

**Gemines**<sup>®</sup>  
CONSULTORES



**LAECO**

## INFORME GEMINES N°527

AGOSTO 2024

### COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

### GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

### CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

# ÍNDICE

<b>ÍNDICE</b> .....	<b>2</b>
<b>DESTACAMOS</b> .....	<b>3</b>
<b>1.- PANORAMA GENERAL: PAPELONES PARA TODOS LOS GUSTOS</b> .....	<b>5</b>
<b>2.- COYUNTURA NACIONAL</b> .....	<b>10</b>
2.1    TEMA ESPECIAL: LA TRAMPA FISCAL DE EUROPA .....	10
2.2    CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: ¿CAMINO AL EQUILIBRIO?.....	21
2.3    ACTIVIDAD Y GASTO: LENTA RECUPERACIÓN .....	23
2.4    EMPLEO Y REMUNERACIONES: DETERIORO REZAGADO .....	25
2.5    INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DIFÍCIL ESCENARIO PARA EL BANCO CENTRAL .....	27

# INFORME GEMINES

N°527

## DESTACAMOS

### Panorama General

- Julio se caracterizó por ser el mes de los papelones, en que empresas privadas y el gobierno se aliaron para meter la pata, aunque la mala imagen quedará con las primeras. El caso Huachipato es el primero, en que el gobierno quiso evitarse un problema y apoyó la aplicación de salvaguardias a las importaciones de acero chino para que luego la empresa igual anunciara el fin de sus operaciones. El otro caso es el de la distribución de electricidad, centrado en ENEL, que ha respondido muy mal a la emergencia climática reciente, pero donde también han fallado otros actores que no previeron y no respondieron adecuadamente, (Pág. N°5).
- Caso aparte es la disputa en la coalición gobernante por el apoyo del PC a al fraude perpetrado por el dictador Maduro en las elecciones presidenciales. Pensando más en las próximas elecciones que en la consistencia política, el "socialismo democrático" ha descubierto las desviaciones poco democráticas del PC, no obstante lo cuál apoyan al defensor de la dictadura venezolana, el exsenador Navarro a la gobernación del Bio Bio, (Pág. N°7).
- En este escenario, lo razonable sería que el Banco Central vuelva a mantener la TPM estable en la RPM del 3 de septiembre próximo y espere a que la Reserva Federal haga pública su decisión sobre el mismo tema el día 18. Si la Fed reduce la tasa de fondos federales (o más probable), generaría espacio para evaluar una reducción en Chile para el 17 de octubre y/o eventualmente para el 17 de diciembre. La TPM ha bajado mucho y demasiado rápido en Chile, por lo que esperar un poco ahora es lo recomendable y razonable, porque podría ser un papelón muy feo que el Banco Central tuviera que empezar 2025 subiendo la TPM, (Pág. N°8).

### Coyuntura Nacional

- A principios de 2019, Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, se dirigió a una sesión plenaria del Parlamento Europeo con motivo del vigésimo aniversario del euro. Los parlamentarios tenían mucho que celebrar, opinó Draghi, incluido el mantenimiento de la estabilidad de precios y la reanudación del crecimiento económico. Pero el presidente del BCE también hizo una advertencia: la unión económica y monetaria de Europa estaba peligrosamente incompleta, (Pág. N°10).

- Para financiar su propio gasto deficitario, cada gobierno europeo tiene que emitir deuda adicional. Esa deuda se servirá y eventualmente se pagará imponiendo impuestos adicionales a los residentes. Pero los beneficios de la política, a diferencia de los costos, repercuten tanto en los extranjeros como en los nacionales. Parte del gasto adicional se destinará a importaciones (y de manera desproporcionada, en el caso de la Unión Europea económicamente integrada, a importaciones de otros países europeos). Por lo tanto, algunos de los efectos positivos del estímulo fiscal traspasarán las fronteras nacionales para beneficiar a Europa en su conjunto. Los economistas reconocerán aquí un problema clásico de "free raider". Cada país europeo, que soporta todos los costos pero disfruta sólo de algunos de los beneficios del estímulo fiscal, preferirá que otros países realicen el gasto deficitario e incurran en la deuda asociada. Por lo tanto, el apoyo fiscal anticíclico será insuficiente, (Pág. N°11).
- La implicación es que un sistema completamente elaborado de federalismo fiscal, lo que comúnmente se conoce como unión fiscal, presupone un paso previo hacia la unión política. Estados Unidos, como federación nacional con un presidente y un congreso electos, es precisamente esa unión política. Pero fueron necesarios casi 150 años, marcados por una devastadora guerra civil, la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, para que Estados Unidos completara su unión fiscal y política. Europa puede estar avanzando por el mismo camino pero, según cualquier evaluación honesta, sigue estando lejos de su destino, (Pág. N°21).
- De darse el grueso de nuestro escenario base, en lo político como en lo económico, para los próximos meses, es razonable esperar un ajuste a la baja relevante en el nivel del tipo de cambio hacia fines del presente año, (Pág. N°21).
- Un peor desempeño relativo tanto para la inversión como para el consumo permiten explicar una baja en la proyección de crecimiento para el presente año, (Pág. N°23).
- El mercado laboral comienza a recoger el estancamiento de la actividad y la caída en la inversión, con disminución en la generación de empleos, deterioro en su calidad, con incremento en la informalidad, y aumento en la tasa de desocupación, todo medido en series desestacionalizadas, (Pág. N°25).
- Las cifras de actividad y empleo generan presión para nuevos recortes en la Tasa de Política Monetaria por parte del Banco Central. Sin embargo, el recrudescimiento de la inflación en los últimos datos conocidos, son una señal que invita a la cautela. La trayectoria del tipo de cambio será un elemento central en la decisión de la autoridad, (Pág. N°27).

## 1.- PANORAMA GENERAL: PAPELONES PARA TODOS LOS GUSTOS

### Huachipato

Tal vez el más digno de los tres chiflados es el de Huachipato (y Molycop) que, una vez más, pidió la aplicación de salvaguardas contra las importaciones chinas de bolas y barras de acero. Por primera vez, en una decisión que tuvo poco de técnico y todo de política, se aprobó la aplicación de estas barreras al comercio con tasas de 15,3% y 15,1%, respectivamente. Estos aranceles fueron considerados insuficientes y, ante una nueva solicitud de las empresas, los impuestos se elevaron a 33% y 25%, respectivamente. El fin de la historia, aparentemente, llegó con el anuncio de Huachipato de que igual paralizaría sus operaciones definitivamente en septiembre por la imposibilidad de traspasar a precios el margen otorgado por las salvaguardias.

El tema de fondo es que la producción de acero nunca será competitiva en Chile, lo que se demuestra por las pérdidas sistemáticas que ha experimentado la empresa por más de una década. La escala de producción es, sin duda, ineficiente (muy pequeña) y, seguramente, hay otros factores que acentúan su falta de competitividad, que aranceles muy elevados, de más de 30%, no pueden compensar. No debe olvidarse, además, que proteger la producción de acero nacional es castigar a los usuarios de esta producción obligándolos a pagar un precio artificialmente elevado que reduce su competitividad, reduce su rentabilidad y, eventualmente traspasa el castigo a otros consumidores a través de precios más elevados si existe el espacio para subirlos.

La situación es, en todo caso, preocupante porque es evidente que el impacto en la Región del Bio Bio será significativo y las decisiones que se tomen al respecto pueden empeorar aún más la situación en vez de mejorarla. En un caso como este lo que corresponde es que la empresa en cuestión y el gobierno diseñen coordinadamente un plan de amortiguación de los efectos del cierre de largo plazo para diluir sus efectos en el tiempo y, sobre todo, en el corto plazo. Huachipato debe ser generosa con sus trabajadores y el gobierno, a través del Ministerio de Economía, debe corregir el mal manejo de la crisis con un plan focalizado y limitado en el tiempo (no puede ser para siempre) de inversiones y subsidios que contribuyan a suavizar las consecuencias para la región del cierre de la acerera. Mantenerla artificialmente viva es lo peor que se podría hacer, para la región y para el país. La experiencia de la correcta decisión de cierre de la actividad del carbón en Lota en los años 90 debe servir de ejemplo para tratar de hacer las cosas mucho mejor.

