

**Gemines**<sup>®</sup>  
CONSULTORES



**LAECO**

## INFORME GEMINES N°528

SEPTIEMBRE 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: ENTROPÍA POLÍTICO-INSTITUCIONAL .....</b>	<b>5</b>
<b>2.- COYUNTURA NACIONAL.....</b>	<b>8</b>
2.1    TEMA ESPECIAL: ¿ES LA DESGLOBALIZACIÓN UN MITO? .....	8
2.2    CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: SE CONSOLIDA LA DEBILIDAD DEL PESO .....	16
2.3    ACTIVIDAD Y GASTO: DEBILIDAD EN LA INVERSIÓN Y EL CONSUMO .....	17
2.4    EMPLEO Y REMUNERACIONES: EL NEGATIVO EFECTO REZAGADO DE LA MENOR ACTIVIDAD.....	19
2.5    INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: ¿A DÓNDE VA EL BANCO CENTRAL?.....	20

# INFORME GEMINES

Nº528

## DESTACAMOS

### Panorama General

- La democracia liberal está amenazada, en el contexto de una población mundial que busca soluciones rápidas a los problemas que la aquejan. Migración desordenada, delincuencia, narco tráfico, crisis social en vivienda y salud, son temas recurrentes que se presentan en diferentes países, frente a los cuales las instituciones no han podido responder a tiempo, (Pág. N°5).
- La polarización, el populismo y la post verdad, surgen como una profunda amenaza al orden institucional global, donde los gobiernos de corte populista y autócrata, de distintos signos políticos, emergen en distintas zonas del mundo, (Pág. N°5).
- Se está iniciando un espiral de proteccionismo o desglobalización, que acarreará importantes costos en materia de presiones sobre los precios, en el corto plazo, y sobre el dinamismo económico global, en una perspectiva de mediano y largo plazo, (Pág. N°6).
- El caso Hermosilla, como otros tantos antes, permiten develar, una vez más, que la calidad de nuestras instituciones no ha hecho más que decaer a lo largo de los últimos años, (Pág. N°7).
- Se debe aprovechar esta crisis para generar cambios. Reformar la forma de selección y los mecanismos de promoción de los miembros del poder judicial, parece concitar un acuerdo amplio, (Pág. N°7).

### Coyuntura Nacional

- Una mirada más cercana a los datos económicos muestra que, aunque los gobiernos han adoptado cada vez más políticas destinadas a fortalecer su propia resiliencia, la economía mundial todavía está evolucionando para volverse más, no menos, globalizada en aspectos clave, y más dependiente del suministro chino en particular, (Pág. N°8).
- Que el efecto más importante de los aranceles bilaterales fue alargar las cadenas de suministro, no reducir el comercio global en general ni la dependencia de insumos críticos de origen chino de Estados Unidos. Más piezas chinas ahora se dirigen a Malasia, Tailandia y Vietnam (y, en un grado más modesto, a México) para su ensamblaje final. La dependencia subyacente de China es menos visible, pero no menos sustancial, (Pág. N°10).
- Sin embargo, la necesidad de China de crecer a través de las exportaciones no es la única explicación de la sorprendente resiliencia de la globalización. Otro es la evasión fiscal corporativa. Los cambios en la forma en que se comportan las empresas farmacéuticas son esclarecedores: las empresas farmacéuticas estadounidenses ahora suelen vender los derechos de beneficiarse de nuevos medicamentos prometedores a subsidiarias ubicadas en jurisdicciones con impuestos bajos, (Pág. N°12).

- La desglobalización ofrece a los analistas una historia sencilla que contar sobre los cambios en la economía global. Pero la realidad es más compleja: dicho claramente, es imposible que una economía global caracterizada por un gran déficit estadounidense por un lado y un gran superávit chino por el otro se fragmente verdaderamente. El mundo necesita tener un debate saludable sobre los inconvenientes y beneficios de la integración económica. Pero ese debate debe comenzar con un reconocimiento franco de que muchas características de la economía global contemporánea todavía empujan hacia una mayor integración, no una menor, y que abordar estos factores tendrá costos reales, (Pág. N°15)
- Como es evidente, más que una gran fortaleza de las exportaciones, lo que los resultados de la balanza comercial indican es que las importaciones exhiben un desempeño bastante débil el que, a su vez, se explica por la debilidad de la demanda interna, tanto por la evolución del consumo como de la inversión (importaciones de bienes de consumo y de capital). A lo anterior se agrega que las importaciones necesarias para la producción (bienes intermedios) también se encuentran deprimidas por el bajo crecimiento de la economía, (Pág. N°16).
- En su últimos IPOM el Banco Central revisó significativamente a la baja la proyección de crecimiento para la demanda interna el presente año. Lo más preocupante es la inversión, que registraría una nueva caída en 2024, (Pág. N°17).
- El mercado laboral registra un deterioro en los últimos datos, lo que se hace evidente en la caída de la ocupación total, medida en una serie desestacionalizada, en el último trimestre móvil terminado en julio, en comparación con el inmediatamente anterior, (Pág. N°19).
- Aunque la decisión unánime de rebajar la TPM a 5,5% estaba ampliamente anticipada, acompañar esta decisión con un comunicado marcadamente dovish, que anticipa bajas de tasas adicionales con cierta rapidez, para llegar a la tasa neutral en la primera mitad de 2025, sí fue una sorpresa. Fue una sorpresa no tanto porque me parece que no hay justificación para esta urgencia, cuestión que es evidentemente discutible, sino porque el comunicado anterior, de la reunión realizada a fines de julio, planteaba exactamente lo contrario, es decir, una actitud más cautelosa respecto de las decisiones futuras y dependiente de las condiciones internas y externas, (Pág. N°20).

