



# P.

puntos de referencia

CENTRO  
DE ESTUDIOS  
PÚBLICOS

EDICIÓN DIGITAL  
N° 662, JUNIO 2023

ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS

# Momento económico internacional y nacional

RODRIGO VERGARA



# RESUMEN

- Durante la primera parte de 2023, las noticias de actividad económica mundial resultaron ser algo mejores que lo anticipado por el mercado. El sólido desempeño de los mercados laborales, las cifras de crecimiento del primer trimestre del año y la evolución de los indicadores PMI de los sectores servicios de economías desarrolladas evidencian este escenario para la actividad. No obstante, cabe recordar que el ritmo de la actividad económica se ha ajustado a la baja y es probable que lo siga haciendo.
- Las presiones inflacionarias han cedido de manera importante en las principales economías. Estados Unidos y la Zona Euro mantienen una tendencia a la baja en la variación en doce meses de sus respectivos Índices de Precio al Consumidor (IPC). La excepción ha sido Reino Unido, en donde la inflación a retrocedido a un ritmo más lento.
- No obstante lo anterior, la inflación efectiva de países desarrollados sigue en niveles por sobre las metas inflacionarias. Por otro lado, las expectativas de inflación a distintos plazos muestran una sostenida tendencia a la baja.
- Las expectativas del mercado respecto a la conducción de la política monetaria de los principales Bancos Centrales apuntan a que el proceso de alza de tasas de interés en el mundo se encuentra en sus etapas finales, aunque no ha terminado del todo. En efecto, el Banco Central Europeo ha sido enfático en que continuará con el incremento de tasas. A su vez, el mercado, basado en las declaraciones de Presidente y directores de la Reserva Federal, espera que dicho banco central lleve a cabo uno o dos incrementos adicionales, para iniciar el proceso de baja de tasas de interés recién en 2024.
- La actividad económica china muestra algunas señales de debilidad. Contrario al resto del mundo, el Banco Popular de China incrementó los estímulos monetarios a modo de fortalecer la demanda interna y la actividad.
- Chile exhibe un estancamiento de la actividad económica y un menor dinamismo en el mercado laboral. Las proyecciones de crecimiento para 2023 se ubican en torno al 0%.
- En línea con las tendencias observadas en el resto del mundo, las presiones inflacionarias ceden en la economía chilena. Algunos factores como el tipo de cambio, la caída en la inflación internacional y la brecha del producto parecen indicar que la tendencia a la baja en las presiones de precios continuará durante 2023.
- Luego de la última reunión de política monetaria, el Banco Central de Chile entregó claras señales respecto al inicio del proceso de reducción de la tasa de interés. En esa misma línea, el mercado espera que dicho proceso inicie en la próxima reunión, con un recorte en la tasa de interés de al menos 50 puntos base y que, dependiendo de las circunstancias podría llegar a 100 puntos base o más.

**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 22 de junio, con algunas actualizaciones.



## INTRODUCCIÓN

El desempeño de la economía mundial para la primera parte de 2023 han sido algo mejores a lo que se esperaba. Si bien las cifras de actividad económica indican una desaceleración respecto a las tasas de crecimiento observadas durante 2021 y 2022, se observa un dinamismo en la actividad que es mayor al proyectado al cierre del año pasado. Algunas señales como las cifras de crecimiento del primer trimestre de 2023 para las principales de las economías del mundo (con algunas excepciones), el sólido desempeño de los mercados laborales en las economías desarrolladas y el posicionamiento en la zona expansiva de los indicadores PMI<sup>1</sup> de los sectores servicios de Estados Unidos, Japón, Reino Unido y la Zona Euro, dan cuenta de que las noticias de actividad económica resultaron ser menos malas que lo anticipado por el mercado.

Como se mencionaba anteriormente, los mercados laborales de economías desarrolladas se mantienen apretados, incluso con las decisiones de política monetaria que han adoptado los respectivos bancos centrales. En Estados Unidos, Japón y la Zona Euro se observan tasas de desempleo de niveles similares al período pre-pandemia y sorprende el dinamismo de los mercados del trabajo.

Las presiones inflacionarias continúan cediendo en las principales economías del mundo. En Estados Unidos y la Zona Euro, luego de que sus respectivas tasas de inflación alcanzaran sus niveles máximos, la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) muestra una sostenida trayectoria a la baja. En el mes de mayo, la inflación en doce meses de ambas economías alcanzó un 4,0% y 6,1%, respectivamente. En contraste, las presiones inflacionarias han retrocedido con menor fuerza en el caso del Reino Unido. En abril y mayo la variación en doce meses del IPC alcanzó un 8,7%.

En Estados Unidos, la caída en la inflación general se explica de manera importante por la caída en los precios de las categorías de bienes y servicios volátiles, por lo que la inflación subyacente se mantiene por encima de la inflación medida con el IPC general. En este marco, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) tendrá como desafío la reducción de las presiones inflacionaria en el componente no volátil del índice de precios.