## Distribución eléctrica

El otro gran papelón reciente es la demora en el restablecimiento del servicio eléctrico a un número importante de hogares en la capital, y también en varias regiones del país, como consecuencia de los temporales, que involucra a varias distribuidoras eléctricas, pero principalmente a ENEL, que ha concentrado la ira de la autoridad y enfrenta la amenaza de revocación de la concesión, algo por lo demás que difícilmente se podrá justificar. Esta reacción intenta ocultar que, además del pésimo manejo de la empresa para enfrentar la crisis, ni el regulador ni el Ministerio de Energía lo han hecho bien. Todos tienen algún grado de responsabilidad en la falta de preparación y en la insuficiente y tardía respuesta. ENEL, además, ha cometido un error comunicacional grave al no ser capaz de alinear sus promesas a los clientes con lo que está en condiciones de hacer en la realidad, pero el problema de fondo es de calidad del servicio que es un tema en el que en Chile se cojea masivamente: es muy fácil contratar un servicio, pero dejarlo es muy difícil.

Por otro lado, convenientemente, se intenta culpar de todo a la empresa distribuidora, especialmente considerando que no es el primer evento de interrupción de servicio de este año, pero es evidente que las responsabilidades son compartidas con la autoridad política y las municipalidades que no se han preocupado de resolver el problema de los árboles enfermos o muertos y exceso de cables en los postes. El atraso en incorporación del apoyo de los militares para retirar los 2000 árboles caídos es un ejemplo. Tampoco debe olvidarse que se trata de una actividad regulada y que la legislación relevante está, si no obsoleta, muy atrasada y responde a una realidad de hace más de 40 años.

En paralelo, era que no, han surgido voces, incluyendo la del ministro Pardow, que intenta ocultar su responsabilidad en la crisis proponiendo la estatización de la distribución eléctrica, como si la gestión del Estado y de las empresas públicas existentes fueran un ejemplo de eficiencia. Las empresas privadas pueden funcionar mejor o peor, pero especialmente en el caso de una actividad regulada como la distribución eléctrica, es preferible que tenga una contraparte fuerte, ojalá eficaz, que controle el cumplimiento normativo, algo que, cuando las empresas son estatales, no sucede porque el Estado no se controla a sí mismo y no hay quien pueda hacerlo. La historia del funcionamiento histórico de las empresas públicas de servicios (y otras) en Chile debiera ser más que suficiente para descartar tan torpe propuesta.

## Las elecciones en Venezuela y el PC

El papelón más surrealista es el que ha enfrentado al Partido Comunista (PC) con sus socios del "socialismo democrático", en que los primeros han validado el fraude del dictador Maduro en las elecciones presidenciales recientes, mientras los últimos no han estado dispuestos a ser cómplices de tan grosero robo y el presidente Boric, representante de un Frente Amplio que ha mostrado algunas divisiones al respecto, ha sido claro en no reconocer tal atropello de la voluntad popular. Incluso, la decisión de la cúpula del PC ha generado algunas inusuales fisuras dentro del partido con sus representantes más jóvenes incluyendo algunos ministros comunistas.

Lo que resulta más insólito es que, junto con criticar al PC, toda la coalición gobernante más la DC decidió apoyar al exsenador Alejandro Navarro, uno de los mayores defensores del régimen venezolano, como candidato a gobernador del Bio Bio, no obstante que, al mismo tiempo, se pone en duda la mantención de la coalición para las elecciones de 2025. Pero lo más insólito es que recién ahora se den cuenta de que el PC no es un partido que respeta y defiende la democracia, a pesar de que siempre han estado dispuestos a utilizar todos los medios para alcanzar el poder y siempre han defendido a los regímenes totalitarios si son comunistas, como sucede con Cuba, Corea del Norte, China y, antes, la Unión Soviética y todas sus operaciones de sometimiento en Alemania Oriental, Hungría y Checoslovaquia.

Resulta obvio que la única razón por la que ahora sus socios rechazan al PC es porque el robo de Maduro fue tan grosero y lo ve todo el mundo, que temen al costo electoral que podrían enfrentar en las elecciones de octubre y 2025, especialmente con el número de venezolanos con derecho a voto en Chile y la mantención del voto obligatorio pese a que intentaron restablecer el voto voluntario, en la práctica, eliminando la multa por no presentarse a sufragar.

## El IMACEC de junio

Las expectativas sobre la evolución de la actividad se han ajustado a la baja luego de un primer bimestre exuberante pero insostenible. El dato de junio golpeó particularmente fuerte las expectativas ya que, el resultado publicado por el Banco Central 0,1%, estuvo muy por debajo de las proyecciones que, en el caso de la Encuesta de Expectativas Económicas, tenía una mediana de 1,7% (1,5% el no minero), así como también de las proyecciones realizadas después de la publicación de los datos sectoriales del INE.

Aparte del día hábil menos, algo sabido con anticipación, este mal resultado se atribuye al adelanto de las vacaciones escolares y a la suspensión de clases por los temporales, algo que parece inverosímil por el tamaño de la actividad (5%) y que el efecto de los fenómenos mencionados no debería generar un impacto tan importante o, al menos, que no refleja lo que verdaderamente sucede con la actividad, toda vez que el valor agregado de la educación depende de manera relevante del pago de remuneraciones que no se suspende por vacaciones u otras razones. No obstante lo anterior, si el resultado del mes se explicara por la educación, este crecimiento casi nulo del IMACEC sería irrelevante para explicar la tendencia de la actividad y debería compensarse en julio.

Por otro lado, algo que resulta inconsistente con la conclusión de un mal resultado en junio es que el IMACEC desestacionalizado creció después de tres meses de retrocesos. Es cierto que, cuando se excluye la minería, la cifra baja de 0,3% a 0,1% pero, aun así se trata del mejor resultado desde febrero. La conclusión es que el resultado no es tan malo como se dice o parece del dato en 12 meses y no sirve (o no debería servir) para justificar bajas desesperadas en la TPM (más sobre esto al final).

Lo que sí es cierto es que proyecciones de crecimiento de 2,5% o más para el año han perdido su justificación. Con un 1,9% acumulado en el primer semestre se requiere que la actividad crezca más de 3% en la segunda mitad para llegar al 2,5% o 2,6%, específicamente, que proyecta el Ministerio de Hacienda en el último IFP publicado a fines de julio y que debería reflejarse en la revisión de proyecciones del Banco Central en el próximo IPOM del 4 de septiembre. La publicación de las cuentas nacionales del segundo trimestre (y eventuales revisiones de las cifras previas) debería aportar más luces a este asunto.

## El IPC de julio

Si bien se anticipaba un IPC elevado para el séptimo mes del año, el 0,74% se ubicó en la cota superior de las expectativas como resultado del ajuste de tarifas eléctricas que, no obstante el anticipo incluido en junio, aportó 28 puntos base al indicador del mes producto de una variación de 12%.

Así la inflación anual se aceleró a 4,4% (calculado a partir de la base de referencia) y 4,6% (calculado a partir del empalme con la base anterior). Algunos le quitan importancia a esta aceleración inflacionaria con el argumento de que es producto de la distorsión provocada por el ajuste en las tarifas eléctricas, sin embargo, la inflación sin volátiles fue de 0,5% y se aceleró en doce meses a 3,4% o 3,6% según la forma de medirla y todo indica que puede acelerarse más en los próximos meses debido a bases de comparación muy bajas, por lo que no hay garantía de que la inflación más estructural y persistente esté convergiendo a la meta, en un escenario en que el peso sigue exhibiendo una notable debilidad.