## 1.- PANORAMA GENERAL: ENTROPÍA POLÍTICO-INSTITUCIONAL

Observar el desarrollo de la contingencia geopolítica global despierta una mezcla de profunda preocupación y desesperanza. La democracia liberal está amenazada, en el contexto de una población mundial que busca soluciones rápidas a los problemas que la aquejan. Migración desordenada, delincuencia, narco tráfico, crisis social en vivienda y salud, son temas recurrentes que se presentan en diferentes países, frente a los cuales las instituciones no han podido responder a tiempo. Agreguemos el nuevo orden económico global, con tensión creciente entre China y Estados Unidos, y una escalada de proteccionismo que se traducirá en menor crecimiento y más frustración social.

La polarización, el populismo y la post verdad, tendencias reseñadas por Moisés Naim en su libro sobre el tema, surgen como una profunda amenaza al orden institucional global, donde los gobiernos de corte populista y autócrata, de distintos signos políticos, emergen en distintas zonas del mundo. En definitiva, estamos frente a una crisis institucional global, en desarrollo, y todo indica que la situación puede empeorar bastante más antes de que se produzca un punto de inflexión positivo.

En lo más próximo, las miradas están puestas en el desenlace en la elección presidencial en Estados Unidos, donde un triunfo de Donald Trump puede debilitar aún más la institucionalidad de la principal economía del mundo. La capacidad de generar acuerdos vinculantes, entre las principales potencias del mundo, para detener los dos principales conflictos bélicos en curso, la guerra entre Rusia y Ucrania y el complejo conflicto Israelí-Palestino, sería una señal muy relevante y eventualmente auspiciosa, respecto a la posibilidad de reordenar algo el cuadro geopolítico global.

### - China: Los Costos del Dirigismo en lo Económico.

El modelo político económico chino está en crisis. Si bien la segunda economía del mundo ha registrado un crecimiento económico notable a lo largo de las últimas décadas, todo indica que la falta de libertad en la operación de los mercados, para asegurar una eficiente asignación de recursos, comienza a reflejarse en síntomas de desequilibrios realmente preocupantes.

Es evidente una sobre inversión sostenida en infraestructura y vivienda, promovida durante varios quinquenios por el gobierno central. Ello se traduce, en la actualidad, en una suerte de burbuja, particularmente en el mercado inmobiliario, con mecanismos temerarios de financiamiento a los proyectos y sobre oferta de viviendas, que complican seriamente las finanzas de los gobiernos regionales y a parte relevante del sistema financiero.

El desafío para el gobierno chino es casi imposible, toda vez que requiere desincentivar la inversión en infraestructura y vivienda (sectores que representan cerca del 30% del PIB), sin que ello provoque una contracción en el resto de la economía. Los planes apuntan, desde ya hace algún tiempo, a incentivar la producción industrial de mayor valor agregado, muy vinculada a la electromovilidad y a las tecnologías limpias de producción, como una forma de estimular la actividad y compensar la menor inversión en el sector inmobiliario. El problema que se les presenta, ahora, es una sobre capacidad de producción industrial que no son capaces de absorber con demanda interna, lo que los fuerza a destinarla a la exportación. De ahí que las sospechas de subsidios a la producción industrial de exportación parecen tener asidero en la realidad.

Las reacciones "proteccionistas" en Norteamérica y Europa, anunciadas en los últimos meses, son una consecuencia esperada. En definitiva, se está iniciando un espiral de proteccionismo o desglobalización, que acarreará importantes costos en materia de presiones sobre los precios, en el corto plazo, y sobre el dinamismo económico global, en una perspectiva de mediano y largo plazo.