En este marco, las decisiones de política monetaria de los principales Bancos Centrales del mundo han jugado un rol preponderante en el control de las presiones inflacionarias. Durante el año pasado, las entidades monetarias más relevantes comenzaron sus procesos de incremento de tasas de interés, a modo de revertir el avance del incremento en los índices de precios, y algunas de ellas han extendido las subidas de tasas hasta la fecha. Al respecto, en sus últimas reuniones, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra anunciaron nuevos aumentos en sus respectivas tasas de política mo-


---

<sup>1</sup> *Purchasing Manager Index.*

netarias. La primera entidad incrementó la tasa en 25 puntos base, mientras que la segunda lo hizo en 50 puntos base. En contraste, en la reunión de junio, la Fed decidió mantener la tasa de política monetaria en un rango de 5% y 5,25%, pero advirtió que se requerían una o dos alzas adicionales antes de cerrar el proceso de aumentos en la tasa rectora.

En vista de las tendencias a la baja en las presiones inflacionarias y la inflación esperada a distintos plazos en el mundo, el mercado espera que el proceso de alza de tasas de interés se encuentre en sus etapas finales, aunque no del todo terminado. Tanto el BCE como la Fed han sido claros al respecto.

A pesar de tener un desempeño mejor a lo que esperaba el mercado en el primer trimestre, la actividad económica china ha mostrado algunas señales de debilidad: la caída en la inversión empresarial, cifras elevadas de desempleo entre los jóvenes, un débil desempeño del mercado inmobiliario, entre otras. En contraposición al resto del mundo, y a modo de fortalecer la demanda interna y la actividad, el Banco Popular de China decidió aumentar los estímulos monetarios. Cabe recordar que China una excepción en materia de inflación. En mayo, el IPC registró una variación anual de 0,2%.



[En vista de las tendencias a la baja en las presiones inflacionarias y la inflación esperada a distintos plazos en el mundo, el mercado espera que el proceso de alza de tasas de interés se encuentre en sus etapas finales, aunque no del todo terminado.](#)

Luego de un período de acumulación de desequilibrios macroeconómicos, la actividad económica chilena se ha ajustado a la baja de manera sostenida. El menor dinamismo en la actividad se refleja en la evolución de la variación en doce meses del Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC), la cual alcanzó -1,1% en abril, y en las cifras trimestrales del Producto Interno Bruto (PIB) desestacionalizados. A su vez, en congruencia con el ciclo económico, el mercado laboral se muestra débil, con una tendencia al alza en la tasa de desocupación y un menor dinamismo en la demanda de trabajo. Con todo, la actividad económica continúa estancada y las proyecciones de crecimiento para el resto de 2023 no son mucho más alentadoras.

Al igual que las tendencias observadas en otras latitudes, la inflación en Chile continúa retrocediendo. La evolución del tipo de cambio, la menor inflación internacional, los precios de materias primas y la reducción en la brecha del producto, son algunas señales que apuntan a que la tendencia a la baja en las presiones inflacionarias continuará extendiéndose con el pasar de los meses. Por su parte, las principales medidas de expectativas de inflación a dos años se han ajustado a la baja y actualmente permanecen ancladas a la meta inflacionaria del Banco Central.

El ajuste gradual de los desequilibrios macroeconómicos y la tendencia a la baja de las presiones inflacionarias se relacionan en forma importante a la conducción de la política monetaria por parte del Banco Central. Al respecto, en la reciente reunión de política monetaria, la entidad decidió no modificar la tasa de interés y mantenerla en 11,25%. No obstante, en el contexto actual de las presiones de precios, sumado al estancamiento de la actividad y el menor dinamismo en el mercado laboral, el proceso de reducción de tasas de interés es inminente. De hecho, el Banco Central entregó señales claras sobre futuros recortes de tasa en el corto plazo y las expectativas del mercado apuntan a que el ajuste a la baja comenzará en la reunión de política monetaria de julio, con una reducción de al menos 50 puntos base. Es posible que dicha baja sea mayor. La intensidad del proceso de reducción de tasa por parte del Banco Central, y su efecto en la evolución de los índices de precios y la actividad económica en el corto y mediano plazo, serán temas de suma relevancia en la agenda económica nacional.



## SITUACIÓN INTERNACIONAL

En la primera parte de 2023, la actividad económica mundial se ha desacelerado. Sin embargo, a pesar de las turbulencias financieras que experimentaron algunas economías desarrolladas, el desempeño de la actividad económica global ha sido mejor que el anticipado por el mercado. Si bien los indicadores PMI de los sectores manufactureros de economías desarrolladas se mantienen en la zona contractiva (valores del indicador menores a 50), los indicadores PMI de los sectores servicios de estas economías, los cuales representan el mayor porcentaje de participación en el producto, se posicionan en la zona expansiva con valores superiores a 50 (ver gráfico 1).


Por otro lado, los mercados laborales de las economías desarrolladas siguen mostrando un desempeño sólido. En particular, sorprende el gran dinamismo observado en el mercado del trabajo de Estados Unidos, cuya tasa de desempleo del mes de mayo alcanzó un 3,7%, manteniéndose niveles muy similares a los observados en el período previo a la pandemia. Los mercados laborales de Japón y la Zona Euro presentan tendencias similares, con tasas de desempleo similares o inferiores al periodo pre-pandemia (ver gráfico 2). Estas cifras revelan la estrechez que exhiben los mercados laborales.

Por otro lado, los mercados laborales de economía desarrolladas siguen mostrando un desempeño sólido.

