

P.

puntos de referencia

CENTRO  
DE ESTUDIOS  
PÚBLICOS

EDICIÓN DIGITAL  
N° 595, ENERO 2022

ECONOMÍA Y POLÍTICAS PÚBLICAS

# Momento económico internacional y nacional

RODRIGO VERGARA



# RESUMEN

- El 2021 se consolidó como un año muy positivo en términos de la recuperación de la actividad económica global. No obstante, las proyecciones de crecimiento y otras señales apuntan hacia una desaceleración en los próximos años.
- La inflación se establece como una de las mayores preocupaciones en la agenda económica de diversas regiones del mundo. En varias economías desarrolladas, la tasa de inflación ha alcanzado valores no vistos en décadas.
- Respecto al debate de la naturaleza transitoria o permanente del fenómeno inflacionario, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) ha mostrado una mayor aceptación hacia la conjetura de que la inflación estará presente por más tiempo que el estimado originalmente. Sin embargo, en Europa las autoridades monetarias continúan inclinándose por la hipótesis transitoria. Con todo, el debate aún no se da por cerrado y es clave para un manejo adecuado de la política monetaria.
- La economía china exhibe una desaceleración del crecimiento desde el segundo trimestre del año pasado y las cifras del cuarto trimestre confirman el menor dinamismo de la actividad. Dicho país creció un 8,1% en 2021, y se espera una expansión bastante más baja en 2022.
- La economía chilena creció de manera notable durante 2021. En efecto, las proyecciones apuntan a una tasa de crecimiento cercana al 12%, la cifra más alta desde que existen registros oficiales de cuentas nacionales (1960). No obstante, se espera una desaceleración y una potencial recesión en la actividad económica durante al menos parte de este año.
- Los índices de precios de Chile mantienen la tendencia al alza. En detalle, la inflación de diciembre alcanzó un 7,2%, cifra no vista desde la crisis financiera global del 2008-2009. A su vez, las expectativas de inflación se han desanclado de la meta inflacionaria del Banco Central, lo cual representa un importante desafío para la autoridad monetaria.
- A modo de respuesta a las presiones inflacionarias, el Banco Central ha retirado significativamente el estímulo monetario. En particular, durante 2021 realizó cuatro aumentos a la tasa de política monetaria, la cual alcanzó un 4% en diciembre. En este marco, el mercado espera nuevos incrementos de tasa de interés y no se descarta que alcance valores cercanos al 7%.

**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 20 de enero, con algunas actualizaciones.



## INTRODUCCIÓN

La consolidación de una notable senda de recuperación de la actividad económica mundial fue una de las principales características del año 2021. Algunas proyecciones indican que el mundo creció a una tasa de 5,5% durante el año pasado (Banco Mundial, 2022) dejando atrás los efectos negativos del primer año de la pandemia sobre la actividad. A pesar de lo anterior, las proyecciones de crecimiento para los próximos años dan cuenta de una moderación en términos de la actividad económica global. En particular, se espera que las proyecciones para el año 2022 se revisen a la baja, sobre un nivel que ya marcaba una desaceleración importante respecto del año previo. En línea con lo anterior, la evolución de los indicadores PMI en el sector manufacturero y servicios de economías desarrolladas dan cuenta de que la moderación en la actividad comenzó desde mediados del 2021.

La evolución de los mercados laborales de economías desarrolladas durante 2021 también refleja una recuperación sostenida, aunque más rezagada que en el caso de la actividad. A pesar de este rezago, los últimos datos indican que la tasa de desempleo de Estados Unidos, la Zona Euro y Japón se acercan a los niveles previos a la pandemia.

La inflación se posicionó como una de las mayores preocupaciones en materia económica durante 2021. Desde el segundo trimestre del año pasado, aparecieron las primeras señales de tendencias al alza en los índices de precios de diversas regiones del mundo. Dichas señales se fueron agudizando con el pasar de los meses y actualmente la inflación ocupa un puesto relevante en las agendas económicas de muchos países.

### Dentro de las economías desarrolladas, la tasa de inflación del mes de diciembre de Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido alcanzaron cifras no vistas en décadas.

Dentro de las economías desarrolladas, la tasa de inflación del mes de diciembre de Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido alcanzaron cifras no vistas en décadas. En el caso particular de Estados Unidos, la variación en doce meses del índice de precios al consumidor (IPC) de diciembre (7%) es la cifra más alta en los últimos cuarenta años. En este contexto, una discusión trascendental para

el manejo adecuado de la política monetaria consiste en la naturaleza transitoria o permanente de las presiones inflacionarias. Si bien el debate aún no se encuentra resuelto, algunas autoridades monetarias, como la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), han cambiado su posición inicial referente a un fenómeno transitorio hacia la conjetura de presiones inflacionarias de naturaleza más permanente. En cambio, en Europa las autoridades del Banco Central Europeo se siguen aferrando en favor de la hipótesis de un fenómeno muy transitorio.

En Estados Unidos, las expectativas de inflación también se han elevado. En consecuencia, la Reserva Federal ha ajustado las señales sobre el futuro de la política monetaria. En efecto, el mercado espera que los primeros incrementos se lleven a cabo durante el primer trimestre de 2022, lo cual era un escenario muy improbable hace algunos meses atrás.

Por otro lado, la economía china exhibe una desaceleración del crecimiento desde el segundo trimestre del año pasado. Con todo, cifras preliminares indican que China creció a una tasa del 8,1% durante el 2021, lo cual es una buena noticia para nuestro principal socio comercial. No obstante, se estima el gigante asiático crecerá a una tasa más moderada en 2022 y es probable que las proyecciones para ese año se ajusten a la baja.

En Chile, la economía creció de manera notable durante 2021. Las elevadas cifras de la variación en doce meses del índice mensual de actividad económica (IMACEC) a partir de abril de 2021 dan cuenta de lo anterior. Adicionalmente, la serie desestacionalizada del IMACEC muestra una notable recuperación de la actividad económica durante el año pasado. En efecto, el último dato disponible revela que la actividad no solamente alcanza los niveles previos a la pandemia, sino que se ubica por encima de la tendencia en aproximadamente cuatro puntos porcentuales. En esa misma línea, se proyecta que la economía chilena habría crecido 12% durante 2021, lo que correspondería a la cifra más alta desde que existen registros de cuentas nacionales (1960). A pesar de lo anterior, se espera una fuerte moderación en las tasas de crecimiento de la actividad durante 2022, las cuales podrían llegar a ser negativas en algunos meses.

