

P.

puntos de referencia

CENTRO
DE ESTUDIOS
PÚBLICOS

EDICIÓN DIGITAL
N° 672, AGOSTO 2023

ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS

Momento económico internacional y nacional

RODRIGO VERGARA



RESUMEN

- Las presiones inflacionarias continúan cediendo en las principales economías del mundo. En Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido, la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) exhibe una significativa tendencia a la baja.
- Las recientes cifras de crecimiento de economías desarrolladas han sido algo más positivas de lo que se esperaba. En el segundo trimestre, Estados Unidos y Japón, sorprendieron al mercado con tasas de crecimiento anualizadas de 2,0% y 6,0%, respectivamente.
- Otras señales, como los PMI de los sectores servicios, la corrección al alza de las proyecciones de crecimiento del Fondo Monetario Internacional y el dinamismo de los mercados laborales, parecieran apuntar a que, en conjunto a la reducción de las presiones inflacionarias, la actividad ha tenido un aterrizaje suave. No obstante, debido a los efectos rezagados de la política monetaria, es muy pronto para descartar una caída más fuerte a futuro.
- El mercado aún espera algunos incrementos en la tasa de interés del Banco Central Europeo, mientras que en USA la estimación mayoritaria es que el proceso de alzas está concluido.
- El desempeño económico de China se posiciona como una preocupación en el mundo. La evolución de una serie de indicadores apunta hacia una actividad económica débil. Al respecto, el banco central de China ha decidido recortar la tasa de interés y las autoridades mantienen el compromiso de introducir políticas de reactivación.
- La actividad económica chilena continúa estancada y no muestra señales de recuperación. El crecimiento económico del primer semestre fue de -1% y actualmente el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) desestacionalizado se ubica por debajo de sus niveles tendenciales, dando cuenta de una brecha negativa del producto.
- En línea con las tendencias mundiales, en Chile la inflación ha caído de manera importante y en julio alcanzó un 6,5%. Las expectativas apuntan a que dicha tendencia continúe en el tiempo, a pesar de factores transitorios, como la depreciación del tipo de cambio, que sólo podrían retardar en algo el proceso de convergencia a la meta.
- En su última reunión, el Banco Central de Chile dio inicio al proceso de recortes de tasas de interés anunciando una disminución de 100 puntos base de la TPM. Dado el escenario económico, lo razonable sería que el instituto emisor siguiera reduciendo la TPM en montos similares en las próximas reuniones, para llegar a una tasa de en torno a 7-7,5% a fines de año.
- Luego de un positivo desempeño en materia fiscal en 2022, el desarrollo de las finanzas públicas en lo que va del año exhibe un cierto deterioro. Ad portas de una nueva discusión de la Ley de Presupuestos, la sostenibilidad fiscal será un foco de debate relevante.

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 agosto, con algunas actualizaciones.



INTRODUCCIÓN

El actual panorama económico internacional se ha configurado, a grandes rasgos, en torno a tres importantes acontecimientos. En primer lugar, destaca la evolución a la baja de las presiones inflacionarias en las principales economías desarrolladas del mundo. La evolución de la variación en doce meses de los Índices de Precios al Consumidor (IPC) de Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido muestran una significativa tendencia decreciente. En el mes de julio la inflación de Estados Unidos alcanzó un 3,2%, la cifra más baja desde marzo de 2021. De igual forma, en la Zona Euro y el Reino Unido registraron tasas de inflación de 5,3% y 6,8%, respectivamente, cifras no observadas desde principios de 2022.

Las expectativas de inflación también se han ajustado notablemente a la baja. En Estados Unidos, la inflación esperada a uno y tres años se ubicó en 3,5% y 2,9%, respectivamente, acercándose a la meta inflacionaria de la Reserva Federal.

La evolución de los índices de precios se debe de manera importante a las decisiones de política monetaria de los respectivos Bancos Centrales. Luego de acumular sucesivos incrementos en la tasa de interés, actualmente la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) mantienen tasas de política monetaria del 5,5% y 3,75%, respectivamente. Si bien el mercado aún espera algunos aumentos adicionales, particularmente en la Zona Euro, es muy probable que ambas entidades se encuentren en la etapa final de sus respectivos ciclos de alzas de tasas.

En segundo lugar, y en conjunto a la reducción de las presiones inflacionarias, hay ciertas señales que revelan que la actividad pareciera mostrar un aterrizaje suave. Las recientes cifras del segundo trimestre de las economías desarrolladas, indicadores PMI de los sectores servicios de las principales economías del mundo que se posicionan en la zona expansiva, el dinamismo de los mercados laborales y el ajuste al alza de las proyecciones de crecimiento, son algunas de las señales que la actividad económica ha sido más resiliente de lo esperado. No obstante, el ajuste de política monetaria, aplicado para controlar las presiones inflacionarias, tiene efectos rezagados en la actividad y, por ende, es muy pronto para sacar conclusiones robustas respecto a la intensidad de tal aterrizaje.