En las principales regiones del mundo se observa una trayectoria descendente en las presiones inflacionarias. En Estados Unidos, luego de que la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzara su valor máximo en junio de 2022 (8,9%), la inflación se ha ajustado a la baja de manera gradual y en mayo los precios registraron un crecimiento anual de 4,0% (ver gráfico 3). De igual forma, la variación en doce meses del IPC de la Zona Euro alcanzó un 6,1% en el mes de mayo, muy por debajo del nivel máximo observado en octubre de 2022 (10,6%). En contraste, el Reino Unido exhibe un retroceso más lento de las presiones inflacionarias. En los meses de abril y mayo, la inflación en doce meses alcanzó un 8,7%.

La inflación subyacente de Estados Unidos, aquella que excluye los bienes y servicios volátiles, ha retrocedido a una velocidad menor que el IPC general. De hecho, en el mes de mayo la inflación subyacente alcanzó un 5,3%, posicionándose por encima de la inflación general (ver gráfico 3). En otras palabras, la reducción observada en la variación en doce meses del IPC se explica de manera importante por la caída en los precios de las categorías de bienes y servicios volátiles. En este marco, la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) tendrá como desafío la reducción de las presiones inflacionaria en el componente no volátil del índice de precios.

En este contexto, un tema preponderante en la agenda económica mundial radica en la conducción de la política monetaria por parte de los principales Bancos Centrales del mundo. Luego de anunciar reiteradas alzas en la tasa de interés, en su última reunión, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió mantener la tasa de política monetaria en un rango de 5% y 5,25%. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) elevó nuevamente su tasa de interés en 25 puntos base, en línea con las expectativas del mercado. A su vez, en función de las elevadas y persistentes cifras de inflación del Reino Unido, el Banco de Inglaterra anunció un nuevo incremento de tasa de interés, la cual aumentó en 50 puntos base, pasando de 4,5% a 5,0% (ver Gráfico 4).



### En las principales regiones del mundo se observa una trayectoria descendente en las presiones inflacionarias.

En vista de las tendencias a la baja en las presiones inflacionarias y la inflación esperada a distintos plazos, las expectativas del mercado respecto a la conducción de la política monetaria en economías desarrolladas apuntan a que el proceso de alza de tasas de interés se encuentra en sus etapas finales. Sin embargo, aún se esperan algunos incrementos de tasas por parte de la Fed y el BCE. En efecto, el mercado, basado en las declaraciones de las autoridades de política monetaria, espera entre uno y dos incrementos en la tasa de política monetaria de Estados Unidos, para que luego se inicie un proceso de reducción de tasas de interés a partir de 2024 (ver gráfico 5). Por su parte, el BCE ha sido enfático en señalar que el proceso de incremento de tasas no ha terminado. Lo mismo se puede decir del Banco de Inglaterra.

Por último, en lo que respecta a China, nuestro principal socio comercial, los indicadores PMI muestran una tendencia similar a las observadas en las economías desarrolladas: un sector manufacturero en la zona contractiva y un sector no manufacturero en la zona expansiva (ver gráfico 6). No obstante, la actividad económica del gigante asiático ha mostrado algunas señales de debilidad como, por ejemplo, la caída en la inversión empresarial, cifras elevadas de desempleo entre los jóvenes y un desempeño frágil del mercado inmobiliario. En este marco, y considerando que las presiones inflacionarias no han alcanzado las cifras observadas en el resto del mundo (la inflación en doce meses de mayo fue de 0,2%), el Banco Popular de China decidió aumentar sus estímulos monetarios, a modo de fortalecer la demanda interna y otorgar mayor dinamismo a la actividad económica.



## SITUACIÓN NACIONAL


La economía chilena continúa con el proceso de ajuste de los desequilibrios macroeconómicos que tomaron lugar durante el período crisis sanitaria. De acuerdo con las cifras de la variación en doce meses del Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC), estos ajustes implicaron una desaceleración de la actividad económica, la cual parte el año pasado y se prolonga hasta la fecha (ver Gráfico 7). En efecto, la variación trimestre a trimestre del Producto Interno Bruto (PIB) desestacionalizado fue negativa durante los tres primeros trimestres de 2022. A pesar de que las cifras desestacionalizadas del PIB del cuarto trimestre de 2022 y el primer trimestre de 2023 exhiben un crecimiento trimestral positivo, el menor dinamismo en la demanda interna, motivado por la desaceleración del consumo y la inversión, apunta hacia un estancamiento de la actividad económica. De hecho no es posible descartar que el segundo trimestre exhiba un crecimiento negativo.

En relación a lo anterior, cabe indicar que las proyecciones contenidas en el último Informe de Política Monetaria (IPOM, junio 2023) empeoraron marginalmente respecto a las proyecciones del informe anterior (marzo de 2023) y estiman un crecimiento económico para 2023 que se ubica en el rango entre -0,5% y 0,25%. En línea con el ajuste macroeconómico mencionado anteriormente, este menor crecimiento para 2023 está conducido principalmente por una caída en la demanda interna (ver cuadro 1).

