

P.

puntos de referencia

CENTRO  
DE ESTUDIOS  
PÚBLICOS

EDICIÓN DIGITAL  
N° 640, ENERO 2023

ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS

# Momento económico internacional y nacional

RODRIGO VERGARA



# RESUMEN

- Durante 2022, la actividad económica mundial se caracterizó por una sostenida desaceleración. Las proyecciones indican que esa desaceleración se mantendrá en la primera parte de 2023 y luego la actividad global empezará a repuntar.
- La variación en doce meses de los índices de precios de las principales economías del mundo ha bajado o al menos se han mantenido. Destaca el caso de Estados Unidos, en donde la inflación se ha reducido de manera significativa, pasando de un 9,0% en junio a un 6,4% en diciembre de 2022. Para Reino Unido y la Zona Euro, dicha tendencia a la baja recién comienza. Con todo, las tasas de inflación aún se mantienen muy por encima de las respectivas metas inflacionarias.
- En el mes de noviembre, Japón alcanzó la cifra de inflación más alta desde hace 31 años (3,8%). Por otro lado, en China la inflación se mantiene baja (1,8%).
- Los bancos centrales más importantes del mundo continúan sus procesos de reducción del estímulo monetario. Tanto la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) anunciaron nuevos incrementos de tasas en sus últimas reuniones. Durante 2023, el mercado espera aumentos adicionales de tasas de interés por parte de ambas entidades.
- Las cifras de crecimiento del cuarto trimestre de China (2,9%) superaron las expectativas del mercado (1,8%). A pesar de lo anterior, el gigante asiático alcanzó un crecimiento de 3,0% en 2022, la segunda menor tasa registrada alrededor de 50 años.
- Si bien se hicieron esperar, la actividad económica chilena presenta cifras de crecimiento negativas. En efecto, la variación en doce meses del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) registra valores negativos durante tres meses consecutivos desde septiembre de 2022. Las proyecciones de crecimiento apuntan a que la contracción de la actividad se extenderá en la primera parte de 2023.
- Por su parte, la tendencia a la baja del crecimiento del PIB tendencial de Chile y sus nuevas proyecciones para el futuro encienden alertas respecto al crecimiento de largo plazo del país.
- En línea con las tendencias de Estados Unidos, en Chile la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y las expectativas de inflación a dos años presentan una tendencia a la baja. Se espera que la evolución del tipo de cambio y el precio del petróleo se traduzcan en un mayor retroceso de las presiones inflacionarias en Chile.
- Tras un intenso proceso de incremento de tasas de interés por parte del Banco Central de Chile, surge la pregunta respecto al momento óptimo del inicio de la normalización de la política monetaria. Una demora excesiva en empezar el proceso de baja de la TPM se traduciría en un sobreajuste de la actividad económica. Las elevadas tasas de interés reales de corto plazo que tiene Chile, la caída en la actividad económica y el gasto de los últimos meses y la baja en las expectativas de inflación a mediano plazo, sugieren que dicho momento está muy próximo. Hasta ahora el principal riesgo ha sido que la elevada inflación se prolongue. Con los últimos antecedentes el riesgo de llegar tarde al momento óptimo de relajamiento monetario se ha incrementado.

**RODRIGO VERGARA M.** 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 17 de enero, con algunas actualizaciones.



## INTRODUCCIÓN

La actividad económica mundial se ha caracterizado por una fuerte desaceleración durante 2022. En su último informe el Banco Mundial (enero de 2023) estima que la economía mundial crecerá a una tasa de 2,9%, muy por debajo del 5,9% registrado en 2021. La desaceleración de la actividad se evidenció con el transcurso del año 2022, en donde las tasas de crecimiento proyectadas para las principales economías del mundo se ajustaron a la baja en múltiples oportunidades y los indicadores PMI de los sectores servicios y manufacturas de economías desarrolladas experimentaron una sostenida tendencia decreciente, los cuales a la fecha se ubican en la zona contractiva.

Si bien las proyecciones de crecimiento para 2023 son aún más bajas que las de 2022 (el Banco Mundial proyecta un crecimiento de 1,7% para el mundo), las expectativas de los expertos y los datos recientes apuntan hacia una moderación en la caída de la actividad económica mundial. Altos directivos del FMI, por ejemplo, sostienen que las proyecciones para 2023 dejarán de bajar e incluso pueden aumentar junto con las de 2024.

En economías desarrolladas las tasas de desempleo se mantienen estables y a niveles iguales o inferiores a los observados en el período previo a la pandemia. Por ejemplo, en Estados Unidos la tasa de desempleo de diciembre alcanzó un 3,5%, el mismo nivel observado en febrero de 2020, antes del inicio de la crisis sanitaria. No obstante, es importante tener en cuenta que otros indicadores del mercado del trabajo no se han recuperado completamente. En Estados Unidos, aún es necesario recuperar entre 2 y 3 millones de empleos y que un número similar de gente se incorporen a la fuerza laboral, para alcanzar los niveles tendenciales de ocupación y participación que había previo a la pandemia.

En materia de precios, las tasas de inflación de las principales economías empiezan a mostrar señales de retroceso. Destaca el caso de Estados Unidos, en donde la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un máximo de 9,0% en junio de 2022, y luego descendió paulatinamente hasta registrar un 6,4% en el mes de diciembre. Por su parte, Reino Unido y la Zona Euro presentan los primeros indicios de una tendencia a la baja en sus respectivas tasas de inflación. Si bien aún es temprano para extraer una conclusión firme respecto al retroceso de las presiones inflacionarias, la reversión a la tendencia representa una buena señal para las economías.

En Estados Unidos, la reversión a la tendencia de la variación en doce meses del IPC se replica en las expectativas de inflación a un año. En detalle, luego de alcanzar su nivel máximo en junio de 2022 (6,8%), la inflación esperada a un año exhibe una tendencia a la baja hasta alcanzar un 5,0% en el mes de diciembre. Por otro lado, en ese mismo mes, las expectativas de inflación a tres y cinco años (3,0% y 2,4%) se acercan a la meta inflacionaria de la Reserva Federal (2%).