En tercer lugar, el desempeño económico de China se posiciona como una preocupación en el mundo. Si bien el crecimiento interanual del segundo semestre fue 6,3%, esta cifra se ubica por debajo de la tasa de crecimiento que esperaba el mercado. Adicionalmente, tendencia a la baja de las cifras de importaciones y exportaciones, el desempeño de sectores como el *retail* y el mercado inmobiliario, el elevado nivel de desempleo en la población joven, los problemas de algunos grupos económicos importantes, y la deflación, encienden algunas alertas respecto al futuro de la actividad económica del gigante asiático y si el país será capaz de lograr el objetivo de crecimiento de 5% para 2023.

En el ámbito local, la economía chilena continúa estancada y no muestra señales de recuperación. En efecto, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) desestacionalizado lleva casi dos años en el mismo nivel.

En línea con las cifras anteriores, los recientes datos de cuentas nacionales revelan que la economía chilena creció a una tasa del $-1,1\%$ en doce meses durante el segundo trimestre de este año, la cual superó las expectativas del mercado, acumulando un incremento de $-1,0\%$ en el primer semestre del año.

Las presiones inflacionarias en Chile siguen una tendencia similar a la observada en otras regiones del mundo. Desde fines de 2022, la variación en doce meses del IPC exhibe una clara trayectoria decreciente, alcanzando un $6,5\%$ en el mes de julio, la cifra más baja desde noviembre de 2021. No obstante, la inflación subyacente ha retrocedido a un ritmo más lento, alcanzando una tasa de $8,5\%$ en julio. En este marco, reducir las presiones inflacionarias del componente menos volátil de la canasta de bienes y servicios se posiciona como un importante desafío en la conducción de la política monetaria.




En el ámbito local, la economía chilena continúa estancada y no muestra señales de recuperación.

Por otro lado, las expectativas de inflación a dos años permanecen ancladas a la meta de inflación del Banco Central, lo que es un logro importante luego de un prolongado período de desanclaje. Adicionalmente, en el corto plazo, el mercado espera que la inflación siga bajando, la cual alcanzaría niveles en tono al 4% al cierre del año. A su vez, la reciente depreciación cambiaria, si bien tendría impacto en algunos registros inflacionarios de corto plazo, es poco probable que altere la tendencia a la baja en la inflación.

En lo que respecta al manejo de la política monetaria, en la reunión de julio, el Consejo del Banco Central de Chile decidió comenzar el proceso de recorte de tasa de interés, disminuyendo la tasa de política monetaria de $11,25\%$ a $10,25\%$. En función de las cifras de actividad, el mercado laboral y las expectativas de inflación, lo razonable sería que el ente rector anuncie bajas de la TPM de magnitud similar en las próximas reuniones para llegar a fin de año a un nivel de $7-7,5\%$.

Finalmente, luego de un notable desempeño en materia fiscal durante 2022, las proyecciones para 2023 son menos alentadoras y alertan sobre un deterioro en el escenario fiscal del país. La evolución de los principales indicadores fiscales será un importante foco de debate en la agenda económica nacional, sobre todo en el marco de la discusión de la ley de presupuestos de 2024, la cual se llevará a cabo en los próximos meses.



Lo razonable sería que el ente rector anuncie bajas de la TPM de magnitud similar en las próximas reuniones para llegar a fin de año a un nivel de $7-7,5\%$.



SITUACIÓN INTERNACIONAL

La evolución de las presiones inflacionarias, el manejo de la política monetaria por parte de los diversos Bancos Centrales del mundo y la evolución de la actividad económica, han estado en el centro de las discusiones sobre panorama económico mundial.

Las recientes cifras de crecimiento del segundo trimestre de las economías desarrolladas revelan que la actividad económica ha sido más resiliente de lo esperado. En efecto, durante el segundo trimestre Estados Unidos y Japón crecieron a una tasa anualizada de 2,0% y 6,0%, respectivamente, sorprendiendo de manera positiva al mercado. Por su parte, si bien el crecimiento de la Zona Euro del segundo trimestre fue un poco más moderado (1,0% anualizado), el desempeño de la actividad fue bastante mejor que el del primer trimestre de 2023 y que el del último trimestre del año pasado. Estas cifras se condicen con la evolución de los indicadores PMI de economías desarrolladas (ver Gráfico 1). En detalle, a pesar de que los indicadores PMI de los sectores manufactureros de economías desarrolladas se encuentran en la zona contractiva (valores del indicador inferiores a 50), los indicadores PMI de los sectores servicios, los cuales representan cerca de dos tercios del producto, se mantienen en la zona expansiva (valores del indicador superiores a 50).

En línea con las estas cifras de actividad, en el último informe de perspectivas económicas del Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*, Julio 2023), la entidad ajustó levemente al alza la proyección de crecimiento de la economía mundial para 2023, la cual se actualiza de un 2,8% (*World Economic Outlook*, Abril 2023) a un 3,0%. De igual manera, las proyecciones de crecimiento para las economías avanzadas, emergentes y América Latina fueron ajustadas marginalmente al alza (ver Cuadro 1).

Los mercados laborales de economías desarrolladas continúan mostrando un gran dinamismo y un desempeño sólido. Las tasas de desempleo de Estados Unidos, Zona Euro y Japón se mantienen a niveles similares a los observados en el período pre-pandemia (ver Gráfico 2). Todos los antecedentes anteriores se relacionan a señales vinculadas a un escenario de “aterrizaje suave” de la actividad económica. No obstante, los efectos de las medidas de política monetaria para controlar las presiones inflacionarias tienen efectos rezagados en la actividad, las que no se han sentido en su total magnitud todavía. Por ello, es muy pronto para sacar conclusiones robustas respecto a la intensidad de tal aterrizaje.