El mercado laboral chileno continúa su senda de recuperación. En noviembre la tasa de desocupación se ubica dentro del rango de la última década (6-8%). Sin embargo, el mercado del trabajo se podría ver afectado por la desaceleración de la actividad económica durante 2022. Lo anterior es muy relevante si consideramos que a la fecha aún quedan por recuperar 478 mil empleos y que 519 mil personas reingresen a la fuerza laboral para alcanzar los niveles previos a la crisis sanitaria.

Chile no se mantiene al margen del fenómeno inflacionario observado en otras partes del mundo. La variación en doce meses del índice de precios al consumidor (IPC) alcanzó un 7,2% en el mes de diciembre, la cifra más alta desde la crisis financiera global del 2008-2009. En este marco, las presiones inflacionarias en conjunto a la probable desaceleración de la actividad económica posicionan en el debate la idea de un potencial período de estanflación en la economía chilena.

Por su parte, el Banco Central ha ido retirando el estímulo monetario, como consecuencia del alza en la inflación y, relacionado con lo anterior, el dinamismo de la actividad y la demanda interna. En con-

creto, la autoridad monetaria realizó cuatro aumentos en la tasa de política monetaria el año pasado, la cual se sitúa actualmente en 4%. Con todo, el mercado espera futuros incrementos en la tasa de interés y no se descarta que pueda alcanzar valores cercanos a 7%. A su vez, las expectativas de inflación a dos años se han ajustados al alza y se han desanclado de la meta inflacionaria del Banco Central. Este último punto será un desafío clave en el futuro manejo de la política monetaria del país.



## SITUACIÓN INTERNACIONAL

Durante el año pasado se observó una notable y sostenida recuperación de la actividad económica global. En efecto, en su último informe de enero, el Banco Mundial estimó que la economía global creció a una tasa de 5,5% durante 2021, lo cual refleja el gran dinamismo registrado a lo largo de todo el año pasado. No obstante, se espera una desaceleración en el crecimiento de 2022. Por su parte, la Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional (FMI), Kristalina Georgieva, declaró que es probable que las proyecciones de la institución para el crecimiento de este año se corrijan a la baja debido al impacto de la variable Ómicron en las distintas economías. En esa misma línea, las estimaciones publicadas en enero por el Banco Mundial indican que el mundo crecerá a una tasa de 4,1%, durante 2022, lo que representa una caída respecto al 4,3% proyectado en junio del año pasado.

Durante el año pasado se observó una notable y sostenida recuperación de la actividad económica global... No obstante, se espera una desaceleración en el crecimiento de 2022.

La evolución de los indicadores PMI de los sectores manufacturero y servicios en economías desarrolladas dan cuenta del menor dinamismo de la actividad. Luego de alcanzar cifras históricas a mediados de 2021, los indicadores PMI del sector manufacturero de Estados Unidos, la Zona Euro y el Reino Unido exhiben un ajuste a la baja, lo que pone en evidencia la paulatina moderación de la actividad económica (Gráfico 1). A pesar de lo anterior, los indicadores aún se mantienen en la zona expansiva (valores mayores a 50). En el caso del sector manufacturero de Japón, la serie del indicador PMI muestra una trayectoria más moderada que el resto de las economías desarrolladas. Por su parte, los

indicadores PMI del sector servicios presenta tendencias similares a las observadas en el sector manufacturero, con una desaceleración de la actividad, pero manteniéndose en la zona expansiva (Gráfico 2).

Los efectos negativos de la pandemia en los mercados laborales de países desarrollados se han atenuado de manera notable. El mercado del trabajo de Estados Unidos es un caso emblemático en materia de recuperación, ya que la tasa de desempleo durante el mes de diciembre se acerca a los niveles previos a la crisis sanitaria (3,9%). No obstante, las cifras de empleo y participación laboral de Estados Unidos revelan que aún quedan por recuperar cerca de 2,9 millones de puestos de trabajo (de los más de 25 millones que se perdieron en el peor momento de la pandemia) y 2,3 millones de personas se reincorporaron a la fuerza de trabajo. En otras regiones, como la Zona Euro y Japón, las tasas de desempleo también se acercan a los niveles registrados antes de la pandemia y crisis sanitaria (Gráfico 3).

La inflación continúa siendo uno de los tópicos más relevantes y preocupantes para la economía mundial. Desde el segundo trimestre del año pasado, aparecieron las primeras señales de presiones inflacionarias. Con el pasar de los meses, estas señales se fueron profundizando y se abrió un gran debate entre los expertos respecto a la naturaleza transitoria o permanente del alza en los precios. Actualmente, en diversas regiones del mundo las cifras del aumento de los índices de precios exhiben valores históricos. En el caso de Estados Unidos, la variación en doce meses del índice de precios al consumidor (IPC) alcanzó un 7% en diciembre, el valor más alto registrado en los últimos cuarenta años (Gráfico 4). A su vez, en diciembre la Zona Euro registró la inflación más alta desde su creación (5%). En el caso del Reino Unido, la inflación alcanzó un 5,4% durante diciembre, la cifra más alta en los últimos veinte años (Gráfico 5).

La intensificación de las presiones inflacionarias ha llevado a las autoridades monetarias a tomar medidas para mantener la estabilidad en los precios y el mercado ha ajustado sus expectativas de inflación. En particular, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) ha avanzado hacia el término del relajamiento cuantitativo, a través de la reducción de la compra de instrumentos de deuda. En esa misma línea, la FED ha ajustado gradualmente las señales de aumento de la tasa de política monetaria hacia el mercado. En efecto, se espera que durante el primer trimestre de 2022 se registren los primeros incrementos en la tasa de interés (Gráfico 6), contrastando de manera considerable a las expectativas previas, las cuales sostenían en un principio que los aumentos de tasas comenzarían en 2024, las que luego se ajustaron a 2023 y más recientemente a este año. Lo anterior, también se refleja en una tendencia al alza de las tasas de interés de largo plazo.