En contraste, la variación en doce meses del IPC de Japón mantiene una tendencia al alza y durante el mes de noviembre alcanzó un 3,8%, valor no observado desde hace 31 años.

Respecto a la conducción de política monetaria, los principales bancos centrales del mundo han extendido sus procesos de alza de tasas de interés. En sus respectivas reuniones del mes de diciembre, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) anunciaron nuevos aumentos de tasas de interés, ambos de 50 puntos base. Con ello, la primera entidad acumula su séptimo incremento de tasa, mientras que la segunda anota su cuarto aumento consecutivo. Con todo, el mercado espera que los procesos de subida de tasas de interés de ambas autoridades monetarias continúen, al menos para la primera parte de 2023.

Por otro lado, la economía china sorprendió al mercado con el crecimiento del último trimestre de 2022 (2,9%), superior al esperado (1,8%). Con ello, el crecimiento de 2022 de China alcanzó el 3,0%. Si bien esta tasa también superó a las proyecciones del mercado, se posiciona como el segundo peor desempeño económico de China en alrededor de 50 años. A su vez, y en contraposición a lo observado en el resto del mundo, las presiones inflacionarias no representan un problema de gran envergadura para el gigante asiático.

La actividad económica en Chile exhibió una senda de crecimiento durante 2022 que superó las proyecciones realizadas a principios de año. No obstante, desde el mes de septiembre de 2022, la variación en doce meses del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) comenzó a registrar valores negativos, consolidando el proceso de desaceleración económica que se observó en buena parte del año. En noviembre, el IMACEC alcanzó contracción en doce meses de 2,5%, mientras que el IMACEC desestacionalizado registró una tasa de crecimiento mensual de -0,8%.

Durante 2023, las proyecciones de crecimiento para Chile indican que la desaceleración de la actividad económica se prolongue en gran parte del año. En efecto, el Banco Central estima que la economía chilena experimentará una contracción que oscilará entre 0,75% y 1,75%.

En línea con lo observado en otras regiones del mundo, en Chile la evolución de la variación en doce meses del IPC muestra una reversión de tendencia. Luego de alcanzar un nivel máximo de 14,1% en el mes de agosto, la variación anual del IPC cerró el año con un 12,8%. De igual manera, las expectativas de inflación a dos años (horizonte de política monetaria del Banco Central) exhibe una trayectoria decreciente y, en enero de 2023 se ubica en 3,3%, acercándose a la meta de inflación de la autoridad monetaria.

Hasta ahora el principal riesgo ha sido que la elevada inflación se prolongue. Con los últimos antecedentes el riesgo de llegar tarde al momento óptimo de relajamiento monetario se ha incrementado.

Tras un intenso proceso de incremento de tasas de interés por parte del Banco Central de Chile, surge la pregunta respecto al momento óptimo del inicio de la normalización de la política monetaria.

Una demora excesiva en empezar el proceso de baja de la TPM se traduciría en un sobreajuste de la actividad económica. Las elevadas tasas de interés reales de corto plazo que tiene Chile, la caída en la actividad económica y el gasto de los últimos meses y la baja en las expectativas de inflación a mediano plazo, sugieren que dicho momento está muy próximo. Hasta ahora el principal riesgo ha sido que la elevada inflación se prolongue. Con los últimos antecedentes el riesgo de llegar tarde al momento óptimo de relajamiento monetario se ha incrementado.



## SITUACIÓN INTERNACIONAL

A lo largo del año 2022, la actividad económica mundial se ha desacelerado de manera significativa. La sostenida tendencia a la baja de los indicadores PMI de los sectores manufacturas y servicios de las principales economías del mundo dan cuenta de un menor dinamismo de la actividad durante 2022. En efecto, los sectores manufacturas de Estados Unidos, la Zona Euro, Reino Unido y Japón exhiben indicadores PMI que se ubican en la zona contractiva (valores menores a 50) durante el mes de diciembre (Gráfico 1). Por otro lado, dentro de estas economías, el sector servicios de Japón es el único que registra un indicador PMI que se ubica en la zona expansiva en el mes de diciembre (valores mayores a 50).

Si bien las proyecciones de crecimiento para 2023 son aún más bajas que las de 2022 (el Banco Mundial proyecta un crecimiento de 1,7% para el mundo), las expectativas de los expertos y los datos recientes apuntan hacia una moderación en la caída de la actividad de la economía mundial. En efecto, recientemente la directora gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), Kristalina Georgieva, *ad portas* de la publicación de un nuevo informe de perspectivas económicas, declaró que es poco probable que la entidad ajuste a la baja las proyecciones de crecimiento para 2023. Más aún, otros directivos de dicha entidad han hablado sobre la posibilidad que las proyecciones para la segunda parte de 2023 y para 2024 aumenten. Con todo, es importante señalar que 2023 será un año de bajas tasas de crecimiento para gran parte de las regiones del mundo.




[Las expectativas de los expertos y los datos recientes apuntan hacia una moderación en la caída de la actividad de la economía mundial.](#)

Por su parte, las cifras de desempleo de economías desarrolladas presentan niveles similares, y en algunos casos menores, a los observados en el período pre-pandemia. Los datos de noviembre indican

que la Zona Euro alcanzó una tasa de desempleo del 6,5%, la cual es inferior a la tasa de desempleo observada en el mes previo al inicio de la pandemia (7,4%). Por su parte, Estados Unidos mantiene la tasa de desempleo en sus niveles pre-pandemia y en diciembre se ubicó en 3,5% (Gráfico 2).

No obstante, es importante tener en cuenta que los niveles de empleo y fuerza de trabajo no se han recuperado del todo. En el caso de Estados Unidos, las cifras de diciembre indican que el número de empleados y personas que participan en la fuerza laboral superan los niveles previos a la pandemia. Sin embargo, esta comparación no considera la tendencia de crecimiento del empleo y la fuerza laboral previo al inicio de la pandemia. En efecto, aún es necesario recuperar entre 2 y 3 millones de empleos y que un número similar de gente se incorporen a la fuerza laboral, para alcanzar los niveles tendenciales de ocupación y participación que había previo a la pandemia.