Los mercados laborales de economías desarrolladas continúan mostrando un gran dinamismo y un desempeño sólido.

Las presiones inflacionarias han evolucionado significativamente a la baja en las principales economías del mundo. En Estados Unidos, la variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) continúa la sostenida tendencia decreciente observada desde mediados de 2022. En el mes de julio, el IPC creció a una tasa anual de 3,2%, mientras que la inflación subyacente (aquella que no considera bienes y servicios relacionados a las fuentes de energía y a los alimentos) fue de 4,7% (ver Gráfico 3). Por otro lado, las expectativas de inflación a distintos horizontes temporales continúan consolidando una trayectoria hacia la meta inflacionaria de la Reserva Federal (2%). Durante el mes de julio, la inflación esperada a uno y tres años se ubicó en 3,5% y 2,9%, respectivamente (ver Gráfico 4).

Los índices de precios de la Zona Euro y el Reino Unido exhiben una tendencia similar. En el mes de julio la inflación de la Zona Euro alcanzó un 5,3% consolidando la trayectoria decreciente que comenzó desde fines de 2022. Por su parte, la inflación de julio fue de 6,8% en el Reino Unido, la tasa más baja desde marzo de 2022 (ver Gráfico 5). En Japón, la variación en doce meses del IPC mostró una tendencia al alza desde principios de 2022. Sin embargo, en los últimos meses la inflación se ha mantenido relativamente estable en torno a 3%.

El retroceso de las presiones inflacionarias en las principales economías se debe de manera importante a las medidas que han tomado sus respectivos Bancos Centrales. Luego de acumular consecutivos incrementos en las tasas de interés, las señales apuntan a que el mundo desarrollado está llegando al fin del ciclo de alzas en la tasa de política monetaria. Aunque el mercado aún espera algunos incrementos adicionales por parte del Banco Central Europeo, la evolución de los índices de precios, la actividad económica y las expectativas de inflación, pavimentan un escenario en el cual es muy probable que las tasas de política monetaria lleguen prontamente a sus niveles máximos en este ciclo.

Por último, cabe destacar una gran preocupación en la economía global: el débil desempeño de China. A pesar de que el crecimiento del segundo semestre superó al del primer trimestre y alcanzó una tasa interanual de 6,3%, esta cifra se ubica por debajo de la tasa de crecimiento que esperaba el mercado y fue apenas superior a 3% en relación al primer trimestre (anualizada). Otros indicadores, como la tendencia a la baja de las cifras de importaciones y exportaciones (ver Gráfico 6), la debilidad del sector *retail*, un mercado inmobiliario estresado, algunas empresas importantes en problemas, entre otros indicadores, dan cuenta del menor dinamismo económico del gigante asiático. Por lo demás, las cifras de índices de precios de julio revelan que China actualmente exhibe una tasa de deflación del 0,3%, lo cual se relaciona a una demanda interna débil. Esto último se asocia también a los recientes recortes de tasas de interés por parte del Banco Popular de China, entidad que, junto al resto de las autoridades económicas, ha declarado que mantendrá políticas expansivas para apoyar la recuperación económica del país.



SITUACIÓN NACIONAL

Al cierre del primer semestre del año, la actividad económica chilena continúa estancada. Si bien el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) del mes de junio registró una cifra mejor que la esperada por el mercado, alcanzando una caída en doce meses del 0,8%, el IMACEC desestacionalizado se ha mantenido en el mismo nivel por ya casi dos años.

Estas cifras se traducen en que, al analizar la evolución de las cifras del IMACEC con ajuste estacional, los niveles actuales de actividad se ubican por debajo del nivel tendencial (ver Gráfico 7). Ello implica una brecha negativa del producto, lo que presiona a la baja la inflación.

El estancamiento de la actividad económica se traduce en un menor dinamismo en el mercado laboral chileno. En efecto, el Índice de Avisos Laborales de Internet (IALI) ha registrado variaciones anuales negativas consecutivamente durante trece meses. En julio, el indicador cayó en un 35,5% respecto al mismo mes del año anterior. A su vez, la tasa de desocupación se mantiene por encima de su rango histórico (6-8%) y en junio alcanzó un 8,5%. El aumento en la ocupación ha sido proporcionalmente inferior al incremento en la participación laboral, lo cual se traduce en que no todas las personas que están volviendo a la fuerza de trabajo están encontrando empleo. Estas tendencias del mercado del trabajo explican de manera general el aumento en doce meses de 0,7 puntos porcentuales en la tasa de desocupación de junio.

Por otro lado, las presiones inflacionarias continúan cediendo de manera importante. La evolución de la variación en doce meses de los principales índices de precios exhibe una clara tendencia a la baja. El crecimiento anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) mantuvo su trayectoria decreciente, alcanzando una inflación anual de 6,5% durante el mes de julio, la tasa más baja registrada desde noviembre de 2021 (ver Gráfico 8). Esta trayectoria se replica en la inflación subyacente (aquella que considera una canasta que excluye los bienes y servicios volátiles) aunque a un ritmo menor. En el mes de julio, el IPC sin volátiles alcanzó un crecimiento en doce meses del 8,5%.