Por otro lado, las expectativas de inflación en Estados Unidos se han ajustado significativamente al alza y permanece latente la preocupación por el desanclaje de estas expectativas respecto a la meta inflacionaria. Por todo ello, se estima que la inflación y el manejo de la política monetaria sea uno de los temas más importante de la agenda económica en el mundo durante 2022.

China exhibe una fuerte moderación en términos del crecimiento de la actividad económica. En detalle, durante el tercer y cuarto trimestre de 2021, el gigante asiático registró tasas de crecimien-

tos en torno al 4%. Estas cifras se contrastan de manera notable al crecimiento de la primera parte del año (Gráfico 7). Esta desaceleración del crecimiento también se observa en las tendencias de la producción industrial. Con todo, este país creció 8,1% durante 2021. Sin embargo, al igual que el resto del mundo, es probable que las expectativas de crecimiento para China durante 2022 se sigan ajustando a la baja.



## SITUACIÓN NACIONAL

El año 2021 se configuró como un escenario marcado por un crecimiento económico sin precedentes para la economía chilena. Desde el segundo trimestre del año pasado, la variación en doce meses del índice mensual de actividad económica (IMACEC) alcanzó cifras históricas. En efecto, las tasas de crecimiento de la actividad económica se consolidaron en los dos dígitos desde el mes de abril y los últimos datos del Banco Central revelan que durante el mes de noviembre la economía chilena creció a una tasa de 14,3% (Gráfico 8). En este marco, las estimaciones apuntan que Chile crecerá a una tasa de 12% en 2021, lo cual representa la cifra más alta desde que existen registros de cuentas nacionales en el país.

En línea con lo anterior, la serie del IMACEC desestacionalizado refleja la sólida recuperación de la economía chilena luego del profundo impacto de la pandemia en la actividad, la cual superó todas las expectativas que se tenían al inicio de la crisis sanitaria. En detalle, se observa que al mes de noviembre de 2021, la actividad no sólo se posiciona por encima de los niveles previos a la pandemia sino que supera la tendencia pre-pandemia en aproximadamente cuatro puntos porcentuales (Gráfico 9).


No obstante lo anterior, es importante señalar que este increíble auge en el crecimiento de la economía chilena es insostenible en el tiempo. La alta base de comparación que deja el 2021, el significativo retiro del estímulo monetario, el retiro del estímulo fiscal y la ausencia de retiros de fondos previsionales, son algunos de los elementos que explicarán el significativo menor dinamismo económico durante 2022, con tasas de crecimiento que incluso podrían ser negativas en algunos meses. En esa misma línea, las últimas estimaciones del Banco Central apuntan a que la economía chilena crecerá a una tasa entre 1,5 y 2,5 por ciento durante este año. En todo caso, un nuevo impulso fiscal o un nuevo retiro se traduciría en una desaceleración menos pronunciada, pero con serios costos a mediano y largo plazo. De igual forma, un escenario externo más negativo o mayores incertidumbres producto de la implementación del programa del gobierno entrante o de los resultados del proceso constituyente, acentuaría dicha desaceleración. Con todo, no es descartable crecimientos negativos algunos meses e incluso una recesión técnica.

El mercado laboral chileno continúa mostrando señales de recuperación. En noviembre, la tasa de desocupación alcanzó un 7,5% y, por primera vez desde el inicio de la pandemia, se ubica dentro del rango del 6-8% observado en la última década (Gráfico 10). Si bien esto representa buenas noticias para el mercado del trabajo, es importante tener en cuenta que aún quedan por recuperar 478 mil empleos y que 519 mil personas reingresen a la fuerza laboral para alcanzar los niveles previos a la crisis sanitaria. A su vez, es probable que la desaceleración de la actividad económica durante 2022 tenga algunos efectos negativos en el mercado del trabajo.

Al igual que en el resto del mundo, las presiones inflacionarias son un tema clave en la economía chilena. El aumento en el precio de las materias primas, el incremento de la inflación externa, problemas en la cadena de distribución y las presiones de demanda, son algunos de los factores detrás del aumento en los índices de precios. Durante el mes de diciembre, el índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación en doce meses del 7,2%, alejándose de manera significativa de la meta inflacionaria del Banco Central. Por otro lado, la inflación subyacente (aquella que no considera los alimentos y la energía) alcanzó un 6,4% en el mes de diciembre (Gráfico 11). Cabe destacar que desde la crisis financiera global del año 2008 no se observaban valores de esa magnitud para la variación en doce meses de ambos índices de precios. Dado lo anterior, y teniendo en consideración el ajuste a la baja en la actividad económica durante los próximos años, surge la interrogante acerca de un eventual escenario de estanflación (estancamiento más alza de precios) en Chile.

La tendencia al alza observada en los índices de precios ha llevado a que el Banco Central tomara acciones para hacer frente al fuerte período inflacionario que atraviesa Chile. Durante 2021, la autoridad monetaria ha anunciado cuatro incrementos en la tasa de política monetaria, la cual pasó de 0,5% en enero a 4,0% en la última reunión de diciembre. A pesar de la magnitud de estos incrementos, el mercado espera nuevos aumentos y se estima que la tasa de política monetaria podría aproximarse al 7% en el último trimestre de 2022 (Gráfico 12). En suma con lo anterior, se observa una sostenida tendencia al alza de las tasas de interés de distintos plazos y un aplanamiento de la curva de rendimiento.

Por otro lado, los datos de la Encuestas de Expectativas Económicas (EEE) indican que las expectativas de inflación a dos años se han desanclado de la meta inflacionaria del Banco Central (Gráfico 13). Lo mismo se infiere de las cifras provenientes de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF). Esto plantea un importante desafío para el Banco Central, el cual tendrá que orientar el manejo de la política monetaria, para que, entre otras cosas, estas expectativas disminuyan y vuelvan a estar ancladas.