En este escenario, lo razonable sería que el Banco Central vuelva a mantener la TPM estable en la RPM del 3 de septiembre próximo y espere a que la Reserva Federal haga pública su decisión sobre el mismo tema el día 18. Si la Fed reduce la tasa de fondos federales (lo más probable), generaría espacio para evaluar una reducción en Chile para el 17 de octubre y/o eventualmente para el 17 de diciembre. La TPM ha bajado mucho y demasiado rápido en Chile, por lo que esperar un poco ahora para seguirla bajando es lo recomendable y razonable, porque podría ser un papelón muy feo que el Banco Central tuviera que empezar 2025 subiendo la TPM.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

## 2.- COYUNTURA NACIONAL

### 2.1 TEMA ESPECIAL: LA TRAMPA FISCAL DE EUROPA<sup>1</sup>

El artículo que resumimos aquí presenta las dificultades que implica, en el caso de la Eurozona, tener un Banco Central y una política monetaria, pero no una política fiscal común. Eichengreen describe el proceso que se ha seguido y el paralelo existente con el caso de Estados Unidos, que surgió con una política fiscal común, pero no una monetaria para todos los estados miembros, algo que tomo muchas crisis financieras y más de 100 años para ser resuelto con la creación de la Reserva Federal en 1913.

A principios de 2019, Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, se dirigió a una sesión plenaria del Parlamento Europeo con motivo del vigésimo aniversario del euro. Los parlamentarios tenían mucho que celebrar, opinó Draghi, incluido el mantenimiento de la estabilidad de precios y la reanudación del crecimiento económico. Pero el presidente del BCE también hizo una advertencia: la unión económica y monetaria de Europa estaba peligrosamente incompleta.

Lo que Draghi quiso decir no era ningún misterio. A diferencia de otras uniones económicas y monetarias de larga data (como Estados Unidos), la UE no tenía una tesorería oficial que pudiera acompañar al Banco Central Europeo. En 1999, la Unión Europea creó un banco central supranacional para implementar una política monetaria única. Pero no llegó a cerrar el círculo: la UE, a diferencia de sus estados miembros individuales, no poseía "capacidad fiscal", es decir, no tenía capacidad para cobrar impuestos o pedir prestado por sí misma. En cambio, dependió enteramente de las contribuciones de sus estados miembros. Y, como era de esperar, se mostraron reacios a compartir.

#### Pasajeros gratuitos a bordo

Como la sesión plenaria del Parlamento Europeo fue una ocasión de celebración, Draghi no profundizó en los detalles. Pero el contenido de su advertencia era bien conocido. Lo más obvio es que la ausencia de una capacidad fiscal de la UE dio lugar a una escasez de iniciativas de política macroeconómica estabilizadora (es decir, anticíclica). Cuando la economía europea se desaceleró o cayó en recesión, se podía esperar que el BCE recortara las tasas de interés, lo que, sin duda, fue útil. Pero hubo circunstancias en las que la política monetaria no fue suficiente para contrarrestar una recesión.

---

<sup>1</sup> Basado en el artículo de Barry Eichengreen "Europe's Fiscal Trap, publicado en Milken Institute Review, 29 de abril de 2024.

Las tasas de interés no se pueden reducir por debajo de cero, y estuvieron en cero o cerca de ella durante siete años antes del estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania en 2022. Sin duda, los bancos centrales aún podrían recurrir a políticas monetarias no convencionales, como la flexibilización cuantitativa (QE), en un esfuerzo por imitar los efectos de las tasas de interés negativas. Sin embargo, la eficacia de tales políticas no convencionales es cuestionada, incluso por no pocos banqueros centrales.

De ello se deduce que en una crisis grave se necesita un estímulo fiscal que complemente la flexibilización monetaria. Pero cuando la política fiscal está descentralizada –cuando, como en Europa, su postura la deciden cada uno de los estados miembros y no a nivel de la unión económica– esta función estabilizadora está destinada a estar insuficientemente abastecida.

La razón es sencilla. Para financiar su propio gasto deficitario, cada gobierno europeo tiene que emitir deuda adicional. Esa deuda se servirá y eventualmente se pagará imponiendo impuestos adicionales a los residentes. Pero los beneficios de la política, a diferencia de los costos, repercuten tanto en los extranjeros como en los nacionales. Parte del gasto adicional se destinará a importaciones (y de manera desproporcionada, en el caso de la Unión Europea económicamente integrada, a importaciones de otros países europeos). Por lo tanto, algunos de los efectos positivos del estímulo fiscal traspasarán las fronteras nacionales para beneficiar a Europa en su conjunto.

Los economistas reconocerán aquí un problema clásico de "free raider". Cada país europeo, que soporta todos los costos pero disfruta sólo de algunos de los beneficios del estímulo fiscal, preferirá que otros países realicen el gasto deficitario e incurran en la deuda asociada. Por lo tanto, el apoyo fiscal anticíclico será insuficiente.

Este no es el único contexto en el que surge este tipo de problema. Las encuestas de opinión pública sugieren que los europeos sienten más firmemente que los estadounidenses la urgencia de la transición verde. Pero si se los deja a su suerte, los gobiernos nacionales europeos no invertirán lo suficiente en la reducción del cambio climático, ya que las emisiones de gases de efecto invernadero cruzan las fronteras. En consecuencia, los residentes de cada país incurren en todos los costos de esas inversiones verdes, pero solo obtienen algunos de los beneficios.

La Comisión Europea, el protopoder ejecutivo de la UE, podría alentar a esos gobiernos nacionales a coordinar sus inversiones. El quid de la cuestión, sin embargo, es que los gobiernos de la UE cargan con diferentes niveles de deuda y, por lo tanto, tienen diferentes capacidades para invertir. Los países muy endeudados, como Grecia e Italia, se ven limitados, lo que deja a los países menos endeudados (especialmente Alemania) a cargo de una parte desproporcionada de las inversiones pertinentes mientras siguen importando CO2 de sus vecinos. El resultado: no hay suficiente inversión en los lugares con mayores beneficios, por no hablar de la división política.

Otro ejemplo más de este problema de aprovechamiento fiscal es la Política Exterior y de Seguridad Común de Europa. El ataque de Rusia a Ucrania es un recordatorio de la necesidad de que la UE invierta en la capacidad de defender sus fronteras exteriores comunes y mejorar su seguridad en términos más generales. Pero los gobiernos europeos son conocidos por no invertir lo suficiente en defensa. Esto se debe en parte a que están acostumbrados a aprovecharse de Estados Unidos, el mayor miembro de la OTAN, pero también a que el gasto en defensa se decide a nivel nacional, lo que crea la tentación de esperar que la carga recaiga en otros países de la UE. En consecuencia, los países europeos como grupo terminan gastando muy poco.

### Una historia conocida

El desarrollo histórico de la capacidad fiscal federal en Estados Unidos ilustra cómo otro grupo de estados respondió a estos mismos imperativos. Sin embargo, también muestra que la economía política del federalismo fiscal es más complicada de lo que sugiere esta simple historia de efectos indirectos y parasitismo.

Los padres fundadores de Estados Unidos no contemplaron el surgimiento de un gobierno central poderoso con amplios recursos fiscales. Al contrario: creían en lo que hoy se conoce en la UE como "el principio de subsidiariedad". Insistieron en que, aparte de un puñado de funciones e instrumentos esenciales expresamente asignados a la Unión, la responsabilidad política debería recaer en los estados.

Tres años después de la ratificación de la Constitución, el Congreso había aceptado la propuesta de Alexander Hamilton de crear un Departamento del Tesoro para asumir y gestionar la deuda contraída por los estados individuales durante su guerra de independencia, y crear un banco central, el Banco de Estados Unidos, para emitir billetes y promover el desarrollo de los mercados financieros. Para superar la oposición de los defensores de los derechos de los estados como Thomas Jefferson, Hamilton argumentó que sólo mediante la creación de estas instituciones para gestionar la deuda heredada de los estados podría la nueva nación recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales, lo cual era crítico para su defensa nacional y, por lo tanto, su supervivencia.

La ironía, desde la perspectiva de la Europa del siglo XXI, es que los opositores estadounidenses a los poderes federales expansivos, como el presidente Andrew Jackson, veían al banco y no al Tesoro como el problema. Jackson vetó la renovación de sus estatutos en 1832. Así, Estados Unidos se quedó con un tesoro federal, pero sin un banco central, lo opuesto a la situación actual en Europa. Jackson y sus compañeros críticos asumieron que debido a que el dólar estaba anclado al oro, el sistema financiero podría funcionar perfectamente sin un banco central.