[La evolución de la variación en doce meses de los principales índices de precios exhibe una clara tendencia a la baja.](#)

Las expectativas de inflación también se han ajustado a la baja. Los datos provenientes de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) indican que la inflación esperada a dos años se mantiene anclada a la meta inflacionaria del Banco Central (3%, ver Gráfico 9). Ello es importante, en particular luego de venir de un período en que dichas expectativas estuvieron desancladas. En el corto plazo, la evolución de la actividad económica, los indicadores sectoriales y del mercado laboral apuntan a que la trayectoria decreciente de la inflación se prolongue con el pasar de los meses. Al respecto, la última Encuesta de Expectativas Económicas revela que el mercado espera que el IPC de agosto sea 0,3% mayor que el IPC de julio, lo cual implicaría una variación en doce meses del IPC de 5,5%, y con ello, que la inflación anual continúe su tendencia a la baja. Por otro lado, es poco probable que la reciente depreciación que ha experimentado el tipo de cambio desvíe la tendencia a la baja en la inflación. Hacia fines de año se espera una inflación cercana a 4%.

En línea con las tendencias exhibidas por los índices de precios, en su reunión de política monetaria de julio, el Banco Central de Chile anunció un recorte en la tasa de interés de 100 puntos base. Esta decisión marca el inicio del proceso de reducción de tasa, luego de que el ente rector mantuviera la tasa de política monetaria en su nivel máximo (11,25%) durante un poco más de nueve meses. De hecho, las expectativas del mercado apuntan hacia reducciones significativas en la tasa de interés durante el resto del año. En efecto, los indicadores de expectativas revelan que el mercado espera que el Banco Central lleve a cabo recortes de magnitud similar a la reciente en las tres reuniones que quedan durante este año. De esta manera, hacia al cierre del año la tasa de política monetaria llegaría a niveles del 7-7,5% (ver figura 10).

Finalmente, luego de un notable desempeño en materia fiscal durante 2022, las proyecciones para 2023 son menos alentadoras y configuran un deterioro en el escenario fiscal del país. En efecto, el Informe de Finanzas Públicas del segundo trimestre estima que los ingresos del gobierno central caerán en un 10,9% en 2023 respecto a la ejecución de 2022, mientras que los gastos crecerán en un 0,7%. Por otro lado, al analizar la ejecución presupuestaria del primer semestre de este año, se observa que los ingresos cayeron en un 16,2% y los gastos crecieron en un 6,9% (ver Cuadro 2). En el actual contexto económico, la evolución de los principales indicadores fiscales será un importante foco de debate en la agenda económica nacional, sobre todo en el marco de la discusión de la ley de presupuestos de 2024, la cual se llevará a cabo en los próximos meses.

IV.

GRÁFICOS Y CUADROS

GRÁFICO 1. Indicador PMI países desarrollados



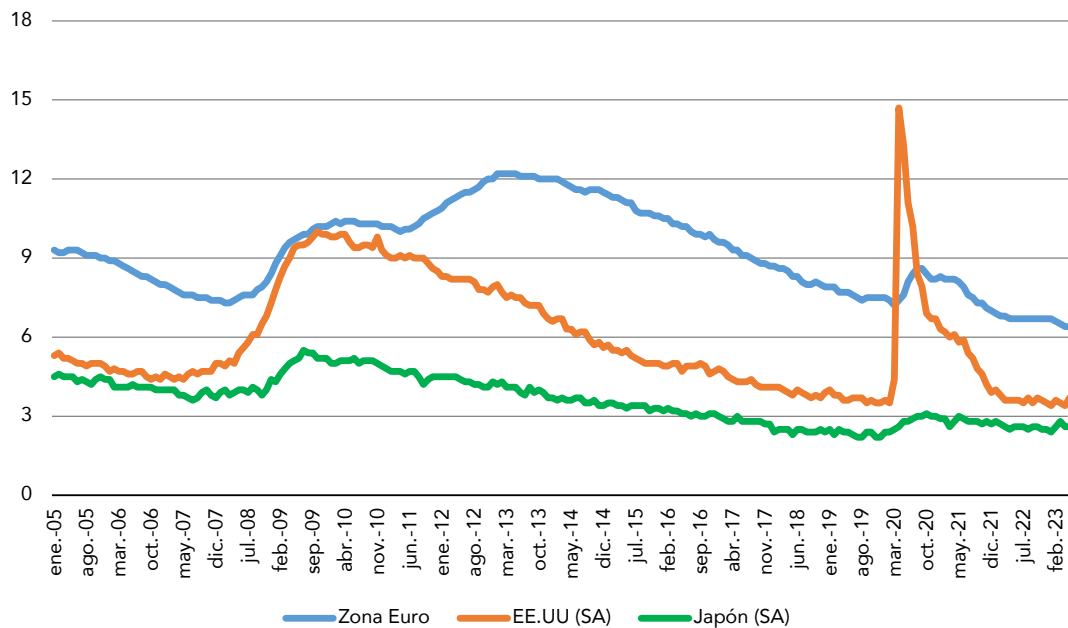
FUENTE: Bloomberg, Markit Economics.