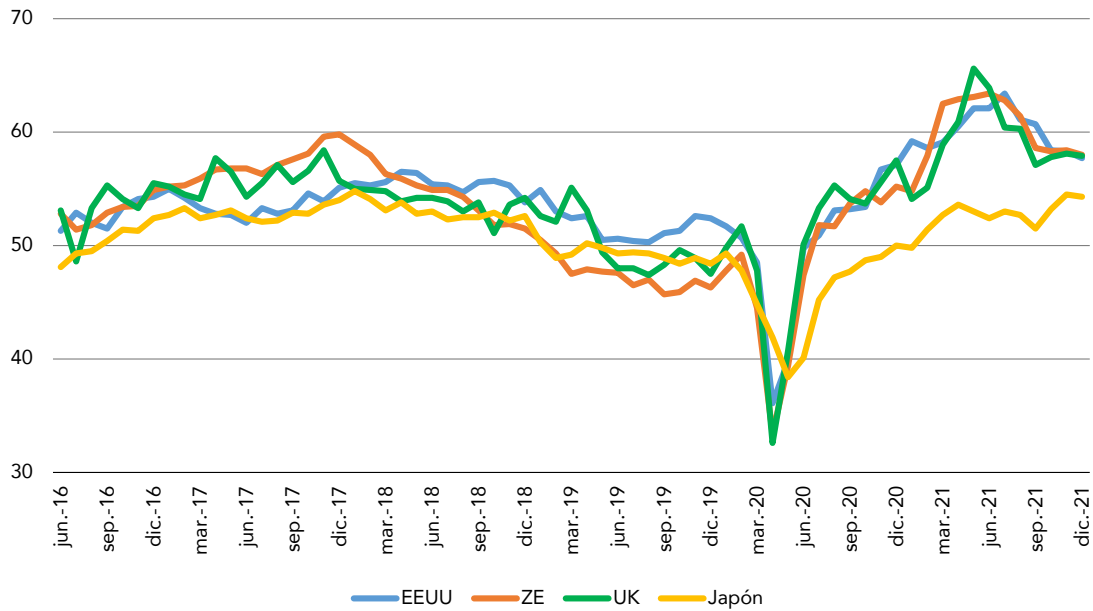
[Las expectativas de inflación a dos años se han desanclado de la meta inflacionaria del Banco Central.](#)



# IV.

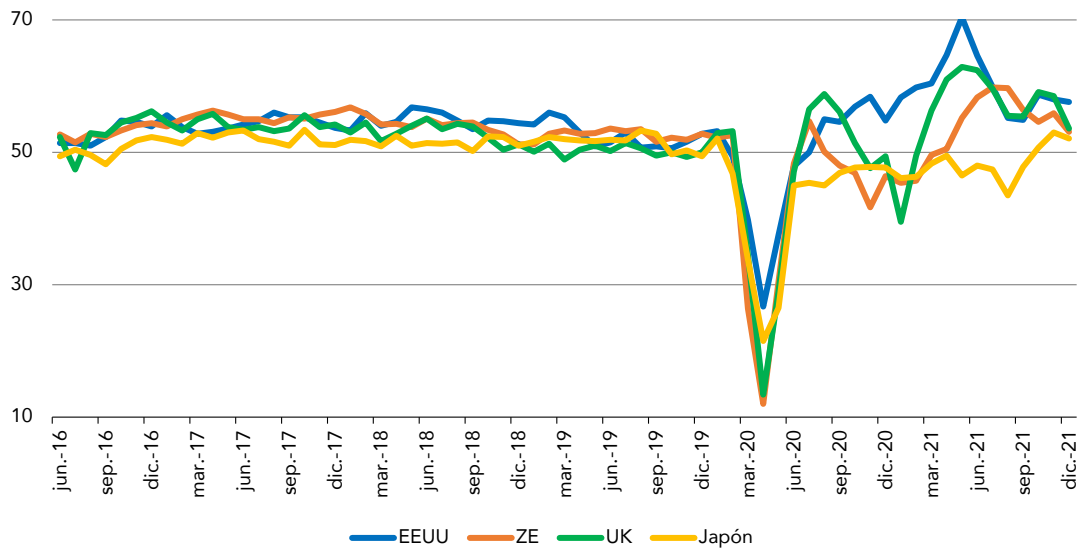
## GRÁFICOS

**GRÁFICO 1:** Indicador PMI manufacturas países desarrollados



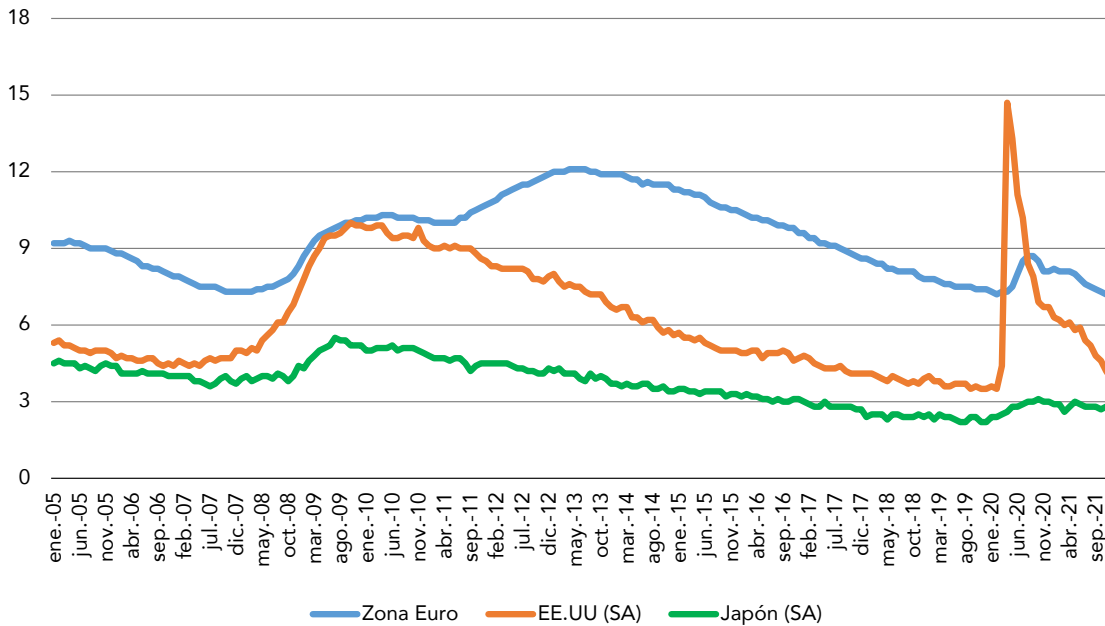
FUENTE: Bloomberg, MarkitEconomics.