La unión incompleta experimentó crisis financieras recurrentes, que continuaron azotando al país hasta que se estableció un nuevo banco central, la Reserva Federal, ocho décadas después. En otras palabras, la historia de Estados Unidos es consistente con el argumento de Mario Draghi de que una unión económica necesita capacidad tanto monetaria como fiscal. Pero también muestra que puede llevar tiempo –un tiempo muy considerable– hasta que el sistema político dé resultados.

El Tesoro de los Estados Unidos nunca fue blanco de una ira populista igualmente intensa porque los fundadores tuvieron cuidado de limitar sus recursos y su funcionamiento. La Constitución limitó los ingresos del gobierno federal a los derechos de aduana y las ventas de tierras, al tiempo que creó grandes obstáculos para el establecimiento de un impuesto federal sobre la renta. Esta capacidad limitada para recaudar ingresos y, por tanto, para emitir deuda, explica por qué el gobierno federal tuvo que depender de los estados para obtener recursos para librar la Guerra de 1812. Es parte de la historia de por qué el ejército estadounidense no pudo evitar que los británicos incendiaran el Capitolio en 1814.

Durante el resto del siglo XIX, el gasto federal promedió menos del 3% del PIB, con la única excepción de la Guerra Civil, cuando se disparó hasta el 15% del ingreso nacional. Habiendo aprendido las lecciones de la guerra de 1812, el secretario del Tesoro, Salmon P. Chase, impuso nuevos impuestos a todo, desde los relojes de oro hasta las mesas de billar. Y en 1862, Washington añadió un impuesto gradual sobre la renta para los ingresos altos (en aquel entonces, más de 1.000 dólares). Los ingresos adicionales facilitaron un endeudamiento adicional, lo que ayudó a la Unión a ganar la guerra.

Este episodio ilustra cómo una crisis existencial puede conducir a una expansión de los poderes fiscales federales. Pero también muestra que la expansión puede resultar temporal: el impuesto federal sobre la renta fue declarado inconstitucional en 1872 una vez que pasaron las circunstancias excepcionales de la guerra, después de lo cual el gasto federal volvió a bajar hasta el 3% del PIB. Como veremos a continuación, la aparición de Covid-19 llevó a los estados miembros de la UE a otorgar a su unión poderes fiscales adicionales. La historia de Estados Unidos nos recuerda que no debemos dar por sentado que esos poderes adicionales serán permanentes.

El gasto federal volvió a dispararse durante la Primera Guerra Mundial, financiado en parte por un impuesto sobre la renta hecho posible gracias a la 16ª Enmienda de la Constitución, pero volvió a caer tras el fin de la guerra. El verdadero punto de ruptura fue la Gran Depresión de los años treinta.

Esta transferencia de poderes fiscales al gobierno federal persistió durante los sucesivos shocks de la Segunda Guerra Mundial y la Guerra Fría con los soviéticos. Se ampliaron las bases del impuesto sobre la renta de personas físicas y jurídicas y se aumentaron las tasas. Pero como tanto las empresas como los hogares eran móviles, esas altas tasas sólo eran viables si los impuestos se recaudaban a nivel nacional.

Washington aumentó cada vez más sus ingresos y transfirió una parte a los estados para fines asignados por las autoridades federales. Durante la década de 1950, los fines específicos significaban principalmente infraestructura como carreteras interestatales. Pero durante el siguiente medio siglo, los programas sociales dominaron cada vez más. Un ejemplo es Medicaid, un seguro médico financiado con fondos públicos para personas con ingresos limitados, que se convirtió en ley en 1965. Medicaid es administrado por los estados, pero financiado principalmente por el Tío Sam. Los beneficiados se han más que cuadruplicado, desde unos 20 millones de estadounidenses en la década de 1970 a más de 90 millones en la actualidad.

Pero la expansión del gasto federal implicaba algo más que la necesidad de impedir el aprovechamiento gratuito. De hecho, el parasitismo fue su causa fundamental: los gobiernos estatales y locales tuvieron cada vez más éxito en explotar el Tesoro nacional. Pagando sólo una fracción del costo, pero disfrutando de todos los beneficios, los representantes electos localmente ejercen presión para lograr una mayor provisión de bienes públicos locales financiados con fondos federales. Si entonces el Congreso se polariza y fracciona más, es posible que no pueda formar el frente unido necesario para resistir estas demandas locales.

Esto no ha pasado desapercibido para los responsables políticos europeos. De hecho, a algunos políticos europeos les preocupa, con razón que, si la UE adquiere poderes fiscales ampliados, los Estados miembros y grupos de interés sin dinero seguirán el ejemplo estadounidense y explotarán el acceso al fisco para su propio beneficio.

### Trabajo en progreso

Los arquitectos del euro conocían los argumentos de que la unión monetaria debería ir acompañada de una unión fiscal. La teoría de las áreas monetarias óptimas, desarrollada en la década de 1960 para identificar cuándo las economías nacionales podrían beneficiarse en conjunto de una moneda compartida, se centró inicialmente en dos condiciones:

Si las economías en cuestión experimentaron ciclos económicos sincronizados, haciendo que el mismo nivel de tasas de interés fuera consistente.

Si la mano de obra era móvil entre ellos, lo que permitía a los trabajadores pasar de partes deprimidas a zonas prósperas de la unión monetaria.

Peter Kenen, de la Universidad de Princeton, añadió entonces un tercer criterio:

Si existía un sistema fiscal federal capaz de transferir recursos presupuestarios de regiones en auge a regiones deprimidas.

Durante los siguientes 30 años, una serie de informes oficiales –el más famoso fue el creado por un comité de la UE presidido por Donald MacDougall, un funcionario británico, y publicado en 1977– volvieron a enfatizar la necesidad de flanquear una posible unión monetaria con un sistema fiscal federal. Pero cuando en 1992 se finalizó el Tratado de Maastricht que creó el modelo para el euro, no se incluyó ninguna institución de acompañamiento.

Se consideró urgente seguir adelante con la unión monetaria. La crisis monetaria europea de ese año acababa de recordar a los funcionarios europeos que los tipos de cambio pueden ser peligrosamente volátiles, especialmente cuando los políticos interfieren en su gestión. Esta volatilidad amenazó con incitar una reacción política contra el mercado único y sin barreras, el principal logro de la UE. Es mejor convertir en una prioridad delegar la política monetaria a tecnócratas independientes, concluyeron los funcionarios. De ahí el argumento a favor de una moneda única gestionada por un banco central independiente de la UE.

Pero transferir hasta una cuarta parte de los ingresos fiscales de los estados miembros a la Unión Europea para financiar el funcionamiento de un sistema fiscal federal, como recomendaba el Informe MacDougall, resultó ir demasiado lejos. Decidir en qué y en quién gastar los preciosos ingresos fiscales de un país era una prerrogativa política sobre la cual no se podía confiar en los extranjeros. Las consecuencias distributivas de las políticas fiscales nacionales eran simplemente demasiado prominentes y políticamente delicadas para que la autoridad presupuestaria fuera delegada a la Comisión Europea, la mayoría de cuyos miembros eran necesariamente designados por otros países.

La Covid-19 no fue una crisis cualquiera. Por primera vez, la Comisión Europea invocó la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, suspendiendo el funcionamiento de las normas fiscales de la UE. Estos permanecerían en suspenso hasta finales de 2023.

Luego estaba el hecho de que las propuestas de integración fiscal no se negociaron sin saber quién ganaría y quién perdería. Algunos estados miembros se encontraban en posiciones fiscales más sólidas que otros. La implicación era que estos estados más fuertes contribuirían desproporcionadamente al presupuesto común de la UE, mientras que los más débiles recurrirían principalmente a esos recursos mancomunados. En Alemania, un país renombrado (o tal vez notorio) por su disciplina fiscal, los comentaristas críticos desestimaron la unión fiscal calificándola de “unión de transferencias”.