CUADRO 1. Proyecciones del crecimiento mundial

	Promedio 1980-2018	2019	2020	2021	2022	2023**	2024**
Mundo	3,5	2,8	-3,1	6,0	3,4	3,0(2,8)	3,0(3,0)
Ec. avanzadas	2,4	1,7	-4,5	5,2	2,7	1,5(1,3)	1,4(1,4)
USA	2,6	2,2	-3,4	5,7	2,1	1,8(1,6)	1,0(1,1)
Eurozona	1,6	1,3	-6,4	5,2	3,5	0,9(0,8)	1,5(1,4)
Japón	1,9	0,7	-4,5	1,7	1,1	1,4(1,3)	1,0(1,0)
Ec. emergentes	4,5	3,7	-2,0	6,6	4,0	4,0(3,9)	4,1(4,2)
China	9,5	6,1	2,3	8,1	3,0	5,2(5,2)	4,5(4,5)
América Latina	2,6	0,0	-6,9	6,9	4,0	1,9(1,6)	2,2(2,2)

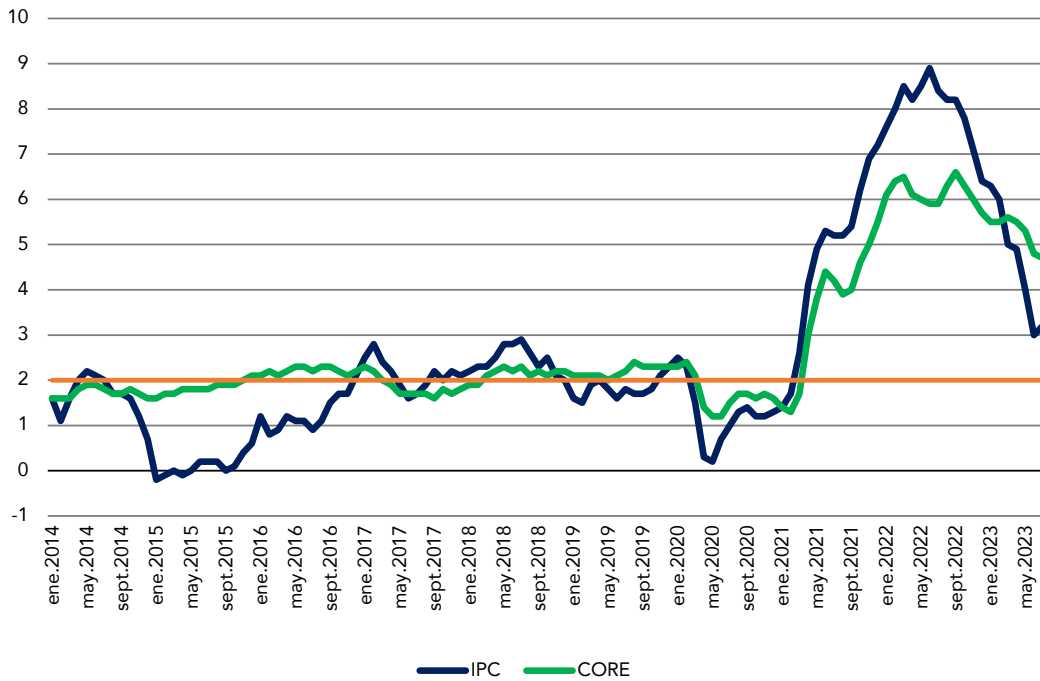
NOTAS: Entre paréntesis la proyección anterior (abril, 2023); ** proyección de julio, 2023.
FUENTE: FMI.

GRÁFICO 2. Tasas de desempleo de países desarrollados



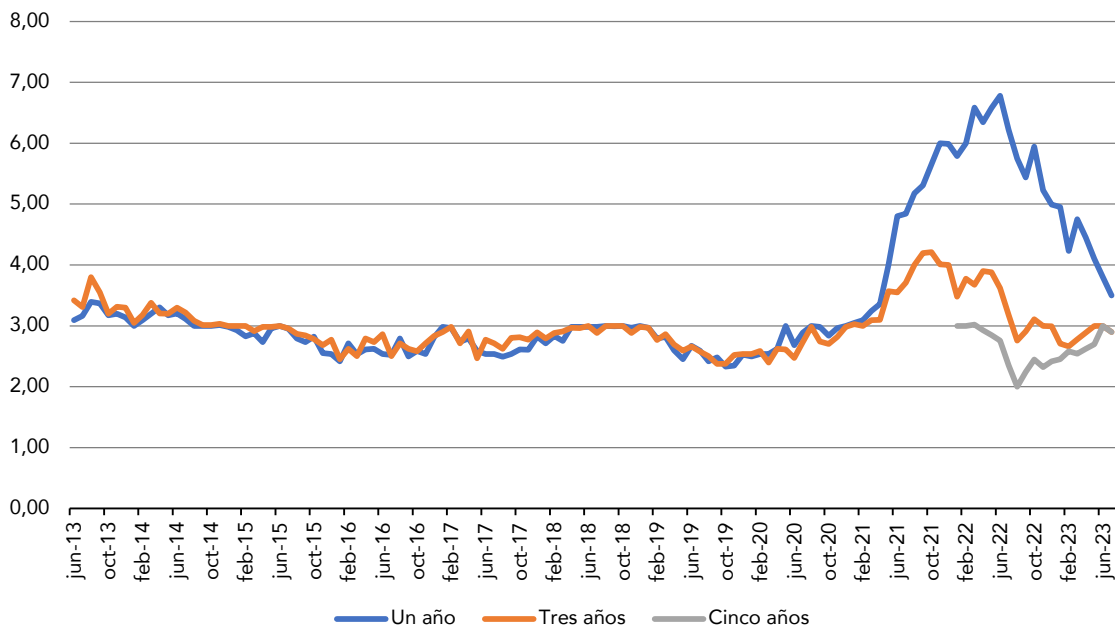
FUENTE: Eurostat, Statistics Bureau of Japan, Bureau of Labor Statistics of US.