**GRÁFICO 2:** Indicador PMI servicios países desarrollados



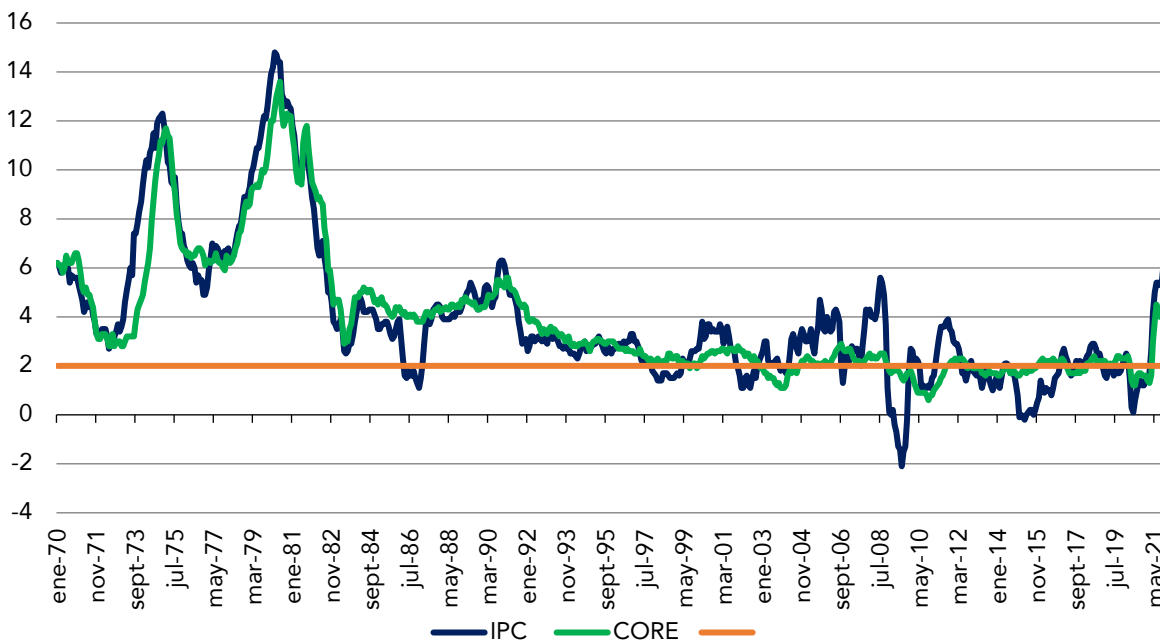
FUENTE: Bloomberg, MarkitEconomics.

**GRÁFICO 3:** Tasa de desocupación países desarrollados



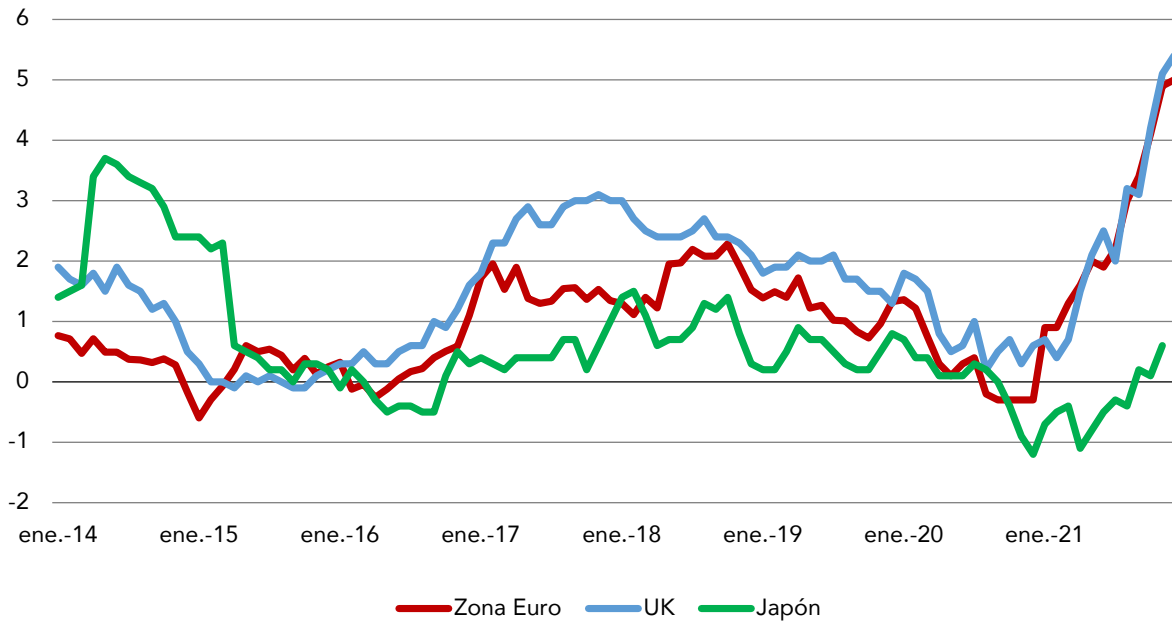
FUENTE: Eurostat, Statistics Bureau of Japan, Bureau of Labor Statistics of US.