La caída en la demanda interna también se asocia a una disminución en el déficit en cuenta corriente. En el cierre del año pasado se encendían algunas alarmas respecto dicho déficit, el cual alcanzó un 9,0% del PIB. No obstante, el ajuste a la baja del gasto y, en particular, la contracción en las importaciones, se ha traducido en una reducción importante en el déficit de cuenta corriente. Las proyecciones del Banco Central apuntan a que el déficit en cuenta corriente alcance un 3,7% del PIB en el cierre de este año.

La evolución del mercado laboral es consistente con el estancamiento de la actividad económica. En congruencia con el ciclo económico, la tasa de desocupación exhibe una tendencia al alza y durante el trimestre móvil de febrero-marzo-abril alcanzó un 8,7%, por encima del rango histórico registrado en la década previa al inicio de la pandemia (6-8%). A su vez, el Índice de Avisos Laborales en Internet, continúa acumulando variaciones en doce meses negativas. En el mes de mayo, este indicador se contrajo en un 44,8%, revelando el menor dinamismo de la del mercado laboral.

En materia inflacionaria, la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) ha mantenido la trayectoria a la baja observada desde fines de 2022. En efecto, las últimas cifras de inflación en doce meses registraron niveles inferiores a los dos dígitos y en mayo el IPC exhibió un crecimiento anual del 8,7%. No obstante, la evolución de la inflación subyacente, aquella que considera una canasta que excluye bienes y servicios volátiles, muestra un retroceso más lento que el IPC general y en el mes de mayo alcanzó una tasa de crecimiento del 9,9%.



## La evolución del mercado laboral es consistente con el estancamiento de la actividad económica.

Si bien la evolución a la baja de los índices de precios representa una buena noticia para la economía chilena, es importante tener en cuenta que las distintas medidas de inflación aún se mantienen en niveles elevados, por encima de la meta inflacionaria del Banco Central. Con todo, las expectativas de inflación indican que la trayectoria a la baja en los índices de precios continuará. De hecho, el Banco Central actualizó a la baja sus proyecciones de inflación para el 2023 y 2024. A su vez, los datos provenientes de las Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) revelan que las expectativas de inflación a dos años se encuentran ancladas a la meta inflacionaria del 3%.

En este marco, en la reciente reunión de política monetaria, el consejo del Banco Central decidió no modificar la tasa de política monetaria y mantenerla en 11,25%. La tasa de política monetaria se ha mantenido en ese nivel por varios meses, colaborando a la trayectoria descendente de la inflación. En este contexto, el proceso de reducción de tasas de interés es inminente. Al respecto, en el IPOM recientemente publicado, la entidad monetaria entregó señales claras sobre el inicio del proceso de disminución de la tasa de interés y las expectativas del mercado apuntan a que el ajuste a la baja comenzará en la próxima reunión de política monetaria, con una reducción de al menos 50 puntos base (gráfico 10). Dados los indicadores de inflación, actividad y empleo, no es descartable una baja más agresiva de la TPM. La intensidad del proceso de reducción de tasa por parte del Banco Central, y su efecto en la evolución de los índices de precios y la actividad económica en el corto y mediano plazo, serán temas de suma relevancia en la agenda económica nacional.