Las presiones inflacionarias observadas en economías desarrolladas comienzan a ceder de manera gradual. En Estados Unidos, la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) exhibe una tendencia a la baja desde junio de 2022 y en diciembre alcanzó un 6,4%. A su vez, la inflación subyacente, la variación en doce meses del índice de precios que excluye alimentos y energía, presenta una tendencia decreciente desde el mes de septiembre de 2022, alcanzando un 5,7% en diciembre (Gráfico 3).



### Las presiones inflacionarias observadas en economías desarrolladas comienzan a ceder de manera gradual.


En línea con la tendencia de la variación anual de los índices de precios observada en Estados Unidos, las expectativas de inflación a un año empiezan a retroceder paulatinamente. En efecto, luego de alcanzar su nivel máximo en junio de 2022 (6,8%), la inflación esperada a un año exhibe una tendencia a la baja hasta alcanzar un 5,0% en el mes de diciembre. Adicionalmente, en ese mismo mes, las tasas de inflación esperada a tres y cinco años se ubican más cerca de la meta de inflación de la Reserva Federal (2%), alcanzando niveles de 3,0% y 2,4%, respectivamente (Gráfico 4).

Por su parte, la variación en doce meses de los IPC de Reino Unido y la Zona Euro comienzan a mostrar las primeras señales de una reversión de tendencia en los últimos meses de 2022. Con todo, las cifras de inflación de estas economías se mantienen muy por encima de sus respectivas metas inflacionarias. En otras latitudes, la variación en doce meses del IPC de Japón se ha acelerado de manera significativamente y en noviembre alcanzó un 3,8%, su mayor nivel desde enero de 1991 (Gráfico 5). En contraste, la inflación aún no se posiciona como un problema en la economía china. En efecto, en el mes de diciembre el IPC de China acumuló una variación anual de 1,8%, manteniéndose por debajo de la meta inflacionaria del Banco Central de China.

Las autoridades monetarias de distintas regiones del mundo han continuado el proceso de alza de tasas de interés. El Banco de Inglaterra fue uno de los primeros en incrementar su tasa de política monetaria. Desde diciembre de 2021, la institución ha elevado la tasa de interés en nueve oportunidades, pasando de 0,1% a 3,5%. Por otro lado, desde marzo de 2022, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) ha incrementado la tasa de política monetaria en siete oportunidades, la cual se posiciona actualmente en el rango de 4,25-4,5%. A su vez, en diciembre de 2022, el Banco Central Europeo (BCE) decidió aumentar la tasa de interés por cuarta vez consecutiva. Este último aumento fue de 50 puntos base posicionando la tasa de referencia para sus operaciones de refinanciación en 2,5% (ver Gráfico 6).

Por su parte, en vista de las crecientes cifras de inflación que enfrenta la economía japonesa, el Banco Central de Japón anunció el primer endurecimiento de su política monetaria, aumentando la tasa de los bonos soberanos a diez años en 25 puntos base.

En materia de conducción de política monetaria, el mercado espera que la tasas continúen subiendo. En el caso de la Fed, las expectativas del mercado apuntan hacia futuros incrementos de la tasa de interés por parte de la entidad. En efecto, el mercado proyecta que la tasa de interés alcance niveles cercanos a 5% a mediados de año, para luego disminuir de manera gradual (Gráfico 7).



Con todo, destaca la corrección al alza de las perspectivas económicas chinas debido, entre otros factores, al relajamiento de las medidas sanitarias para controlar los contagios por Covid-19. De hecho, el crecimiento del último trimestre de 2022 (2,9%) sorprendió al mercado, cuyas expectativas apuntaban hacia una tasa de crecimiento del 1,8%.

Finalmente, cabe mencionar que la economía china se desaceleró de manera significativa durante 2022. Las últimas cifras de cuentas nacionales revelan que el producto creció un 3,0% durante 2022. A pesar de que esta cifra es mayor a la esperada, se posiciona como la segunda tasa de crecimiento más baja en casi 50 años. Con todo, destaca la corrección al alza de las perspectivas económicas chinas debido, entre otros factores, al relajamiento de las medidas sanitarias para controlar los contagios por Covid-19. De hecho, el crecimiento del último trimestre de 2022 (2,9%) sorprendió al mercado, cuyas expectativas apuntaban hacia una tasa de crecimiento del 1,8%.



## SITUACIÓN NACIONAL

A principios de 2022, las perspectivas económicas de Chile estimaban una contracción de la actividad que comenzaría a mediados de año. Las cifras efectivas de la variación en doce meses del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) revelan que dicha contracción comenzó a partir de septiembre, mes en el que la actividad registró una variación anual de -0,3%. En octubre y noviembre, las tasas de crecimiento de la actividad se han mantenido por debajo del cero alcanzando valores de -1,2% y -2,5%, respectivamente (Gráfico 8). A lo anterior, se suma que las últimas cifras desestacionalizadas del IMACEC indican que la actividad experimentó una caída mensual de 0,8% en noviembre.

En vista de que la desaceleración de la actividad económica chilena se desarrolló a un ritmo más lento de lo esperado durante 2022, las expectativas de crecimiento para 2023 configuran un escenario con variaciones en doce meses negativas del índice de actividad para el primer semestre del año. Al respecto, el Banco Central de Chile en su último Informe de Política Monetaria (IPOM, diciembre 2022), corrigió a la baja su proyección de crecimiento para 2023, estimando una tasa de crecimiento que se ubica en el rango entre -1,75% y -0,75%, mientras que la proyección de crecimiento en su informe anterior oscilaba en -1,5% y -0,5%. En esta misma línea, el Banco Mundial proyecta que Chile será una de las dos economías de América Latina y el Caribe que tendrán tasas de crecimiento negativas en 2023.

