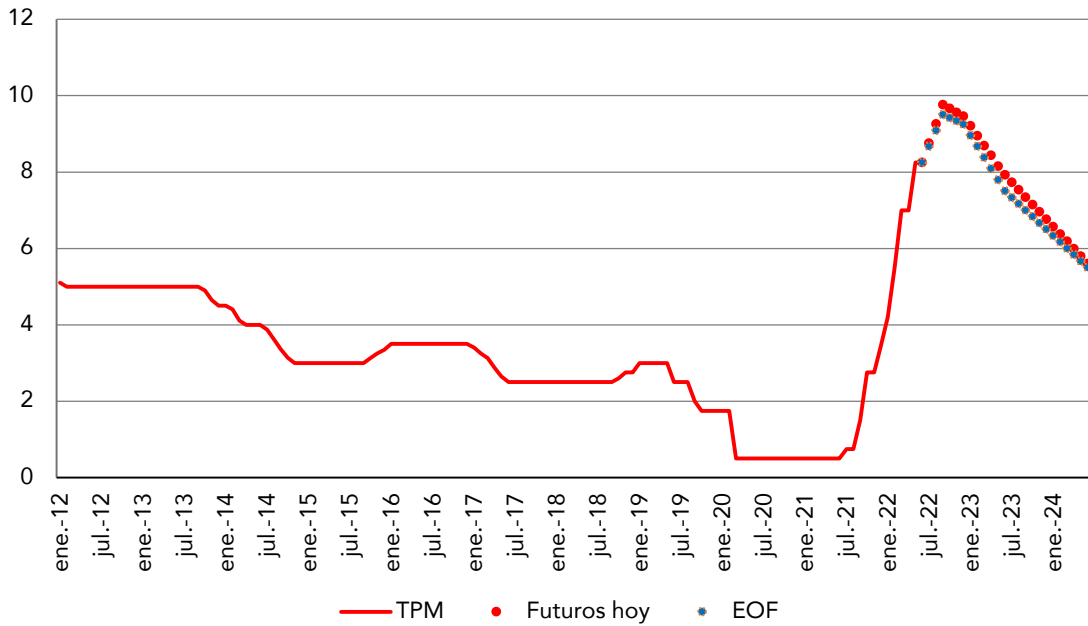
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

GRÁFICO 11: Inflación (variación % anual)



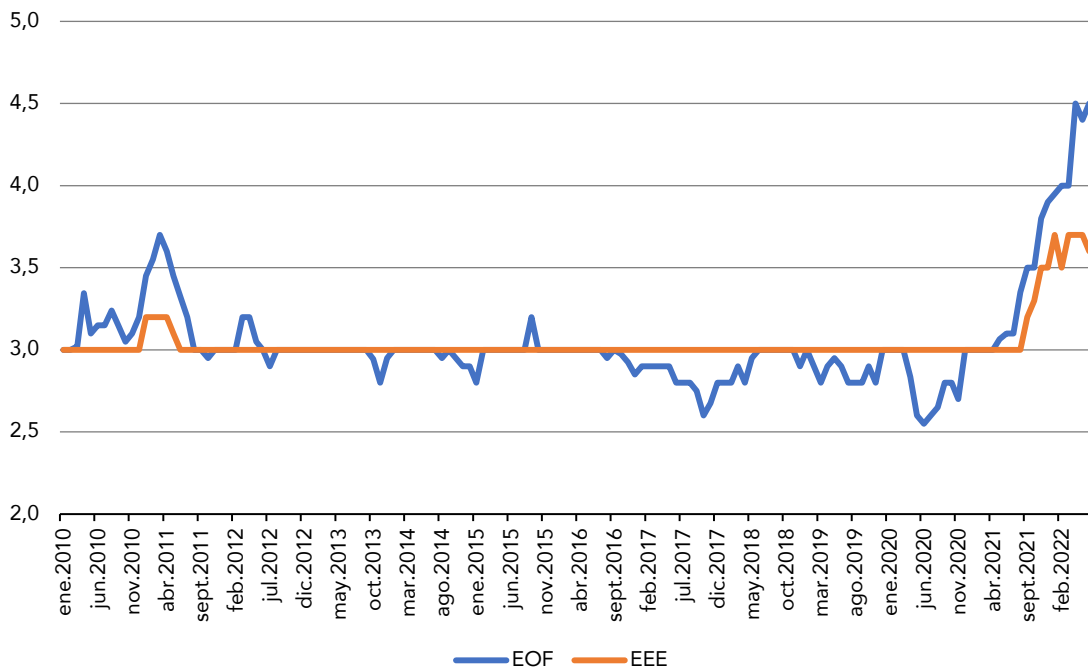
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

GRÁFICO 12: Expectativas de la tasa de política monetaria (Chile)



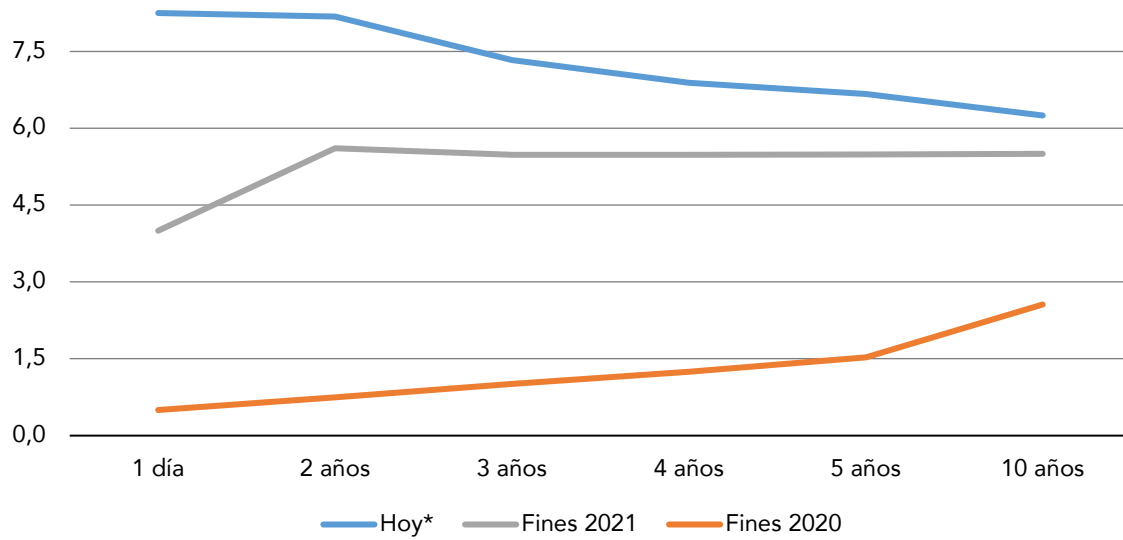
FUENTE: Banco Central de Chile, Bloomberg, Santander.

GRÁFICO 13: 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 14: Curva de rendimiento en Chile (tasas en pesos)



NOTA: actualizado al 03 de junio.
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](#)