En el origen de esta ola de proteccionismos se cruzan muchos elementos. Entre otros, destacan intereses geopolíticos de las economías desarrolladas, que quieren tener mayor seguridad en el abastecimiento de sus cadenas de producción y de bienes terminados; presiones sociales internas, de parte de una clase media-baja empobrecida por la crisis de muchas industrias en Estados Unidos y Europa, tema central en las campañas políticas; competencia desleal por parte de China, que necesita promover el desarrollo de su industria...etc.

Todo lo anterior se da en un contexto de pérdida de poder y relevancia de organismos multinacionales, como la Organización Mundial de Comercio (OMC), que en su momento tenían capacidad de promover el libre comercio y evitar distorsiones o prácticas desleales. Detrás de esto último, reaparece la falta de liderazgos a escala global, donde las economías más ricas del mundo, que controlan los foros globales, no tienen líderes dispuestos a defender los principios que promueven el libre comercio.

En el caso de China, la creciente opacidad en la información sobre la economía y los mercados, con un gobierno que restringe crecientemente la libertad de información económico-financiera, hace temer que los desequilibrios antes mencionados en su economía no están prontos a resolverse. Los agentes económicos no cuentan con la información transparente de los mercados para tomar decisiones de inversión, ya sea real o financiera, lo que mantiene latente el riesgo de desequilibrios sucesivos. Así entonces, la máxima que dice: sin libertad política no hay libertad económica y viceversa, aplica plenamente en el caso chino.

En definitiva, en el escenario base podemos prever que, mirando a futuro, se nos vienen tiempos difíciles en lo que se refiere al contexto económico y político global. Ello, para una economía pequeña y fuertemente integrada en lo financiero y comercial con el resto del mundo, como la nuestra, nos deja en una situación de cierta incertidumbre y eventual inestabilidad.

- Coyuntura Política: Precariedad Institucional por Todos Lados

El caso Hermosilla, como otros tantos antes, permiten develar, una vez más, que la calidad de nuestras instituciones no ha hecho más que decaer a lo largo de los últimos años. Así como antes conocimos casos de corrupción ligados a la política, a carabineros o a la policía de investigaciones, ahora parece ser el turno del poder judicial.

Todo indica, aunque falta que la justicia lo determine con claridad, que estamos frente a una nueva red de tráfico de influencias y, eventualmente, abiertamente de corrupción. Si bien es cierto no se puede extrapolar lo que se está conociendo de este caso al funcionamiento de todo el poder judicial, sería ingenuo pensar que este es un caso aislado y que prácticas como las que se están conociendo no se estén repitiendo en ésta y otras instituciones.

Las distintas encuestas muestran una severa crisis de confianza de la población chilena. Hace un rato largo instituciones como los partidos políticos o el congreso cuentan con bajísimos niveles de aprobación y confianza. A partir de ello, entramos en una suerte de círculo vicioso, en que el bajo prestigio institucional aleja a los mejores recursos humanos de participar en las distintas instituciones del Estado, atrayendo, por el contrario, a quienes más que querer desarrollar una vocación o servir, en una carrera en el sector público, buscan "servirse" del estado y del poder que le concede su cargo.

Ésta profunda y creciente precariedad institucional, es un camino seguro a la decadencia, como lo hemos observado en tantos países a través de la historia. Poco a poco se va perdiendo la capacidad de asombro, surge el hastío y la desconfianza total. Así, poco a poco, el Estado va perdiendo su capacidad de representar adecuadamente los intereses de la ciudadanía.

¿Estamos a tiempo de enmendar el rumbo? Es difícil saberlo, aunque las crisis son una oportunidad de generar cambios. Están sobre la mesa dos reformas evidentes, en su necesidad, y que eventualmente cuentan con un apoyo mayoritario. Reformar la forma de selección y los mecanismos de promoción de los miembros del poder judicial, parece concitar un acuerdo amplio. Reformar el sistema electoral para atacar la fragmentación política en el parlamento, es otra reforma urgente, aunque con un apoyo político menos evidente, dados los intereses particulares de los incumbentes.

**Tomás Izquierdo Silva**  
[tizquierdo@gemines.cl](mailto:tizquierdo@gemines.cl)

## 2.- COYUNTURA NACIONAL

### 2.1 TEMA ESPECIAL: ¿ES LA DESGLOBALIZACIÓN UN MITO?

En los últimos años y, especialmente, desde que Donald Trump manifestó su desprecio por el libre comercio retirando a Estados Unidos del TPP, modificando el ALCA para hacerlo más restrictivo y aplicando aranceles de manera generalizada a las importaciones desde China. Estas tendencias se han acentuado después de la pandemia y han sido continuadas por Joe Biden desde que asumió la presidencia.