La sostenida trayectoria a la baja observada en el crecimiento del PIB tendencial desde mediados de los 90 agudiza las preocupaciones sobre esta materia (Gráfico 9). De hecho, en el IPOM de diciembre de 2022, el Banco Central proyecta que el crecimiento tendencial del PIB no minero seguirá una trayectoria decreciente y en el período 2023-2032 se estima un crecimiento promedio de 2,2%. Para contextualizar esta magnitud, al observar las tasas de crecimiento de los países OCDE cuando tenían el mismo nivel de desarrollo que Chile, la tasa de crecimiento mediana del segundo cuartil de la distribución es 2,7% (Fuentes y Vergara, 2019). En otras palabras, la tasa de crecimiento del PIB tendencial de Chile se asemeja a la tasa de crecimiento de aquellos países OCDE que menos crecieron en los 10 años que siguieron al momento en que alcanzaron el PIB per cápita que tiene hoy Chile.

La sostenida trayectoria a la baja observada en el crecimiento del PIB tendencial desde mediados de los 90 agudiza las preocupaciones sobre esta materia.



En contraste con las cifras de actividad, la tasa de desocupación se ha mantenido relativamente estable y dentro del rango histórico observado en la última década (6-8%). El último dato disponible indica que la tasa de desocupación alcanzó un 7,9% en el mes de noviembre. No obstante, al igual que en el caso de Estados Unidos y otras economías de mundo, los niveles de empleo y participación laboral no se han recuperado completamente, sobre todo al considerar la tendencia de crecimiento que mantenía la ocupación y la participación antes de la pandemia. Las estadísticas desestacionalizadas indican que para alcanzar los niveles tendenciales de ocupación y participación es necesario la creación de 285 mil empleos y que 329 mil personas ingresen a la fuerza laboral.

Una de las mayores preocupaciones de la agenda económica chilena durante 2022 fue el crecimiento sostenido y generalizado de los precios. Las cifras de variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) registraron valores muy elevados en 2022, alcanzando un nivel máximo de 14,1% en el mes de agosto. A partir de entonces, se observa una tendencia a la baja en la variación anual del IPC, la cual cierra el año con un 12,8% en el mes de diciembre. En ese mismo mes, la variación en doce meses del índice que excluye las subclases más volátiles de la canasta de bienes y servicios registró un 10,7% (Gráfico 10). Si bien el retroceso de las presiones inflacionarias observadas en los últimos meses es una buena noticia para el panorama económico chileno, cabe destacar que las tasas de inflación aún superan significativamente a la meta inflacionaria del Banco Central (3%).

Sumado a la tendencia a la baja en las tasas de inflación efectiva, se observa una caída en las expectativas de inflación a dos años. La última Encuesta de Expectativas Económicas de enero de 2023, revela que los agentes económicos esperan que la inflación a dos años alcance un 3,3%, tasa que se acerca a la meta inflacionaria del Banco Central (Gráfico 11).

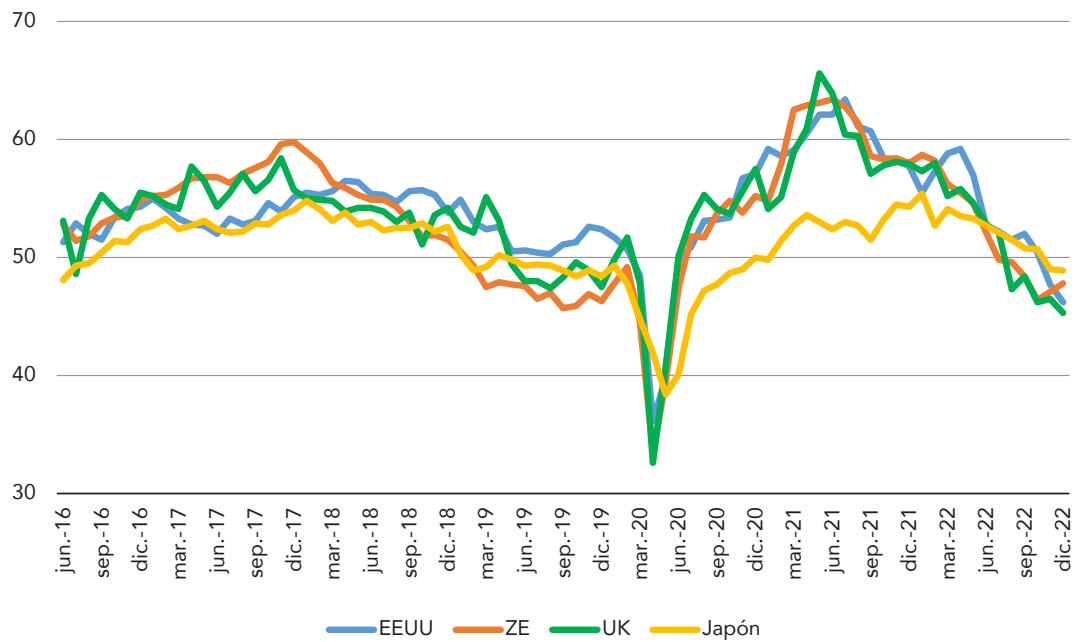
En este contexto caracterizado por la contracción de la actividad económica y donde las presiones inflacionarias comienzan a ceder, el Banco Central enfrenta un nuevo desafío en materia de política monetaria: decidir de manera oportuna el inicio del proceso de reducción de tasas de interés. La acción tardía del Banco Central se configura como un potencial riesgo, sobre todo al considerar los negativos efectos de mediano plazo que podría tener en la actividad el hecho de mantener la tasa de interés en niveles más altos de los necesarios.

En este marco, las expectativas del mercado apuntan a que el Banco Central comenzará prontamente el proceso de normalización de la política monetaria. En efecto, el mercado espera que el ajuste de tasas comience en las primeras dos reuniones de política monetaria de este año, y que la reducción de la tasa de política monetaria se extienda con el transcurso de los meses (Gráfico 12).