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



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

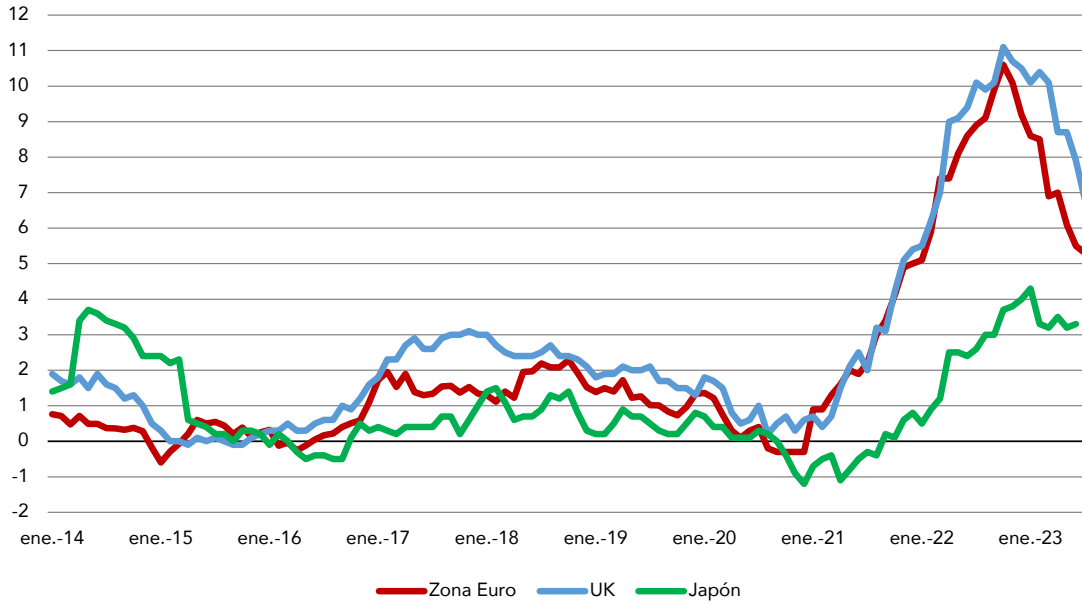
GRÁFICO 4. Expectativas de inflación de Estados Unidos



NOTA: Valores de la mediana de la encuesta.

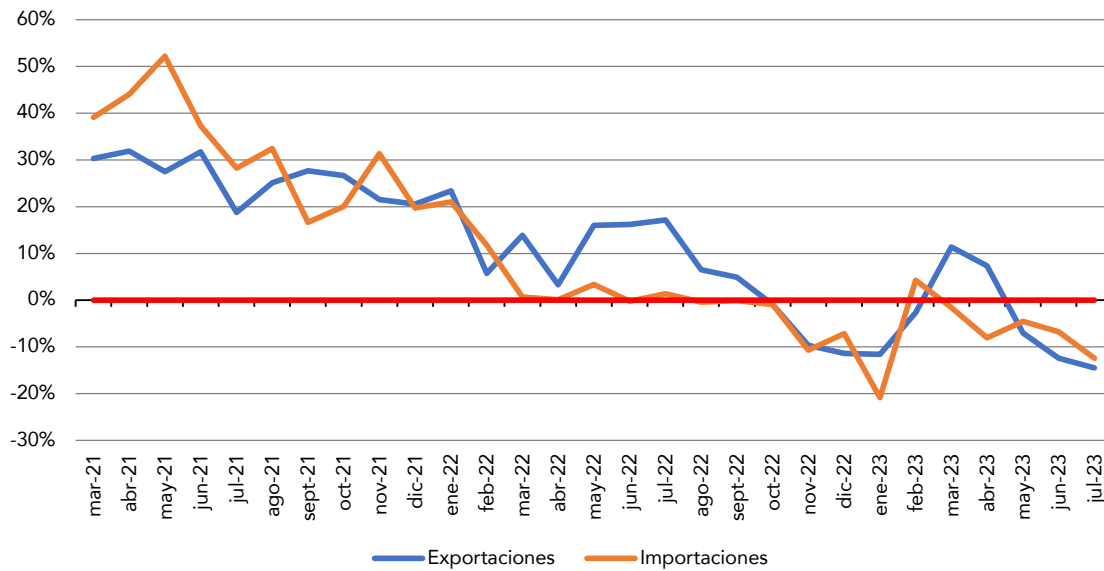
FUENTE: Federal Reserve Bank of New York. Survey of Consumer Expectations.