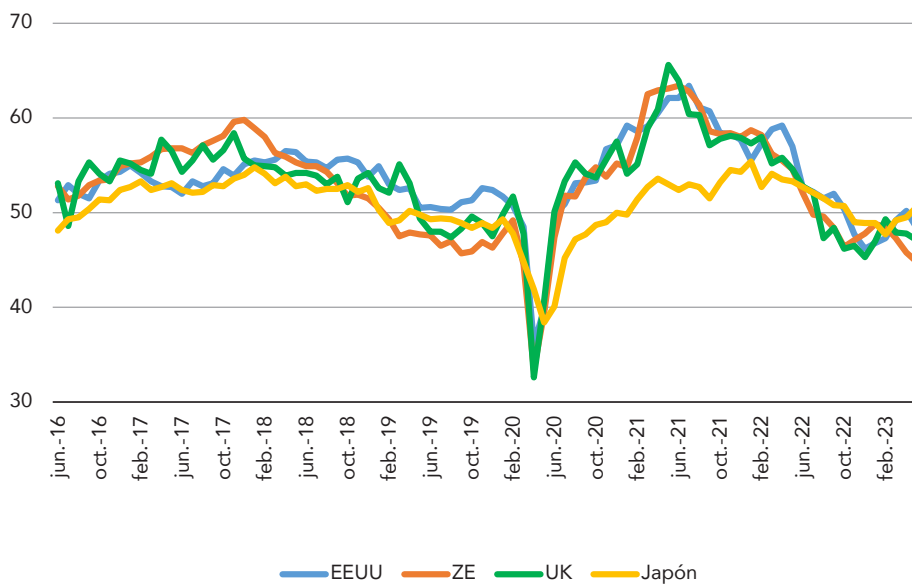


# IV.

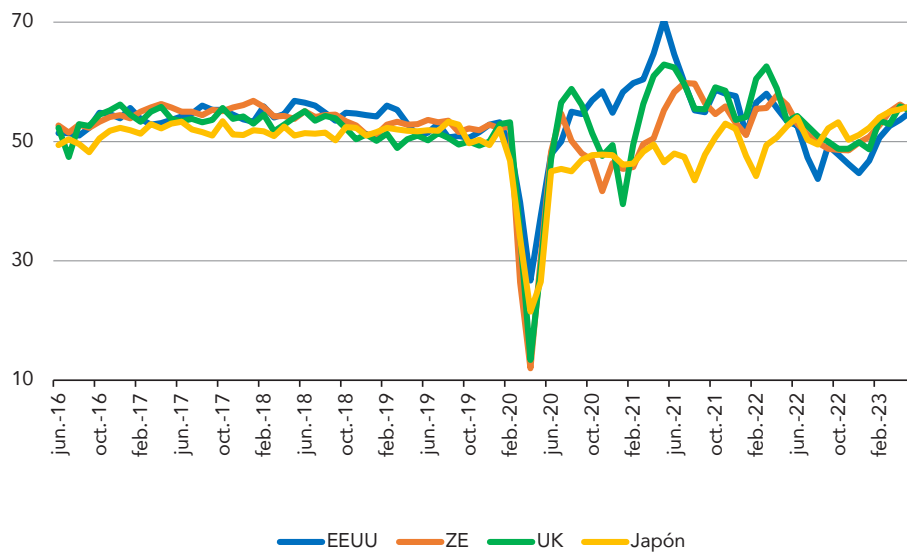
## GRÁFICOS Y CUADRO

GRÁFICO 1. Indicador PMI países desarrollados

Panel A. Manufacturas

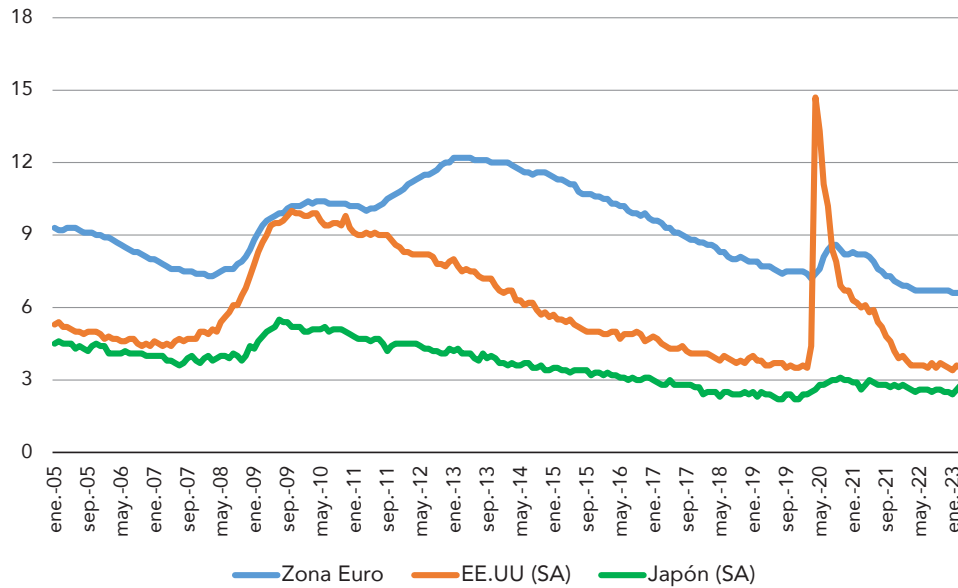


Panel B. Servicios



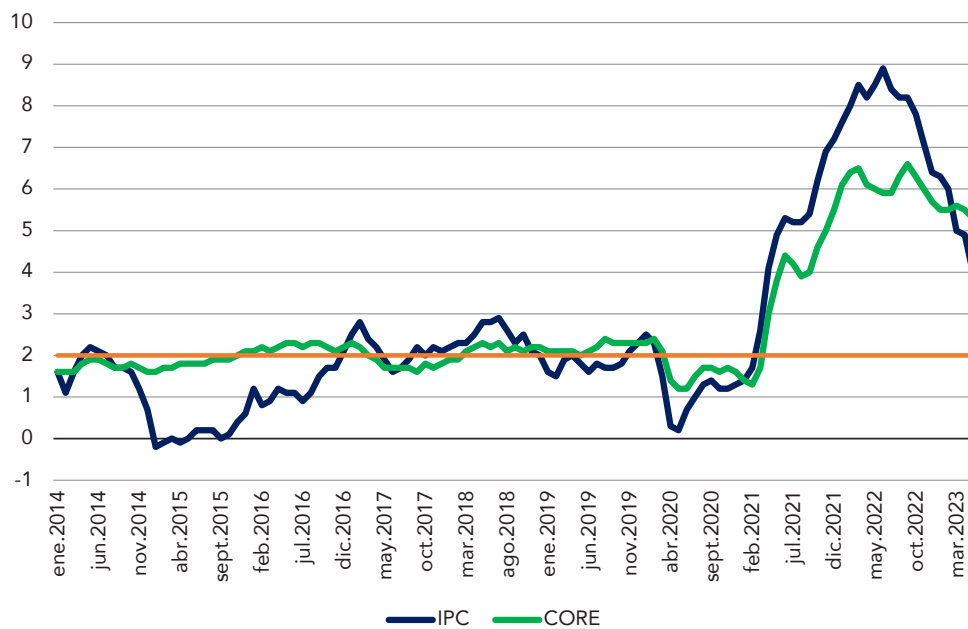
FUENTE: Bloomberg, Markit Economics.