En lo que la mayoría de los estados miembros podían estar de acuerdo era en que las políticas fiscales nacionales eran una cuestión de “preocupación común” porque sus efectos traspasaban las fronteras y porque los déficits excesivos podrían presionar al BCE a rescatar a los gobiernos derrochadores que mantenían tasas de inflación inaceptablemente altas. Esta preocupación llevó a la negociación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en el que los países no podían tener déficits presupuestarios superiores al 3 % del PIB y no podían acumular deudas superiores al 60 % del PIB. La vigilancia y la supervisión serían tarea de la Comisión Europea.

Pero resultó más fácil decirlo que hacerlo. Durante la primera década del euro, cuando la economía europea tuvo un camino relativamente fácil, los estados miembros siguieron sus propios caminos fiscales. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento fue respetado en su incumplimiento. Pero el camino fácil terminó abruptamente con la crisis financiera global de 2008, la crisis de deuda griega de 2010 y, posteriormente, la crisis de confianza en el propio euro.

Los formuladores de políticas temían un “bucle diabólico” que conectara los problemas bancarios y de deuda soberana. En países como Irlanda que experimentaban crisis bancarias, los costos de reparar el sistema bancario amenazaban con llevar al gobierno a la quiebra. En otros, como Grecia, el incumplimiento de la deuda soberana amenazó con llevar a la quiebra a los bancos que tenían bonos gubernamentales. Parecía que el BCE se vería obligado a acudir al rescate y que sus acciones fomentaría la alta inflación a la que el público –especialmente el público alemán– tenía tanto miedo.

Como sucedió de manera similar más de una vez en la historia de Estados Unidos, la crisis europea generó una respuesta en forma de integración fiscal. Pero el aumento de los poderes fiscales fue modesto para los estándares estadounidenses, lo que refleja sensibilidades políticas.

Los miembros acordaron crear un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera temporal, seguido de un Mecanismo Europeo de Estabilidad permanente, para prestar a los gobiernos en problemas. Sin embargo, en sus primeros ocho años (2010-18), el FEEF/MEDE desembolsó un promedio anual de 37 mil millones de euros, equivalente a solo el 0,25 % del PIB de la eurozona en 2018.

Se acordó además establecer un Fondo Único de Resolución para ayudar a reestructurar los bancos en problemas. Sin embargo, el SRF no se financió mediante una transferencia de ingresos fiscales de los gobiernos, sino mediante gravámenes a las instituciones de crédito similares a cómo se financia la Corporación Federal de Seguros de Depósitos en Estados Unidos. Aun así, a mediados de 2023, la capitalización del FUR había alcanzado sólo 77.000 millones de euros, o alrededor del 0,5 % del PIB de la eurozona.

Los líderes de la UE vieron la necesidad de hacer más. Ya en diciembre de 2012, el presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy, había recomendado añadir una “capacidad fiscal” (en sus palabras) a la eurozona. En junio de 2015, los presidentes de cinco instituciones europeas (el presidente de la comisión, el presidente del consejo, el presidente del BCE y otros dos) propusieron comenzar a trabajar en una “unión fiscal” adecuada (en sus palabras) para flanquear a la unión monetaria. “Todas las uniones monetarias maduras”, observaron los cinco presidentes, “han establecido una función de estabilización macroeconómica común para afrontar mejor los shocks que no pueden gestionarse únicamente a nivel nacional”.

Sin embargo, apenas los cinco presidentes presentaron su informe, las turbulencias dentro de la eurozona retrocedieron. Y con ello disminuyó el entusiasmo, tal como estaba, por la unión fiscal.

## ¿El momento hamiltoniano de Europa?

Como era de esperar, se necesitaba otra crisis para recuperar el impulso. Pero la Covid-19 no fue una crisis cualquiera. Por primera vez, la Comisión Europea invocó la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, suspendiendo el funcionamiento de las normas fiscales de la UE. Estos permanecerían en suspenso hasta finales de 2023, lo que reflejaría no solo las circunstancias excepcionales creadas por el Covid sino también las consecuencias económicas del ataque de Rusia a Ucrania, específicamente el fuerte aumento de los precios de la energía en Europa.

En marzo de 2020, la comisión propuso la creación de un mecanismo de la UE para otorgar préstamos a los gobiernos de los estados miembros que experimentan aumentos en los desembolsos del seguro de desempleo relacionados con la pandemia. Este mecanismo, conocido como “Apoyo para mitigar los riesgos de desempleo en caso de emergencia” (SURE), se financiaría permitiendo a la comisión tomar prestados 100.000 millones de euros en los mercados financieros y prestar los ingresos a los gobiernos necesitados. Tal como se propuso, SURE habría sido un paso pequeño pero significativo en dirección al federalismo fiscal: pequeño porque 100.000 millones de euros eran menos del 1% del PIB de la UE, pero significativo porque era la primera vez que a la UE, como ente distinto a los estados miembros individuales, se les permitiría acceder a los mercados financieros.

Sin embargo, la recepción de la propuesta fue mixta, lo que reveló las antiguas fallas de la UE. Nueve estados miembros, incluidos Grecia e Italia, respaldaron el plan. Pero Alemania y los Países Bajos, viendo SURE como un primer paso en la resbaladiza pendiente hacia la unión de transferencias, se opusieron. El acuerdo final autorizó a la instalación a funcionar durante menos de un año.

A mediados de mayo, la gravedad de la crisis pandémica provocó un debilitamiento de la oposición alemana. Alemania y Francia presentaron conjuntamente una propuesta para un mecanismo más grande (ahora de 500.000 millones de euros), que una vez más sería financiado con préstamos de la UE, pero esta vez para financiar subvenciones en lugar de préstamos a los Estados miembros más afectados por la crisis. Esta última disposición se parecía al tipo de subvenciones paralelas proporcionadas por el gobierno federal de Estados Unidos a los estados.

La Comisión Europea dio más detalles sobre la propuesta francoalemana, a la que denominó NextGeneration EU (NGEU), aumentando su tamaño a 750 mil millones de euros y abordando al mismo tiempo las preocupaciones sobre el costo adicional al recomendar que un tercio de la financiación debería adoptar la forma de préstamos. El reembolso se destinaría a eventualmente retirar la nueva deuda contraída por la UE.

El movimiento hacia el federalismo fiscal expuso fallas políticas. La oposición alemana a un programa ampliado puede haberse suavizado, pero no así la de otros países del norte de Europa, incluidos Austria, Dinamarca, los Países Bajos y Suecia, a los que les preocupaba dar más de lo que recibían.

La comisión previó un programa plurianual. Los desembolsos se extenderían hasta 2026, y los préstamos de la Comisión para financiar subvenciones no se reembolsarían hasta 2028, presumiblemente mediante la introducción de nuevos impuestos de la UE. Operar este programa de transferencias fiscales, no durante unos meses, sino ahora durante un período de años parecía un paso más significativo en dirección al federalismo fiscal.

Además, si bien tres cuartas partes de los fondos desembolsados financiarían los gastos incurridos por los gobiernos en relación con el Covid-19, la otra cuarta parte podría destinarse a financiar empresas en dificultades, respaldar investigaciones y financiar otras inversiones estratégicas, incluidas las asociadas con la transición verde. Esto se parecía a la forma en que Washington destinó subvenciones a los estados para fines específicos. De hecho, este fue otro paso en la dirección del federalismo fiscal.

Sin embargo, una vez más, este movimiento hacia el federalismo fiscal expuso fallas políticas. La oposición alemana a un programa ampliado puede haberse suavizado, pero no así la de otros países del norte de Europa, incluidos Austria, Dinamarca, los Países Bajos y Suecia, a los que les preocupaba dar más de lo que recibían. Para disipar sus preocupaciones, la comisión propuso imponer condiciones rigurosas al desembolso de fondos.

Los gobiernos que reciban subvenciones tendrían que detallar cómo planean gastarlas, mientras que los que reciban préstamos tendrían que presentar un calendario creíble de reembolso. Estas medidas provocaron el antagonismo de varios de los países de menores ingresos de la UE –Chequia, Hungría, Polonia y Eslovaquia– que anticipaban ser los receptores de los fondos, pero no veían por qué deberían tener que dar explicaciones ante los Estados miembros más ricos.