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



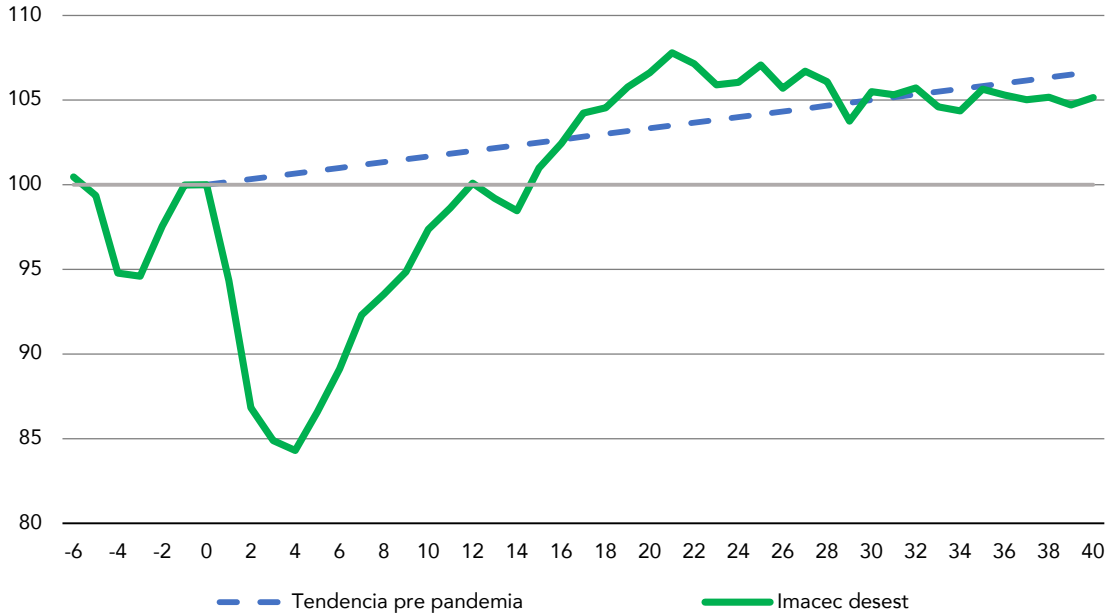
FUENTE: Eurostat, Office for National Statistics, Statistics Bureau of Japan.

GRÁFICO 6. Comercio exterior China (variación % anual)



FUENTE: National Bureau of Statistics of China.

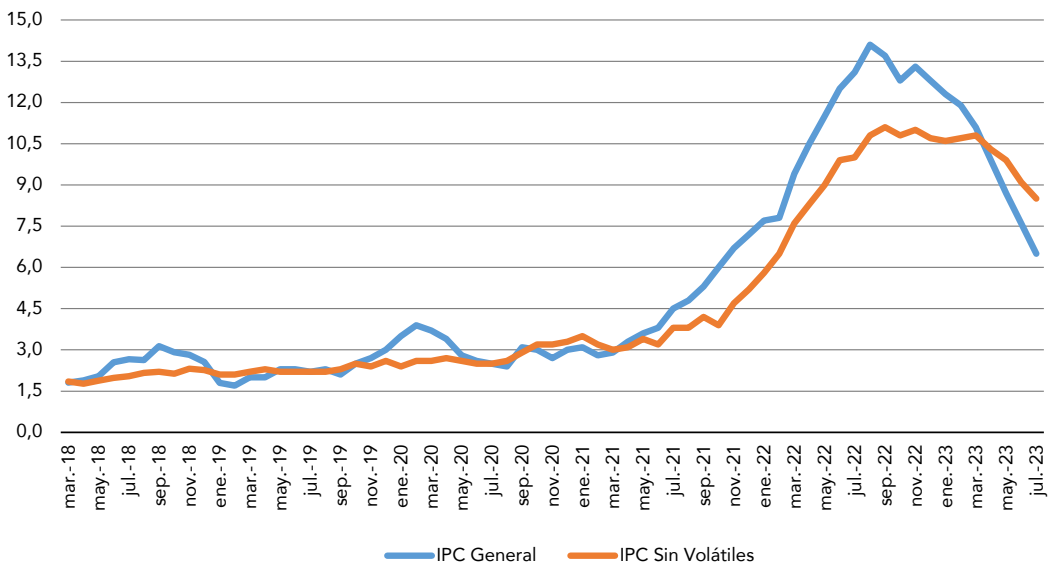
GRÁFICO 7. Evolución del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMACEC) desestacionalizado



NOTA: Imacec desestacionalizado, t=0 y valor igual a 100 corresponde al mes anterior destacado en cada serie, y a febrero 2020 en el análisis de la actual crisis. La línea azul segmentada representa la tendencia de crecimiento, asumiendo una tasa del 2%.