GRÁFICO 2. Tasas de desempleo de países desarrollados



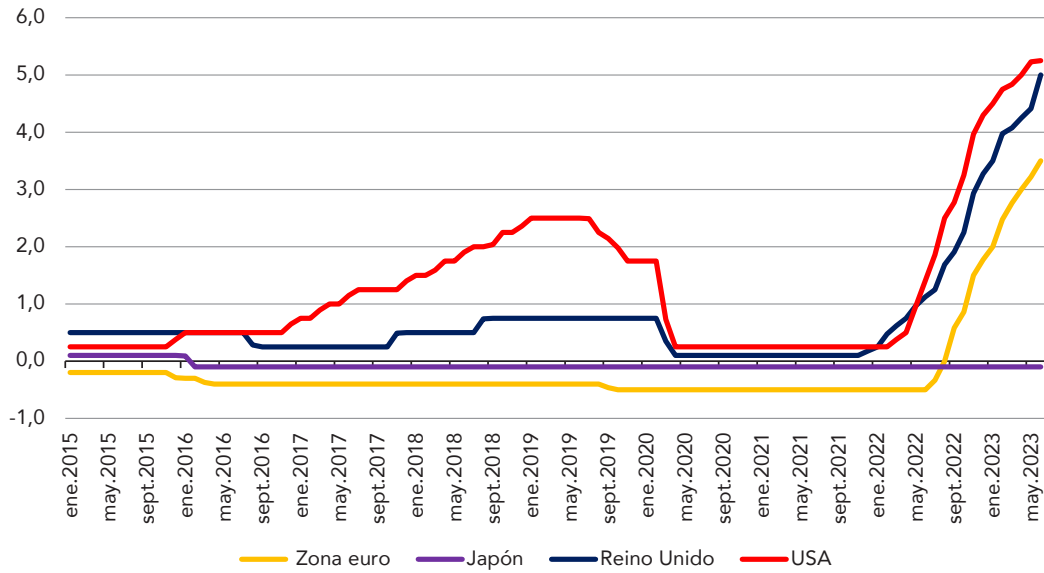
FUENTE: Eurostat, Statistics Bureau of Japan, Bureau of Labor Statistics of US.

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



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

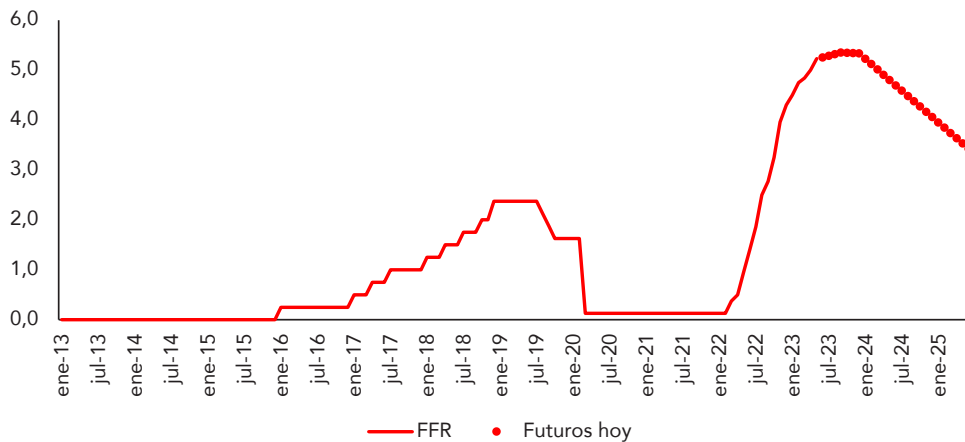
**GRÁFICO 4.** Tasa de política monetaria EEUU, Zona Euro, Japón y Reino Unido



NOTA: \* Actualizado al 22 de junio.

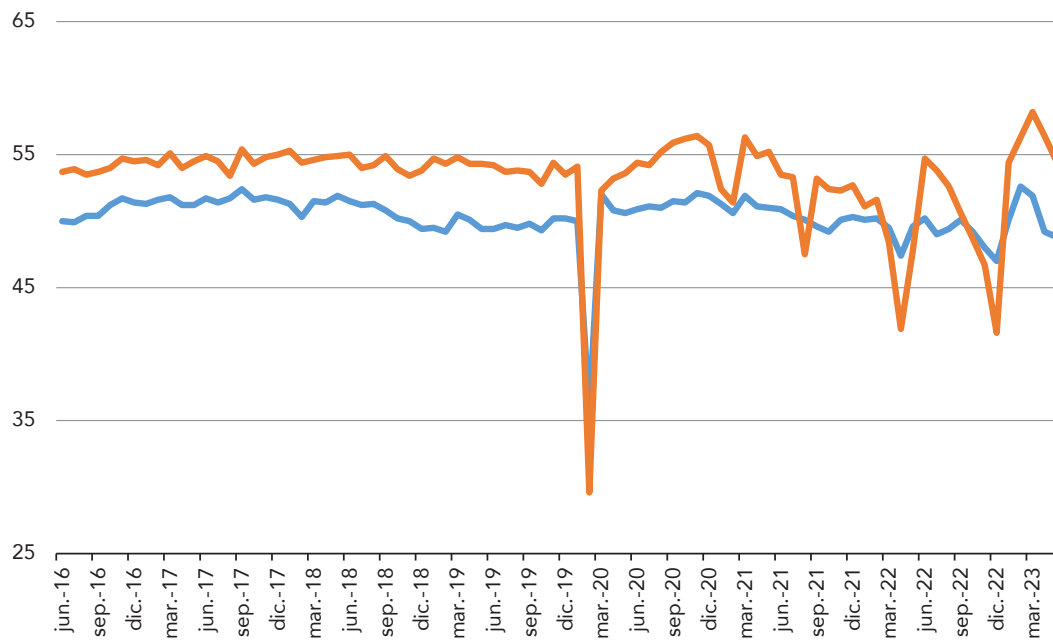
FUENTE: Banco Central de Chile, Reserva Federal.