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



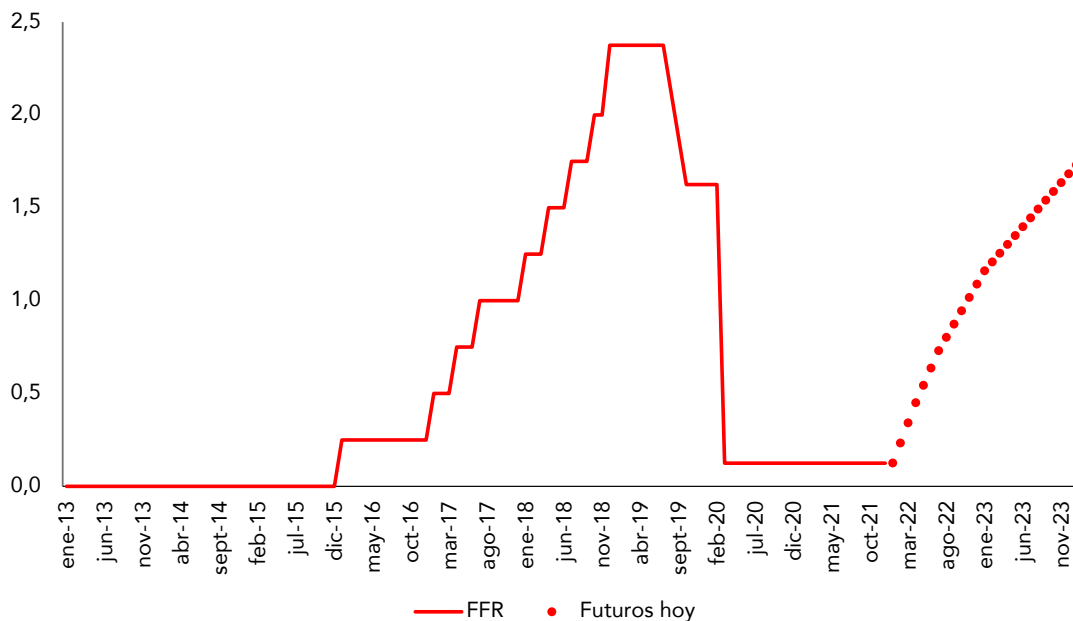
FUENTE: U.S Bureau of Labor Statistics.

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



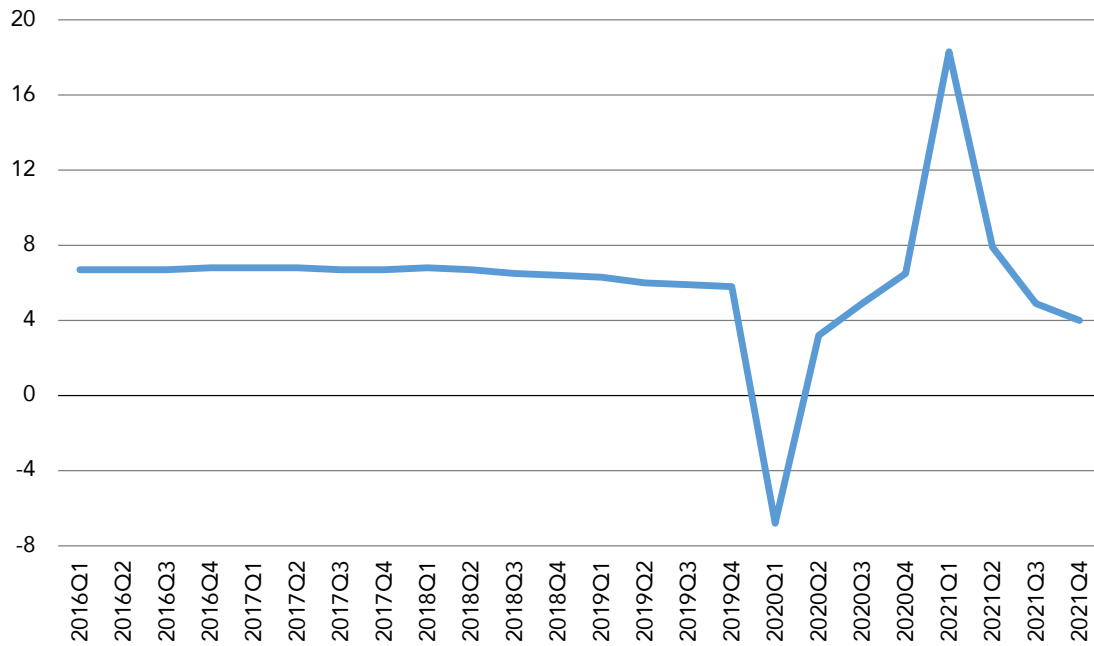
FUENTE: Eurostat, Office for National Statistics, Statistics Bureau of Japan.

**GRÁFICO 6:** Expectativas de política monetaria para Estados Unidos.



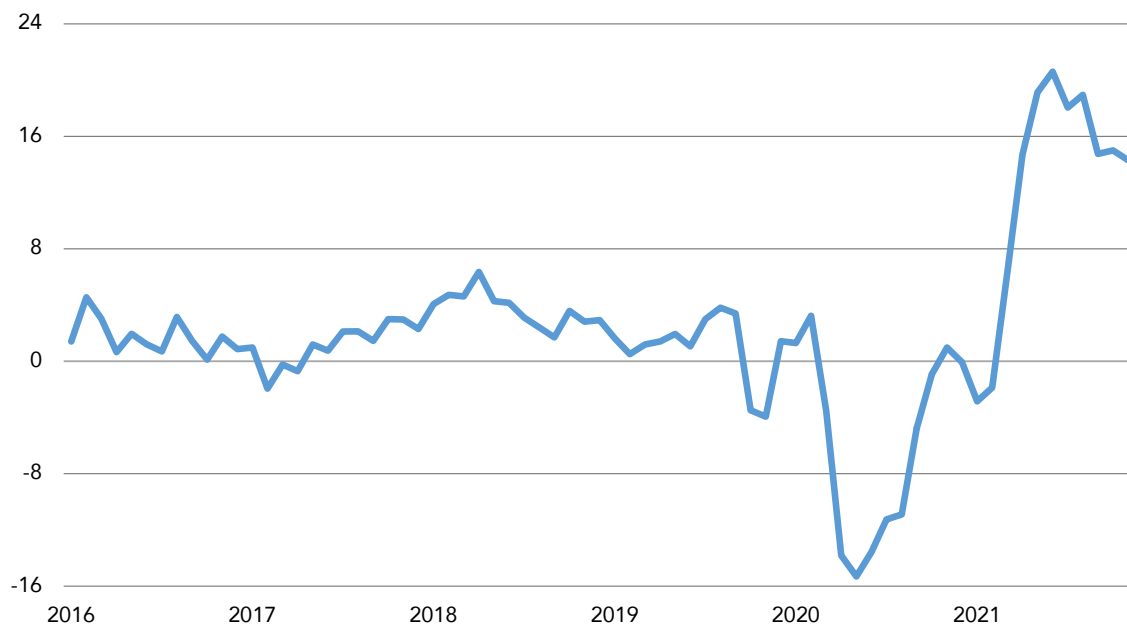
FUENTE: Bloomberg, Santander.