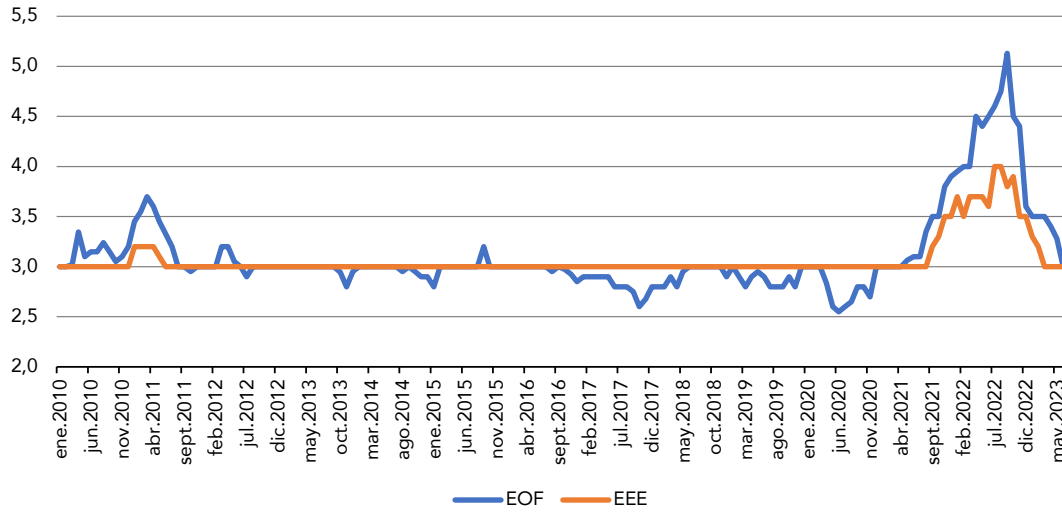
FUENTE: S. Claro (2020), Banco Central de Chile.

GRÁFICO 8. Inflación (variación % anual)



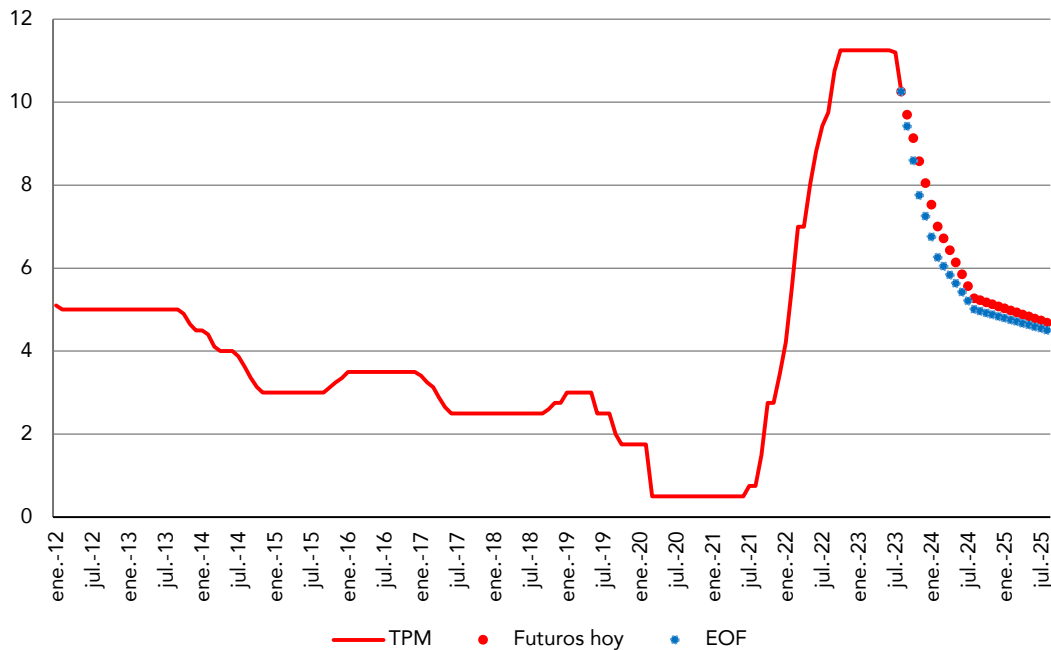
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

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 16 de agosto.
 FUENTE: Banco Central de Chile, Bloomberg, Santander.

CUADRO 2. Proyecciones de cifras fiscales

Transacciones que afectan el patrimonio neto	2022*	Proyectado 2023 (abril)**	Proyectado 2023 (julio)**	Ejecutado hasta junio 2023**
Ingresos	6,2	(3,5)	(10,9)	(16,2)
Ingresos tributarios netos	9,6	(3,2)	(11,6)	(22,4)
Tributación minería privada	23,7	(20,2)	(35,7)	(53,1)
Tributación resto contribuyentes	8,6	(1,9)	(9,7)	(30,8)
Gastos corrientes	(26,2)			
Gasto de capital	4,7			
Total ingresos	6,2	(3,5)	(10,9)	(16,2)
Total gastos	(23,0)	0,6	0,7	6,9
Balance Fiscal (% del PIB)	1,1	(1,6)	(1,9)	
Balance Estructural (% del PIB)	0,2	(1,9)	(2,1)	

NOTAS: * variación real respecto a la proyección efectiva de 2021; ** variación real a la proyección para el año 2022; las cifras corresponden a la variación porcentual real anual.
FUENTE: DIPRES.



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](#)