**GRÁFICO 5.** Expectativas de política monetaria de la Reserva Federal



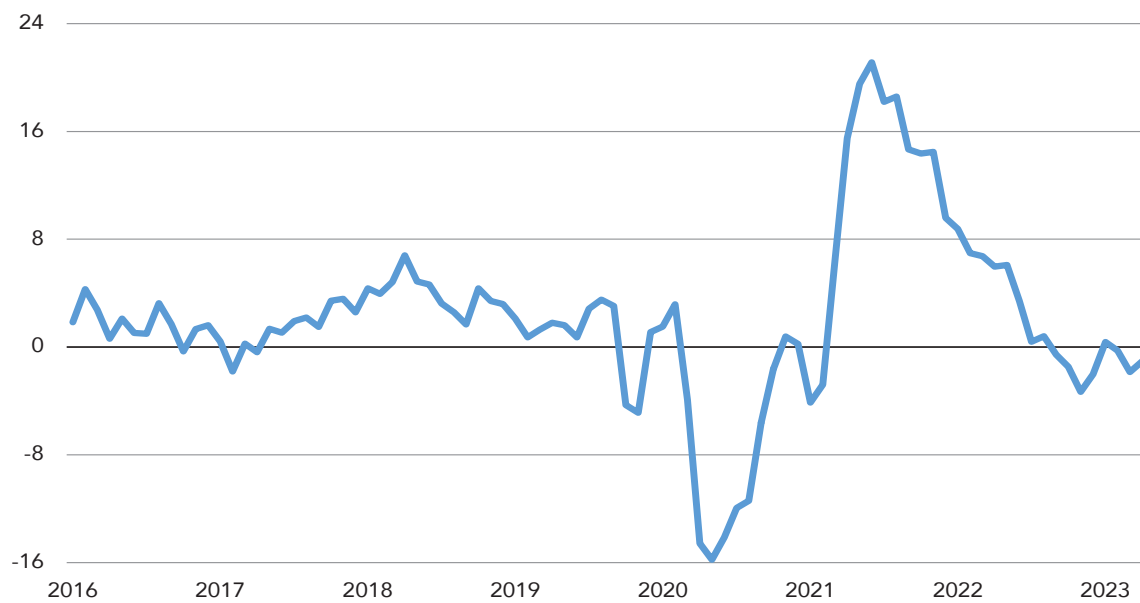
FUENTE: Bloomberg, Santander.

**GRÁFICO 6.** Indicadores PMI China



FUENTE: Bloomberg, Markit Economics.

**GRÁFICO 7.** Variación en doce meses de Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC)



FUENTE: Banco Central de Chile.