# IV.

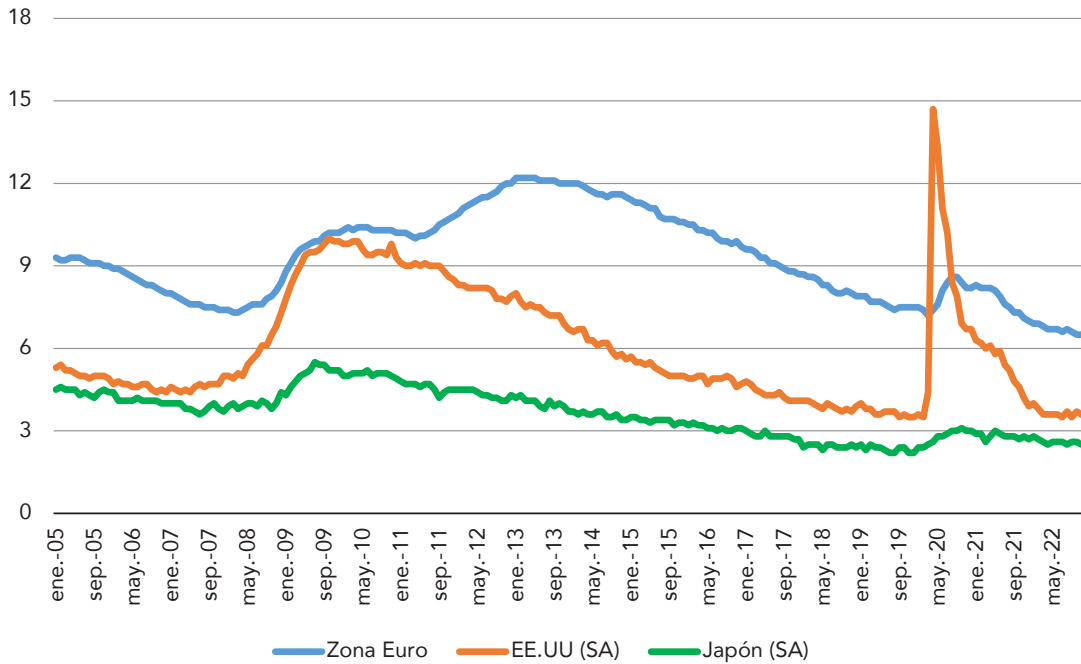
## GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Indicador PMI manufacturas países desarrollados



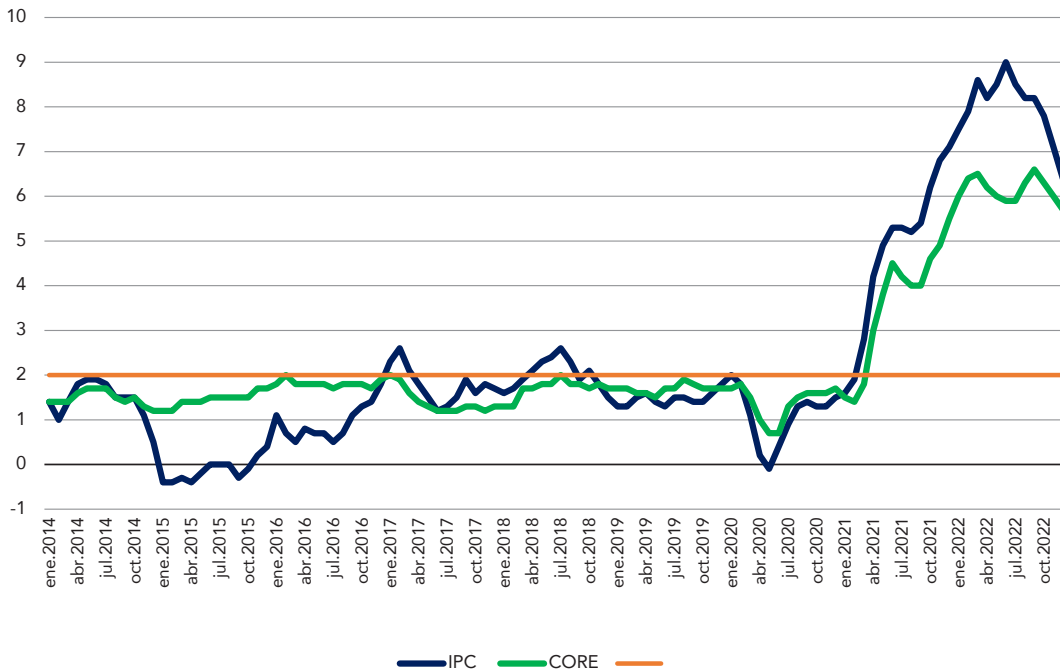
FUENTE: Bloomberg, Markit Economics.