La comisión también incluyó la condición política previa de que sólo los países que cumplieran con los estándares de la UE en materia de Estado de derecho serían elegibles. Este fue un tiro contra Hungría y Polonia, que habían tomado medidas para limitar la libertad de prensa, la independencia judicial y los derechos humanos, en violación de las normas europeas. Es comprensible que sus representantes estuvieran disgustados.

Dada su oposición, la regla de unanimidad de la UE impidió la implementación inmediata del plan. Siguió un estancamiento de dos meses, durante los cuales la crisis de Covid se profundizó. El punto muerto finalmente se rompió, como suelen ser los puntos muertos en la UE, en cuatro días de reuniones que se extendieron hasta bien entrada la noche y culminaron con un acuerdo para modificar los detalles.

Un cierto grado de solidaridad política –incluida la aceptación por parte de una minoría de que sus deseos pueden ser anulados por una gran mayoría al menos en ocasiones– es un requisito previo para un sistema extensivo de federalismo fiscal.

Los países del norte de Europa fueron comprados con el compromiso de limitar el tamaño del presupuesto regular de la UE. Por lo tanto, un mayor gasto del NGEU se vería compensado, al menos en parte, por un menor gasto de la UE en el futuro. A los estados de Europa central y oriental se les prometió algo de apoyo financiero adicional y se diluyó la condición relativa al Estado de derecho.

La disposición final decía que “la mera constatación de que se ha producido una violación del Estado de derecho no es suficiente para activar el mecanismo”, lo que significa que no prohíbe al país culpable recibir subvenciones y préstamos. Si este lenguaje le resulta confuso, no está solo. Siguió una batalla prolongada entre la UE y el gobierno de Hungría, lo que generó una gran incertidumbre sobre si las limitadas reformas de este último desbloquearían la financiación del NGEU.

Fundamentalmente, se autorizó a la Comisión a asumir la función de un tesoro de la UE tomando prestados 750.000 millones de euros, y los Estados miembros acordaron lo que eufemísticamente se llamó una “hoja de ruta” para el reembolso, que se financiaría con impuestos específicos de la UE en contraposición a los impuestos habituales. Para ello, la comisión sugirió un nuevo impuesto sobre los productos plásticos, un impuesto de ajuste de carbono, un impuesto sobre las transacciones digitales y posiblemente un impuesto sobre el volumen de negocios financiero.

Luego, los parlamentos nacionales tardaron casi un año en ratificar el acuerdo. En ese momento, la comisión comenzó a emitir bonos en los mercados financieros, los gobiernos nacionales presentaron sus propuestas de gasto y reembolso (los llamados Planes Nacionales de Recuperación y Resiliencia) y la UE comenzó a desembolsar fondos.

El contraste con Estados Unidos es revelador: ya se habían hecho grandes transferencias a los estados a finales de marzo de 2020, y nuevamente en los últimos días de la administración Trump y los primeros días de la administración Biden. Evidentemente, cuando se trata de organizar transferencias de recursos fiscales entre sus miembros, una federación política de pleno derecho como Estados Unidos puede actuar más rápido, ya que sólo una legislatura debe estar de acuerdo. Así, mientras que el acuerdo sobre el nuevo mecanismo de la UE requirió el acuerdo unánime de los estados miembros (como lo hacen la mayoría de los acuerdos en la Unión Europea), la aprobación de un proyecto de ley de presupuesto suplementario en Estados Unidos requiere sólo una supermayoría en el Congreso.

Esto es un recordatorio de que un grado de solidaridad política –incluida la aceptación por parte de una minoría de que sus deseos pueden ser anulados por una gran mayoría al menos en ocasiones– es un requisito previo para un sistema amplio de federalismo fiscal. La unión política es una condición previa para la unión fiscal, como a veces se dice.

## Por una sola vez

Este último punto es revelador, porque cada vez parece más que el NGEU no se puede repetir. La Covid-19 fue una crisis excepcional que puso en marcha una respuesta excepcional. La pandemia puso en riesgo millones de vidas. Un nuevo mecanismo de transferencia fiscal se justificaba no sólo por motivos económicos sino también morales y humanitarios. Además, a diferencia de las transferencias fiscales interestatales convencionales que podrían fomentar el despilfarro por parte de los receptores, nadie creía que las transferencias relacionadas con el Covid alentarían a asumir más riesgos relacionados con el Covid. En otras palabras, lo que los economistas llaman riesgo moral no fue un problema.

Comparemos la respuesta a la invasión rusa de Ucrania dos años después. Esto requirió que todos los estados miembros de la UE aumentaran el gasto en defensa, a pesar de poseer diferentes cantidades de espacio fiscal. Y contrastamos la respuesta al aumento de los precios de la energía que siguió, que impuso diferentes costos a los estados miembros de la UE dependiendo de su dramática dependencia del combustible importado y la intensidad energética de su industria.

Se podría pensar que esta crisis habría provocado un mayor endeudamiento de la UE para financiar transferencias a los Estados miembros necesitados y la adopción de nuevos impuestos de la UE. En mayo de 2022, Mario Draghi, tras haber ascendido al cargo de primer ministro italiano, planteó precisamente ese punto. "Con respecto a las inversiones a largo plazo en áreas como defensa, energía y seguridad alimentaria e industrial, el programa [NGEU] es el modelo a utilizar".

Pero no hubo una nueva facilidad fiscal de la UE, ni una nueva autorización para que la comisión emitiera bonos. En cambio, los Estados miembros sólo acordaron abstenerse de competir entre sí por suministros limitados de petróleo y gas, y así evitar un aumento innecesario de los precios. A la Comisión Europea no se le permite comprar energía en nombre de los miembros.

En el frente de la defensa, los estados miembros acordaron sólo juntar una fracción de sus recursos para financiar los costos de operaciones militares conjuntas y proporcionar armas al ejército ucraniano. Incluso en este caso, los miembros no estaban obligados a financiar operaciones a las que se oponían. La acción a nivel de la Unión Europea habría requerido unanimidad, y el húngaro Viktor Orbán, amigo de Vladimir Putin, estaba dispuesto a ejercer su veto.

Es revelador que el Tratado de la Unión Europea, la cuasi constitución de la UE que data de 1992, especificaba que los gastos derivados de operaciones militares y de defensa no podían ser financiados por la propia UE. Los fondos deben provenir de contribuciones nacionales. Evidentemente, los fundadores reconocieron que la responsabilidad de la defensa era un asunto demasiado delicado para transferirlo de los gobiernos nacionales a la UE. Por lo tanto, la acción conjunta se financió con presupuestos nacionales, de los cuales los estados miembros disidentes podían optar por no participar.

La implicación es que un sistema completamente elaborado de federalismo fiscal, lo que comúnmente se conoce como unión fiscal, presupone un paso previo hacia la unión política. Estados Unidos, como federación nacional con un presidente y un congreso electos, es precisamente esa unión política. Pero fueron necesarios casi 150 años, marcados por una devastadora guerra civil, la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, para que Estados Unidos completara su unión fiscal y política. Europa puede estar avanzando por el mismo camino pero, según cualquier evaluación honesta, sigue estando lejos de su destino.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

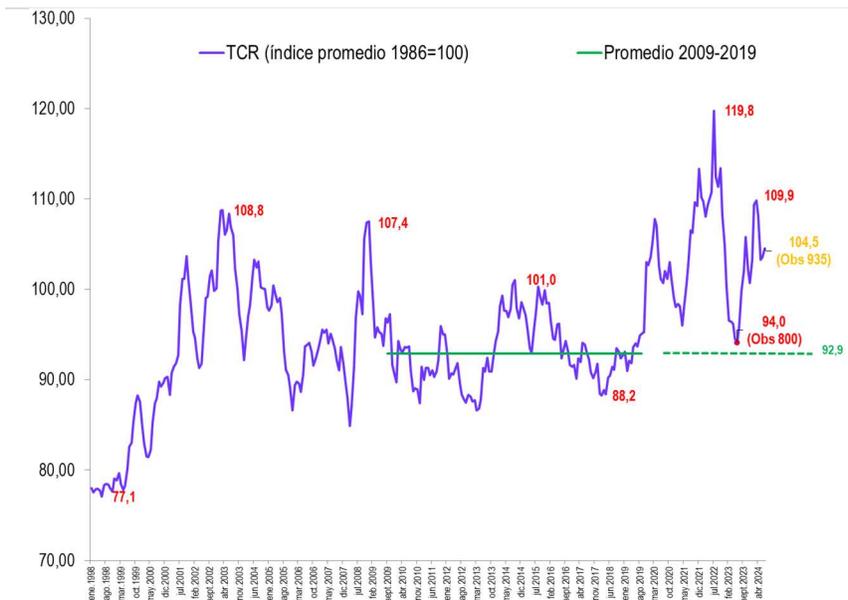
## 2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: ¿CAMINO AL EQUILIBRIO?