**GRÁFICO 7:** Crecimiento de China (variación % anual)



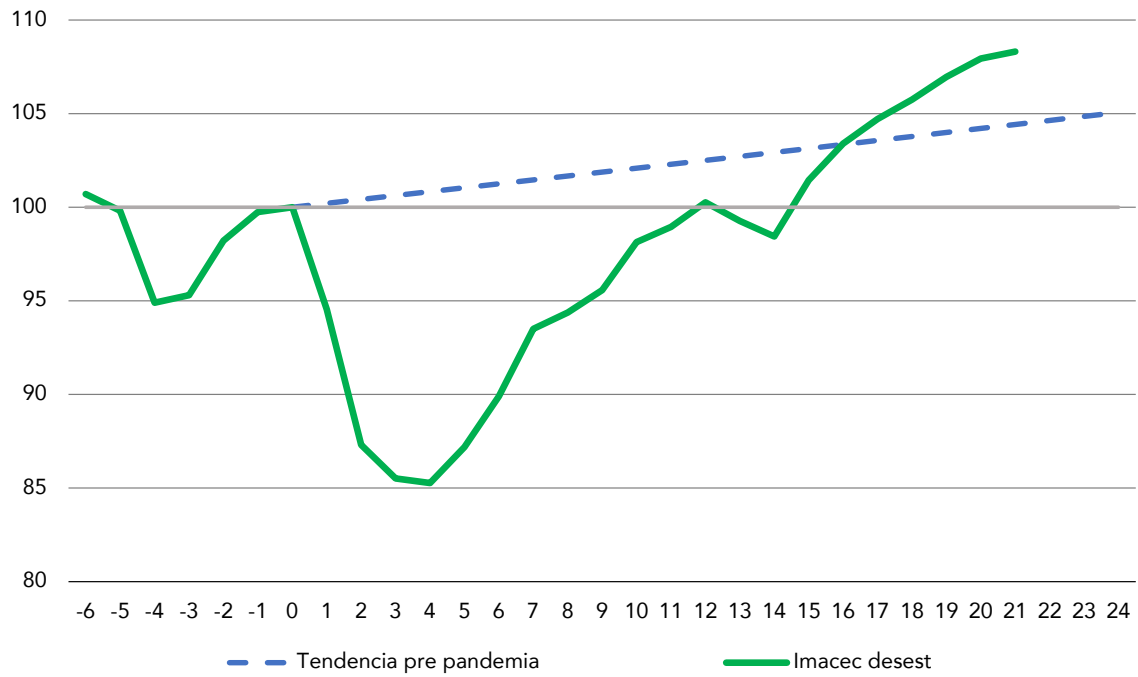
FUENTE: National Bureau of Statistics of China.

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



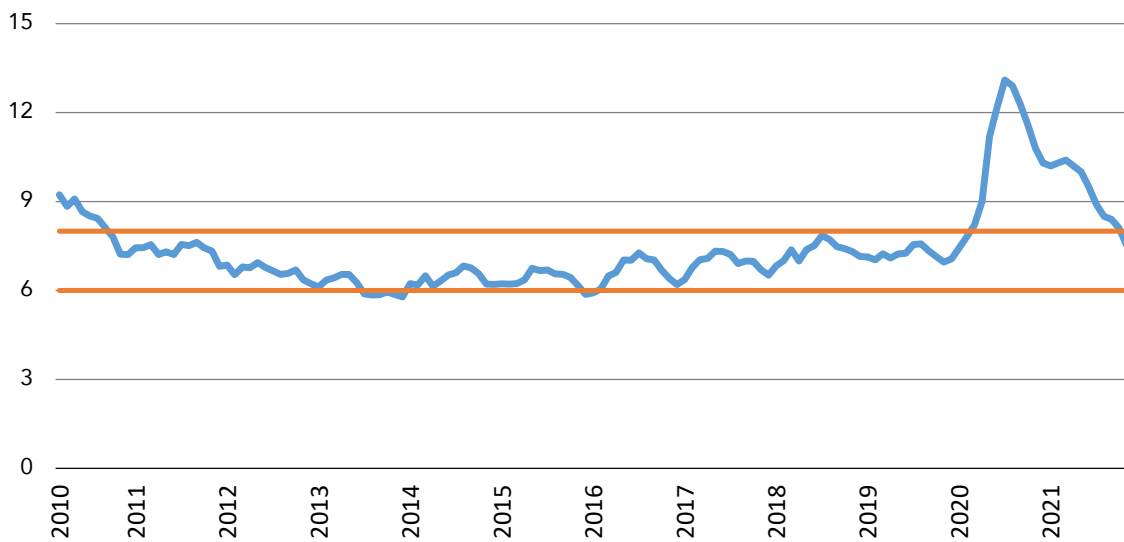
FUENTE: Banco Central de Chile.

GRÁFICO 9: IMACEC desestacionalizado



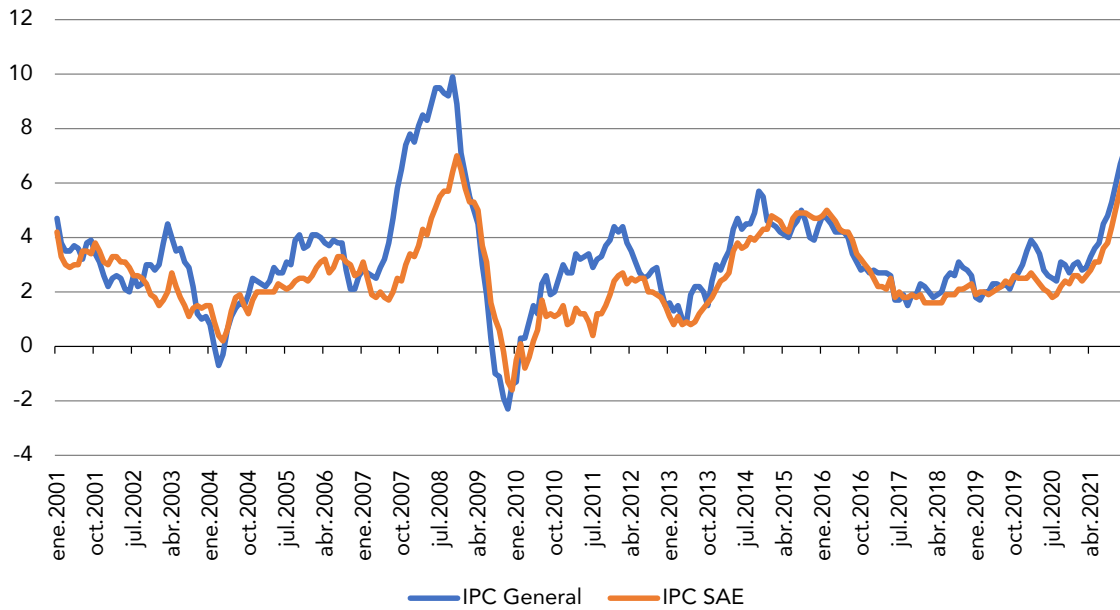
NOTA: : Imacec desestacionalizado, t=0 y valor igual a 100 corresponde al mes anterior destacado en cada serie, y a febrero 2020 en el análisis de la actual crisis.  
 FUENTE: S. Claro (2020), Banco Central de Chile.