**GRÁFICO 2:** Tasas de desempleo de países desarrollados



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

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



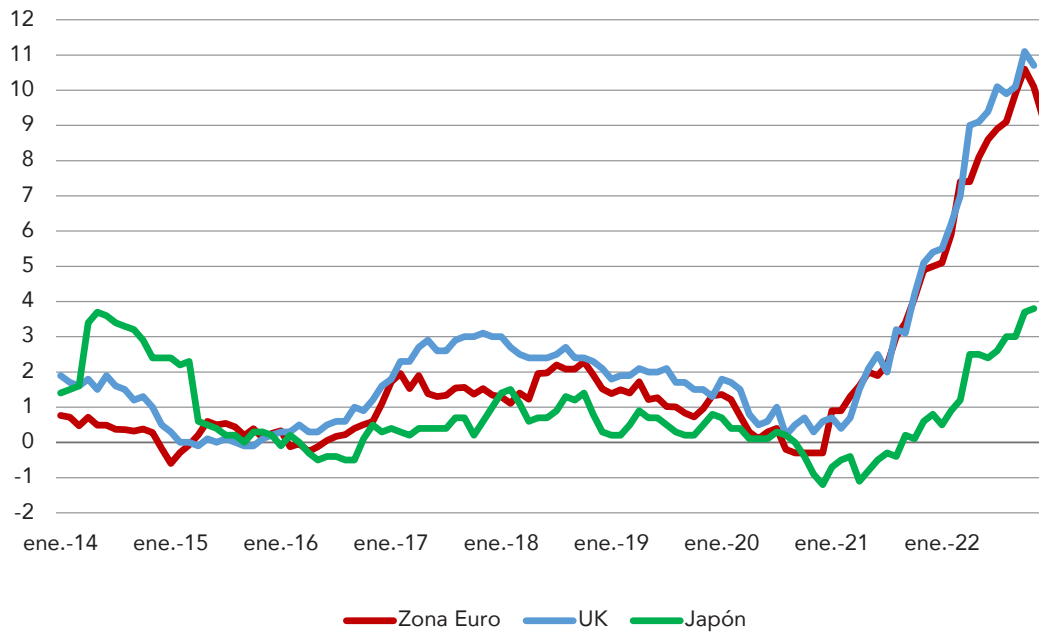
FUENTE: Banco Central de Chile, Bureau of Labor Statistics.

**GRÁFICO 4:** Expectativas de inflación de Estados Unidos



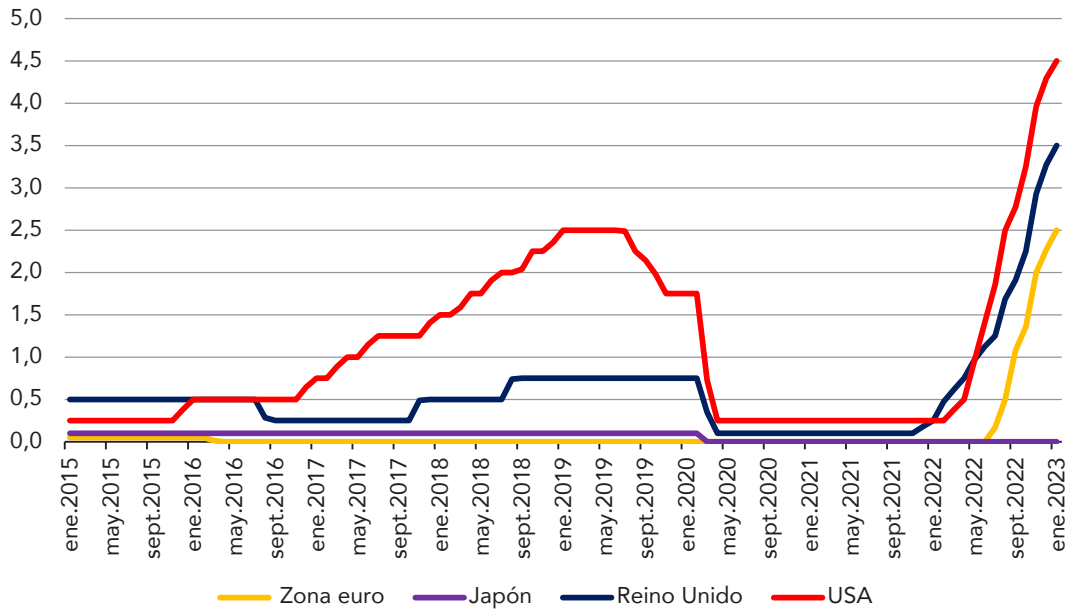
NOTA: Valores de la mediana de la encuesta.  
 FUENTE: Federal Reserve Bank of New York. Survey of Consumer Expectations.

**GRÁFICO 5:** Inflación en Zona Euro, Japón y Reino Unido (IPC). Variación % anual



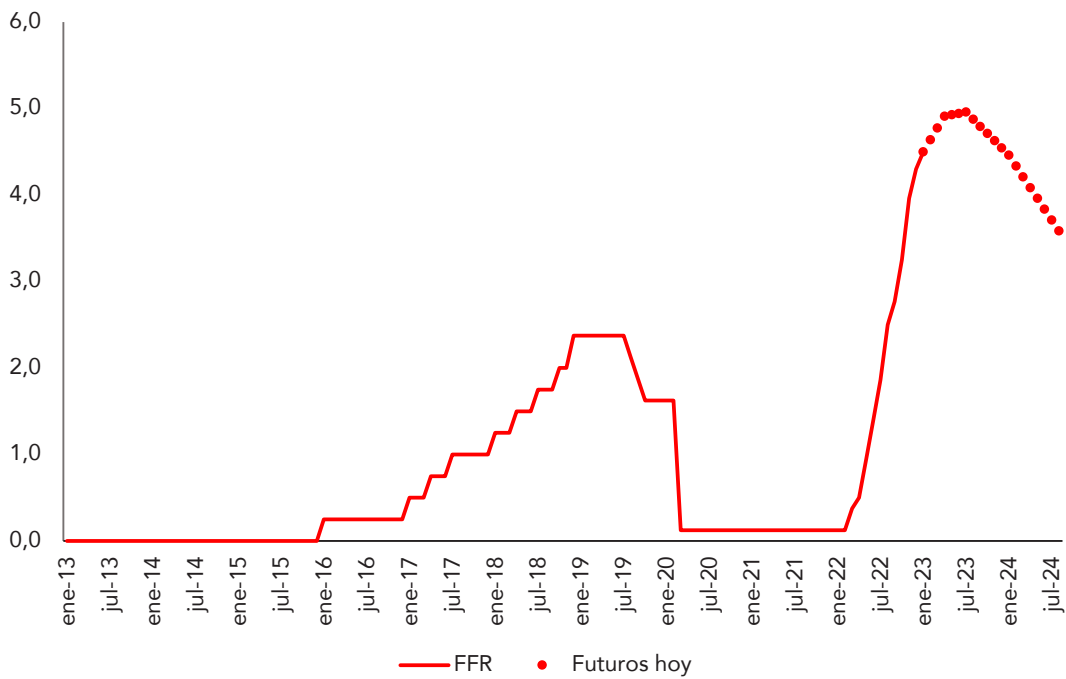
FUENTE: Eurostat, Office for National Statistics, Statistics Bureau of Japan.