Hemos sostenido, a lo largo de los últimos años, que el peso chileno ha sido excesivamente castigado a partir del estallido social, y que su valor de equilibrio de largo plazo se encuentra por debajo de los actuales niveles. De ser cierto lo anterior, ¿Hay motivos para pensar que su convergencia hacia niveles de equilibrio pueda darse en un futuro próximo?

Lo primero que se debe decir es que, medido en términos reales, nuestra moneda ha recuperado algo de valor respecto de sus momentos más depreciados, lo que ocurrió previo a la votación por el primer proyecto constitucional, sin embargo, sostenemos que aún falta un ajuste adicional.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, testeando un tipo de cambio observado de 935, precio vigente hoy 13 de agosto, el tipo de cambio real se ubica 13,2 % por sobre el promedio de la década pre-estallido (línea verde en el gráfico). Si bien pensamos que, por varias razones, es razonable que el nivel de equilibrio se mantenga sobre dicho nivel, nos parece que el castigo sigue siendo excesivo.

**GRAFICO N°2.1**  
**TIPO DE CAMBIO REAL**  
**(ÍNDICE 1986 = 100)**



Fuente: Banco Central de Chile y Estimación Gemines.

Haciendo un balance, aunque en cámara lenta, los fundamentos políticos y económicos de Chile han mejorado en relación con lo observado post estallido. En lo político institucional, fueron rechazados dos proyectos constitucionales, que no reflejaban a la gran masa moderada de la población; el gobierno actual, de izquierda y con un programa refundacional, ha mudado hacia el centro, capturado por las urgencias y reconociendo que no tiene mayorías parlamentarias para aprobar reformas que eran vistas como muy disruptivas por el mercado. De hecho, los actuales proyectos de reforma, tributaria y previsional son moderados y recogen gran parte de las propuestas de la oposición.

A lo anterior se suma que el gobierno ha tomado un rol activo en temas urgentes que no estaban en su vocación natural, como es el caso de una fuerte, aunque nunca suficiente, agenda de seguridad y, en lo más económico, un proyecto tendiente a destrabar la inversión haciendo más rápida y menos discrecional la regulación para la aprobación de proyectos de inversión.

Finalmente, también en lo político, es probable que se concrete un movimiento pendular que favorezca electoralmente al sector de centro derecha en las elecciones de octubre y, eventualmente, en las presidenciales y parlamentarias del próximo año, lo que sabemos sería premiado por los mercados.

En lo económico, aunque más lentamente de lo que esperábamos, la economía seguirá recuperando dinamismo; el precio del cobre se mantendrá alto; y la FED iniciará su proceso de recorte de tasas. Todo ello también favorece una apreciación de nuestra moneda.

Es cierto que nada de lo descrito antes es seguro, y que las cosas pueden ser menos favorables, tanto en lo político como en lo económico. El escenario externo se puede complicar, una elección de Trump en Estados Unidos puede generar mucha incertidumbre en temas claves, la situación política interna está muy líquida, etc.. Con todo, en el escenario base, con probabilidad razonable se darán varios de los eventos antes reseñados, lo que en definitiva ayudaría a recuperar algo el valor de nuestra moneda.

A partir de ello, pensamos que niveles para el tipo de cambio observado más cercanos a los 880 pesos hacia fines de año, digamos post elecciones de octubre, son más probables que niveles como los actuales.

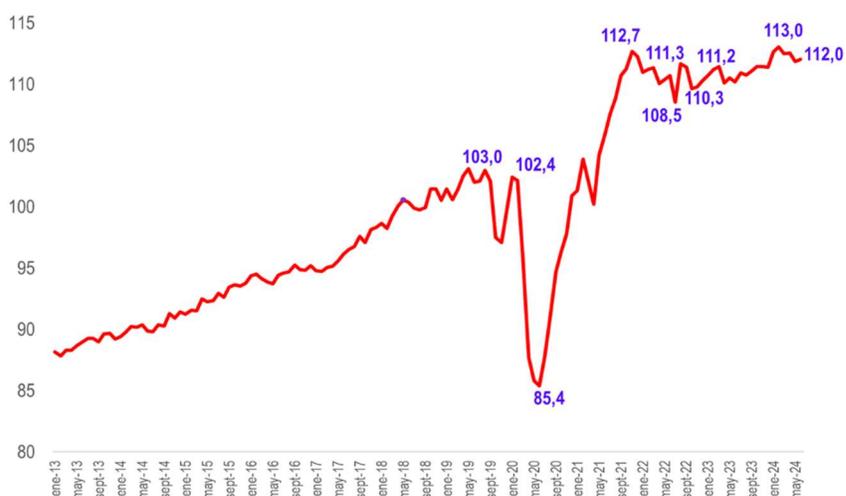
**Tomás Izquierdo Silva**  
tizquierdo@gemines.cl

### 2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: LENTA RECUPERACIÓN

Luego de un comienzo de año auspicioso, con buenos números para la actividad económica en el primer bimestre, la situación se muestra ahora claramente menos favorable. A partir de marzo los números de IMACEC, particularmente los que no incorporan minería, muestran un virtual estancamiento, lo que ha llevado a una importante revisión a la baja en las estimaciones de crecimiento para el presente año.

**GRAFICO N°2.2**  
**IMACEC DESESTACIONALIZADO**  
**(Índice Promedio 2018 = 100)**

**IMACEC No Minero Desestacionalizado 2013 - 2023**



Fuente: Elaborado con Cifras del Banco Central de Chile.

Lo más probable es que nos situemos cerca del piso del rango entre 2,25 y 3,0 % que entregó como estimación para el año el Banco Central en su IPOM de junio. Para entender el deterioro en las proyecciones, parece relevante hacer un breve análisis respecto al comportamiento esperado para los distintos componentes de la demanda interna.

La inversión volverá a caer en el año, de la mano de un sector inmobiliario que mantiene una prolongada crisis, con sobre stock de oferta, débil demanda, poco incentivo a iniciar nuevos proyectos, y falta de disponibilidad de financiamiento que lo permita. Agreguemos que, en lo referente a la inversión productiva, según lo muestra el Informe de Percepción de Negocios del Banco Central, las empresas no están mostrando mucha iniciativa de inversión, de la mano de crédito aún caro y más restrictivo, o de falta de necesidad por no tener planes de inversión. En definitiva, mientras no mejoren las expectativas para la trayectoria de la actividad futura, no es probable un repunte más evidente en la inversión.

Respecto al comportamiento del consumo, sin duda la variable más relevante para sostener la recuperación de la actividad, se observan factores positivos y negativos. Entre los primeros, las remuneraciones reales siguen una senda de recuperación, lo que permite aumentar el ingreso disponible de los hogares. Por el contrario, la generación de empleo ha perdido fuerza; el desempleo se ha incrementado, si se toma la serie desestacionalizada, y las expectativas de los hogares se mantienen deprimidas.

Con todo, aunque el mercado laboral debería seguir con una gradual recuperación hacia delante, es claro que el crecimiento del consumo se ubicará algo por debajo de lo que se pensaba hace algunos meses atrás, afectando el crecimiento global de la economía.