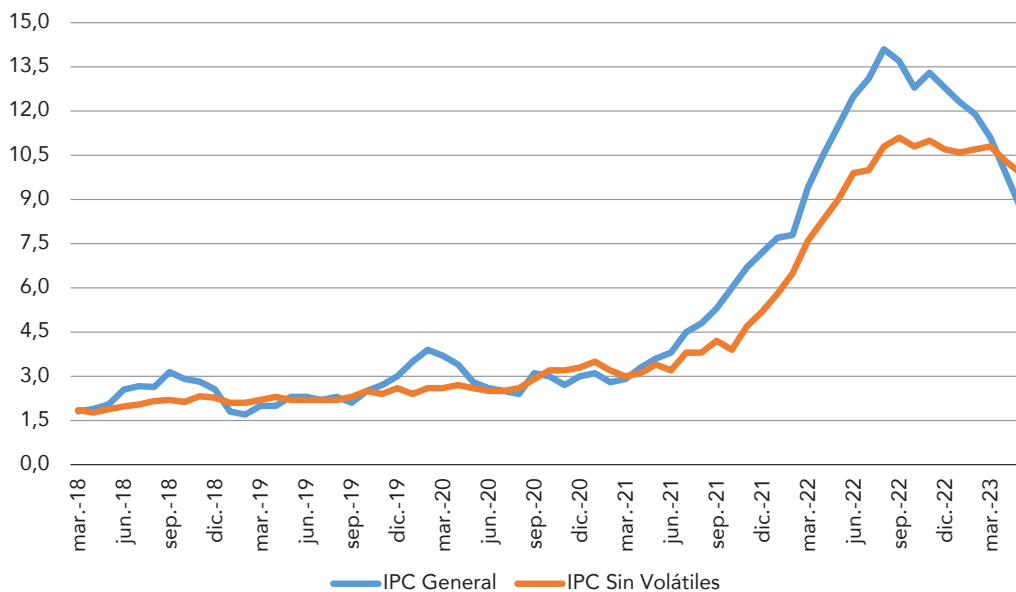
CUADRO 1. Proyecciones Ipom junio 2023

Gasto del producto	2022	2023*	2024*
Demanda Interna	2,3	-4,2	1,0
Consumo privado	2,9	-4,9	1,5
Formación bruta de capital fijo	2,8	-3,0	-1,0
Exportaciones de ByS	1,4	2,4	4,4
Importaciones de ByS	0,9	-8,3	2,2
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,5 / 0,25</b>	<b>1,25/2,25</b>
Cuenta Corriente (% PIB)	-9,0	-3,7	-4,0
Inflación subyacente a diciembre	10,7	6,5	3,0

NOTA: \* Proyecciones IPoM,

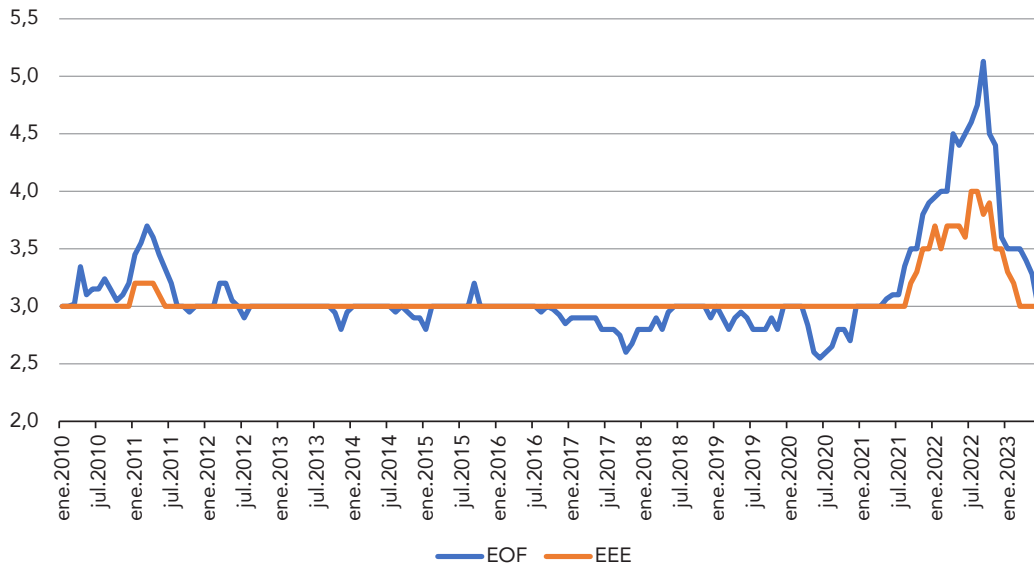
FUENTE: Banco Central de Chile, IPoM 2023-II.

GRÁFICO 8. Inflación (variación % anual)



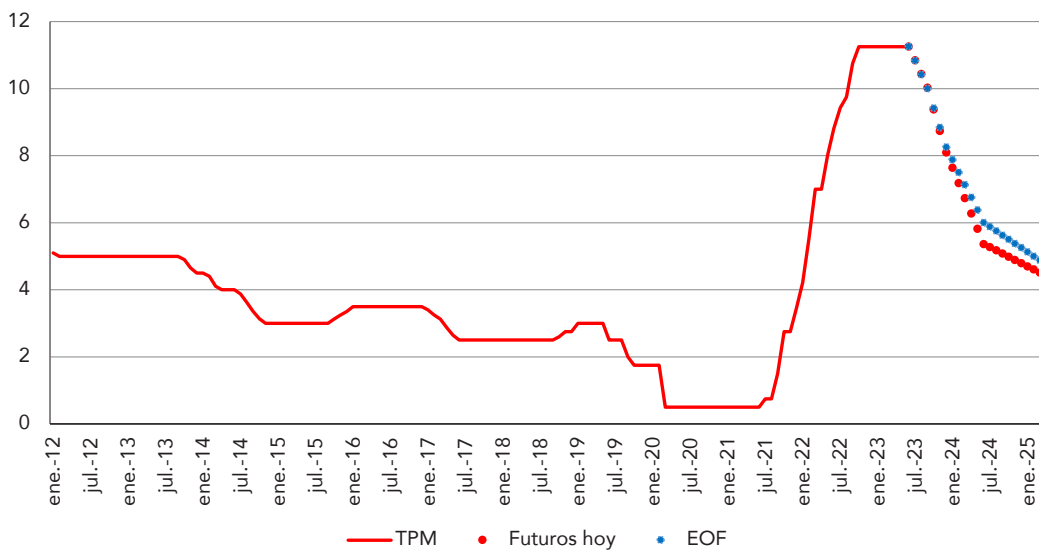
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

**GRÁFICO 9.** 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 10.** Expectativas de tasa de política monetaria para Chile



NOTA: \* actualizado al 20 de junio  
 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](#) ↓