**GRÁFICO 6:** Tasa de política monetaria EEUU, Zona Euro, Japón y Reino Unido



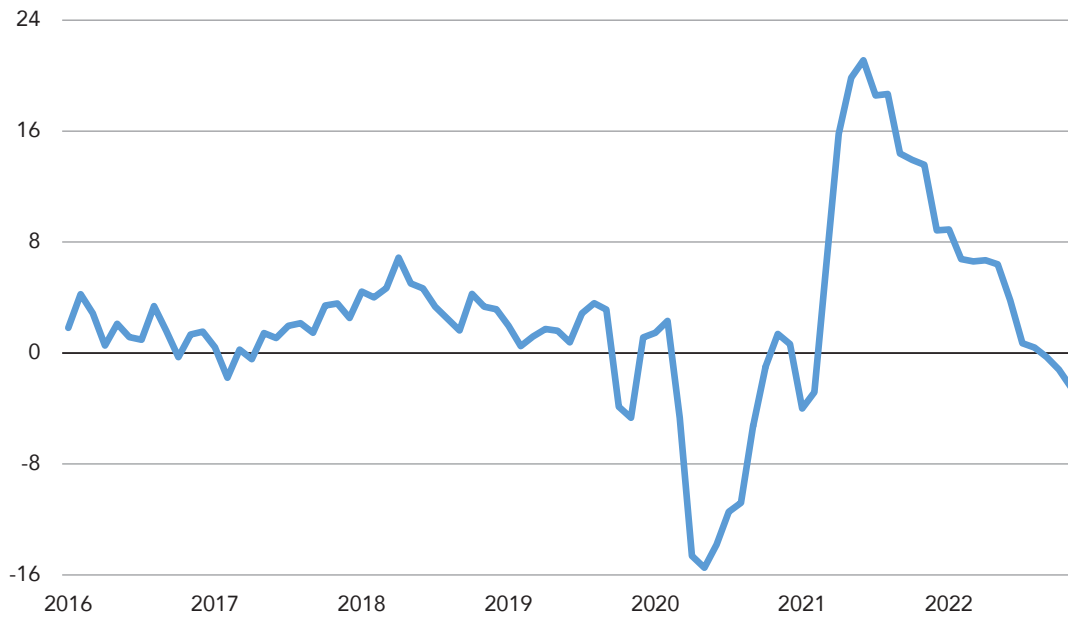
FUENTE: Banco Central de Chile, Reserva Federal.

**GRÁFICO 7:** Expectativas de política monetaria Fed



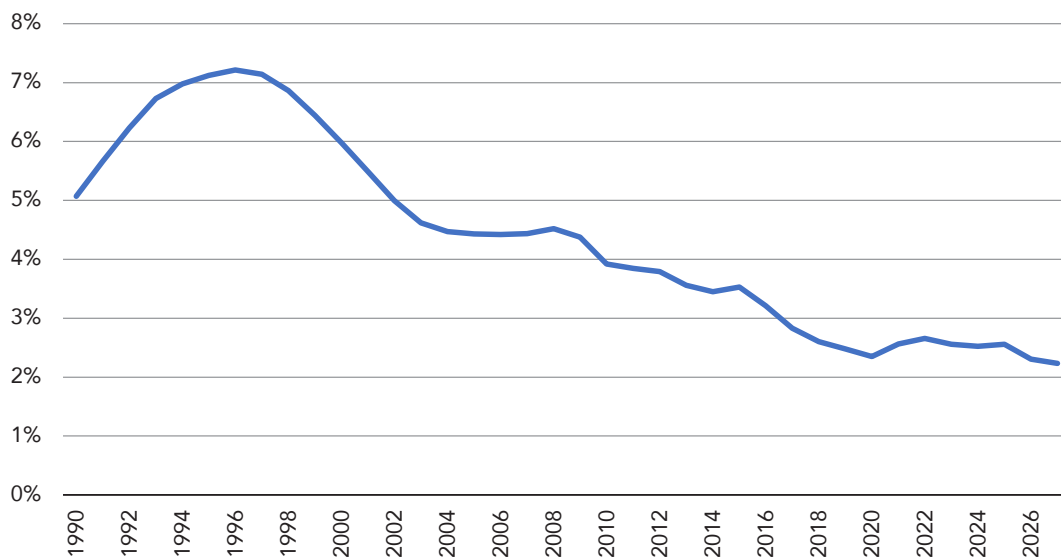
FUENTE: Bloomberg, Santander.

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



FUENTE: Banco Central de Chile.

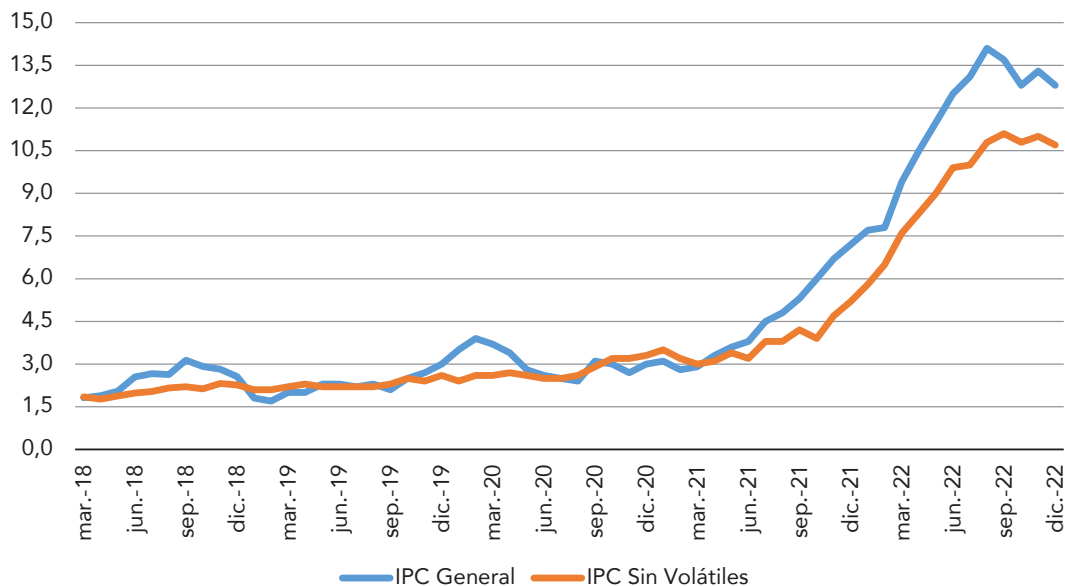
**GRÁFICO 9:** PIB tendencial (variación anual)