GRÁFICO 10: Tasa de desocupación en Chile



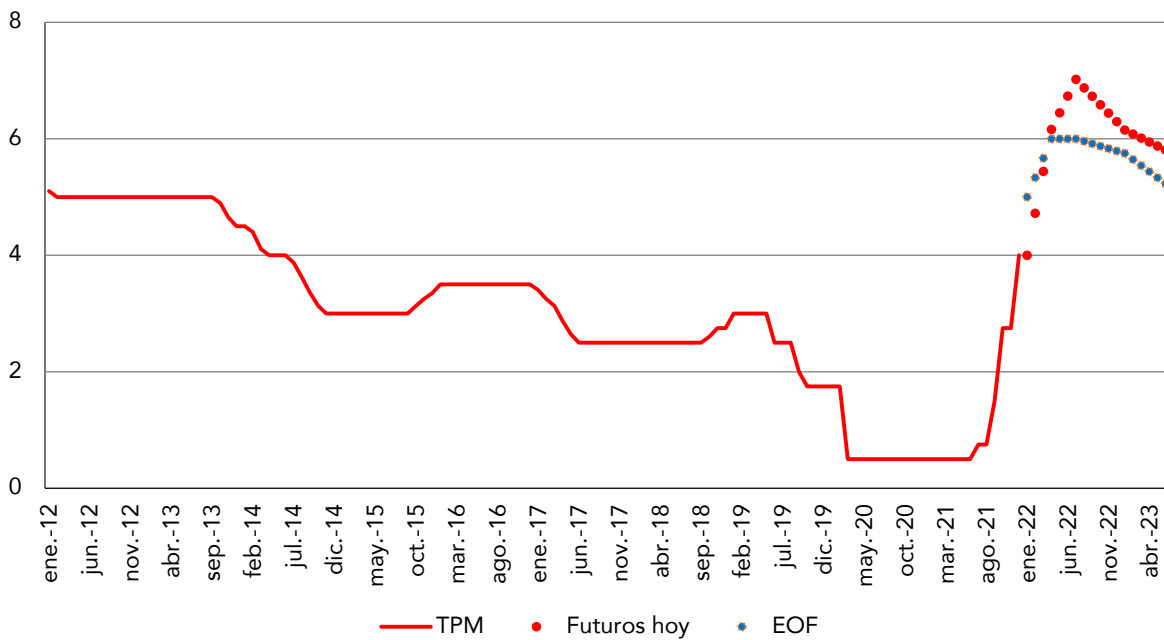
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

GRÁFICO 11: Inflación (variación % anual)



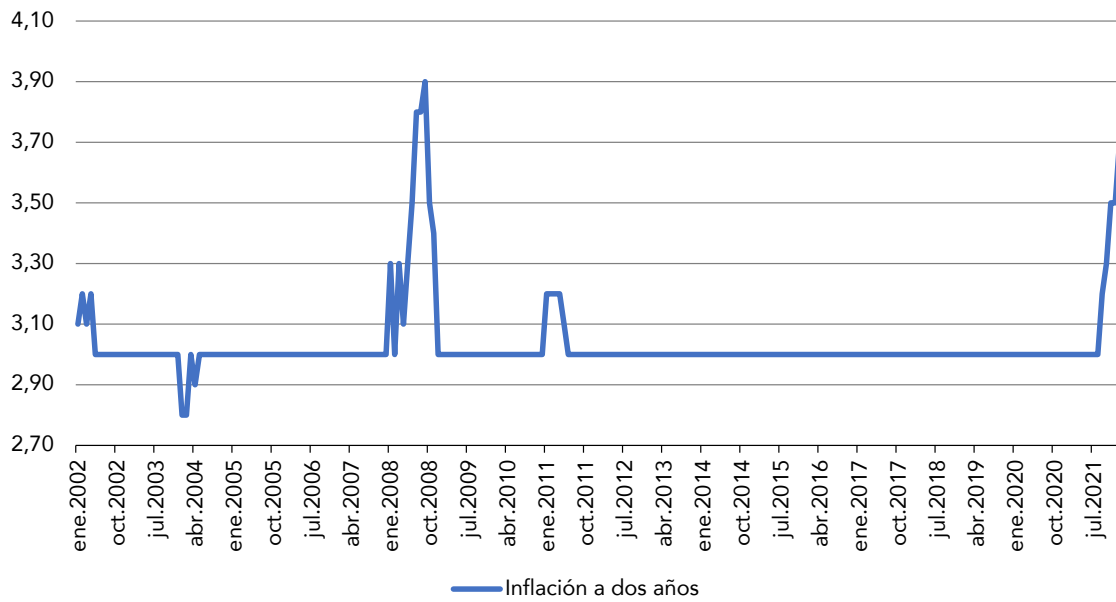
FUENTE: Banco Central de Chile (INE).

GRÁFICO 12: Expectativas de tasa de política monetaria para Chile



FUENTE: Banco Central de Chile, Bloomberg, Santander.

**GRÁFICO 13:** Expectativas de inflación a dos años (EEE)



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.

Editor: Rafael Sánchez F.

Diagramación: Pedro Sepúlveda V.

[VER EDICIONES ANTERIORES](#)