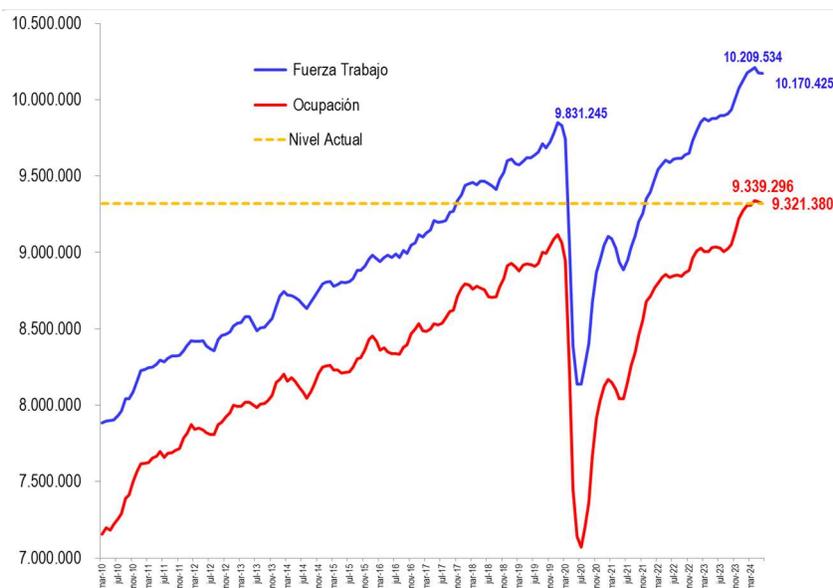
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: DETERIORO REZAGADO

Hasta hace pocos meses los datos del mercado laboral aparecían como favorables, teniendo en cuenta el largo estancamiento observado en la actividad en general y en la inversión en particular. Los últimos meses, lamentablemente, se observa un mayor vínculo entre actividad y empleo, lo que se traduce en pérdida de dinamismo de la generación de empleo, deterioro en su calidad e incremento en la tasa de desocupación.

Efectivamente, como se observa en el gráfico siguiente, tomando una serie desestacionalizada, tanto la fuerza de trabajo como el empleo anotan una reducción, dando cuenta de un mercado laboral con menos oportunidades, ante una caída en la oferta de empleos. Si se tiene en cuenta la caída que aún registra la inversión, y la particular alta incidencia del empleo en el sector construcción sobre el total, se entiende lo observado, toda vez que la inversión inmobiliaria sigue anotando un importante retroceso.

**GRAFICO N°2.3**  
**FUERZA DE TRABAJO Y OCUPACIÓN**  
**(SERIE DESESTACIONALIZADA, NÚMERO DE PERSONAS)**



Fuente: INE

Junto con lo anterior, y como consecuencia de que la caída en la ocupación es mayor que la de la fuerza de trabajo, medida desestacionalizada, se entiende el incremento que registra la tasa de desempleo en el último trimestre móvil, como se observa en el gráfico siguiente. Así, luego de cinco meses seguidos de caída en el indicador, en el trimestre móvil terminado en junio se observa un incremento.

**GRAFICO N°2.4**  
**TASA DE DESOCUPACIÓN**  
**(% SERIE DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: INE

Finalmente, como decíamos al comienzo, también se observa un deterioro en la calidad del empleo, en la medida que el informal incrementa su participación hasta representar un 28,2 %, sostenido los últimos tres meses, su mayor participación observada desde diciembre de 2021.

En el lado positivo, todavía se observa el efecto favorable de la caída en la inflación sobre las remuneraciones reales, las que han seguido mejorando, en su serie desestacionalizada. Al junio de este año acumulan una recuperación de 5,4 % respecto de su nivel más bajo en el reciente ciclo, anotado en noviembre de 2022.

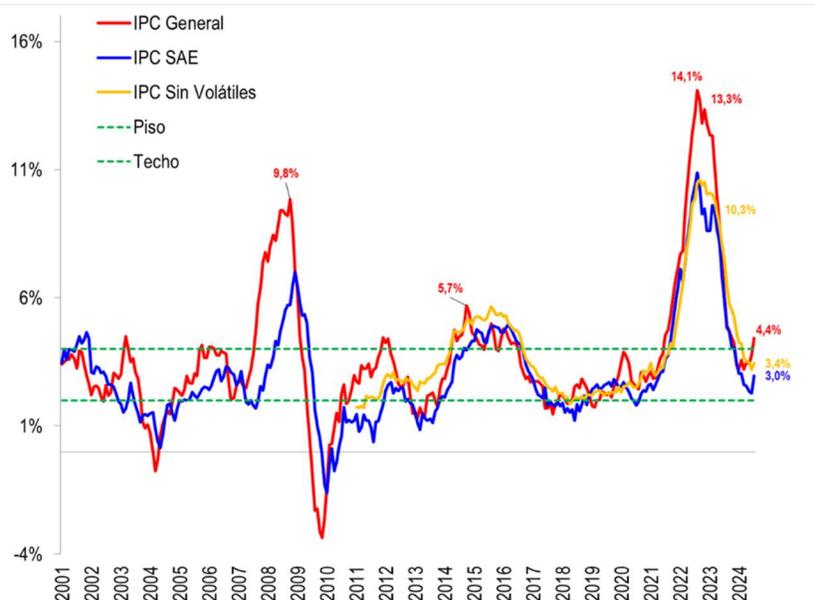
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: DIFÍCIL ESCENARIO PARA EL BANCO CENTRAL

A pesar de malos números en materia de actividad interna, y un deterioro en el mercado laboral, es evidente que el Banco Central no tiene el camino despejado para avanzar hacia nuevas bajas en su tasa de política monetaria (TPM). La inflación conocida para el mes de julio se situó algo por sobre lo esperado por el mercado, mientras las expectativas de inflación para el término de este año y el próximo, fueron revisadas al alza, según lo refleja la última encuesta de expectativas que levanta la misma autoridad monetaria.

En una economía fuertemente indexada como la nuestra, el llamado efecto segunda vuelta de un shock exógeno, como es el caso de las tarifas eléctricas, puede prolongar la persistencia de la presión inflacionaria, dificultando el anclaje de las expectativas acorde al objetivo de la autoridad.

**GRAFICO N°2.5**  
**INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE**  
**(Var% 12 Meses)**



Fuente: INE y Banco Central

A pesar de lo anterior, se puede argumentar en sentido contrario, de manera de validar nuevas bajas en la TPM. Por un lado, los desequilibrios base se han corregido, en la medida que la brecha entre el PIB efectivo y el potencial se ha ido cerrando, elemento central para acotar presiones más sostenidas sobre el nivel de precios. En la misma línea apunta un mercado laboral que ha perdido fuerza, con un incremento en la tasa de desempleo (Medida en forma desestacionalizada), lo que acota presiones salariales y de costos.

Según esta línea argumental, mantener una tasa restrictiva por más tiempo, podría afectar la recuperación de la actividad más allá de lo necesario, sobre todo teniendo en cuenta que, tal cual lo estima el propio mercado, en 24 meses, horizonte meta de la actividad, se espera que la inflación se ubique en el nivel objetivo (3,0%).

Con todo, la variable más crítica que observará nuestra autoridad para tomar decisiones sobre bajas adicionales en la TPM será la trayectoria observada para el Tipo de Cambio, por su impacto sobre la inflación, al menos en una perspectiva de corto plazo. Si aparecen más holguras, con un tipo de cambio que tiende más hacia los 900 pesos que no hacia los 950, que es el rango en que se ha estado moviendo en el pasado reciente, es probable que la autoridad monetaria se anime con nuevos recortes, lo que podría suceder en la reunión de comienzos de setiembre. Por el contrario, un tipo de cambio que se mantiene en la parte alta del citado rango hace menos probable una decisión de ese tipo por parte de la autoridad.

Las señales que vayan surgiendo de lo que se espera sea el próximo movimiento en la tasa de política monetaria por parte de la FED, junto con otros factores relevantes como el precio del cobre, pueden contribuir a generar o no una ventana de tipo de cambio más bajo que permita a la autoridad local seguir bajando su tasa rectora.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**