NOTA: Valores representan promedio móvil a cinco años.

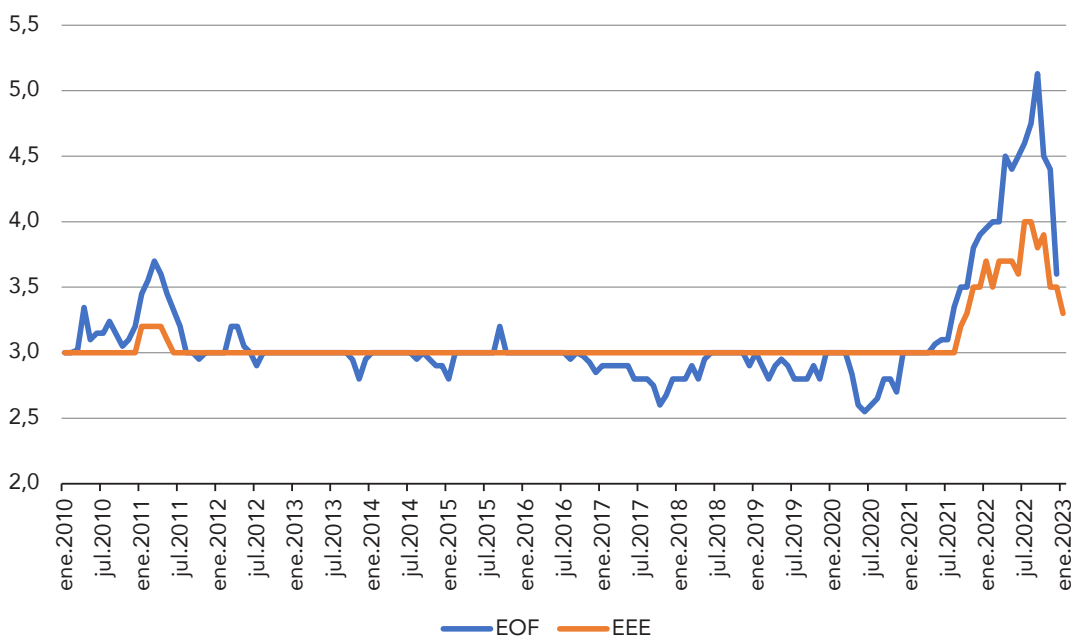
FUENTE: Resultados Comité Consultivo PIB Tendencial (2021) y Comité Consultivo PIB tendencial no minero (2022).

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



FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

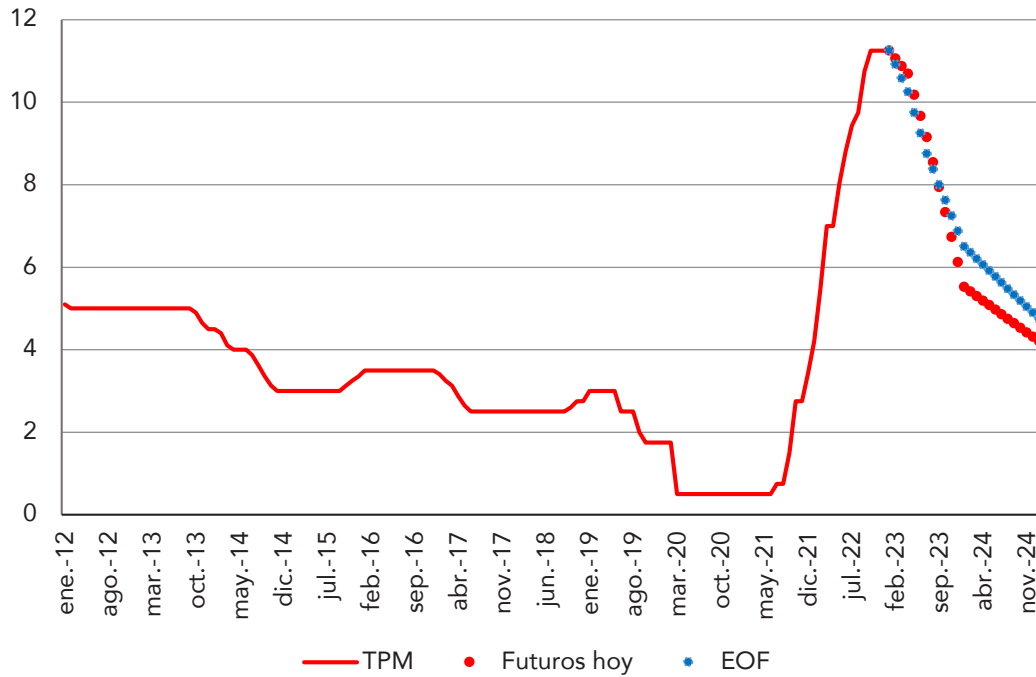
**GRÁFICO 11:** Expectativas de inflación (variación % anual)



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: Expectativas de la tasa de política monetaria (Chile)



FUENTE: Banco Central de Chile, Bloomberg, Santander.





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](#) ↓