Brad Setser, en un artículo publicado en Foreign Affairs<sup>1</sup> argumenta que mucho de lo sucedido desde 2016 no ha significado una disminución en la integración económica internacional y que hay aspectos de la integración que no son deseables. A continuación entregamos un resumen de la columna de Setser.

Hay un problema con la suposición de que la desglobalización es un hecho cierto ya que los datos no lo respaldan plenamente. Como prueba de la continua desglobalización, los observadores citan a menudo fenómenos como la reticencia de Estados Unidos a establecer nuevos acuerdos de libre comercio, el debilitamiento del sistema de solución de diferencias supervisado por la Organización Mundial del Comercio (OMC), la proliferación de nuevas medidas nacionales que restringen el comercio exterior y caídas de los flujos de capital a corto y largo plazo respecto de sus máximos pasados. La pandemia de COVID-19, sin duda, reveló que la interdependencia económica conlleva riesgos, y los esfuerzos que Rusia ha realizado desde 2022 para utilizar sus gasoductos para influir en la respuesta del G-7 a su invasión de Ucrania, así como las numerosas sanciones que el G-7 ha impuesto para tratar de debilitar la economía de Rusia—han puesto de relieve las vulnerabilidades que pueden surgir cuando los países comercian a través de divisiones geopolíticas. Pero una mirada más cercana a los datos económicos muestra que, aunque los gobiernos han adoptado cada vez más políticas destinadas a fortalecer su propia resiliencia, la economía mundial todavía está evolucionando para volverse más, no menos, globalizada en aspectos clave, y más dependiente del suministro chino en particular.

El comercio mundial aumentó durante la pandemia y el comercio mundial con China se aceleró en lugar de desacelerarse. Un cambio en la era de la pandemia hacia los bienes y el alejamiento de los servicios explica en parte la aceleración. Pero el crecimiento del comercio con China también refleja el hecho de que China simplemente está produciendo cosas (exportaciones de alta tecnología como vehículos eléctricos, turbinas eólicas, paneles solares y componentes electrónicos y de baterías vitales) a un precio que pocos pueden igualar. Entre 2019 y 2023, el superávit manufacturero de China aumentó aproximadamente un punto porcentual del PIB mundial; ahora es mucho mayor que los superávits de Alemania y Japón, las otras potencias manufactureras del mundo.

---

<sup>1</sup> The Dangerous Myth of Deglobalization, June 4, 2024.



También hay menos en la caída de los flujos de capital de lo que parece. La disminución de la inversión extranjera directa (IED) después de 2016, por ejemplo, se debió en gran medida a cambios específicos en las regulaciones fiscales que llevaron a una gran reducción en el uso de vehículos para fines especiales en Luxemburgo, los Países Bajos y algunos otros centros europeos clave. Esa simplificación fiscal no ha mitigado una de las formas menos atractivas de globalización: los flujos comerciales y financieros que parecen servir sólo como vehículo para la evasión fiscal multinacional.

La percepción errónea, ahora generalizada, de la economía mundial tiene consecuencias. Los esfuerzos de los formuladores de políticas para defender la globalización equiparando más flujos comerciales globales con una mayor eficiencia tienden a ignorar las formas en que la realidad es más compleja: por ejemplo, incluso aquellos que persiguen una forma saludable de globalización necesitarán trabajar para reducir la evasión fiscal de las corporaciones multinacionales. Lo que es más fundamental, si los observadores restan importancia al grado en que las economías del mundo todavía están integradas, subestimarán el costo de acciones que fracturarían la economía mundial, como lanzar un conflicto por Taiwán o una retirada unilateral de Estados Unidos del comercio. Los líderes mundiales deben tomar medidas para aumentar la resiliencia de sus economías, pero primero deben comprender los verdaderos costos de esas medidas.

## COMERCIAR HACIA ARRIBA

En su retórica, Trump repudió el consenso bipartidista posterior a la Segunda Guerra Mundial en torno al valor del libre comercio. Y también hizo algunos cambios de política genuinos: retirarse del Acuerdo Transpacífico (TPP), renegociar el Tratado de Libre Comercio de América del Norte para endurecer las reglas de origen para el comercio de automóviles e introducir aranceles sobre aproximadamente tres quintas partes del comercio de automóviles entre Estados Unidos y China.

Pero la globalización ya tiene raíces profundas y esas políticas comerciales bilaterales hicieron poco para cambiar su trayectoria fundamental. En realidad, los cambios en las tasas arancelarias en los acuerdos de libre comercio modernos tienden a ser pequeños, ya que la mayoría de los aranceles ya son bajos o nulos. Los países que carecen de acceso preferencial al mercado estadounidense aún pueden obtener resultados increíblemente buenos con los términos comerciales estándar de la OMC. De hecho, las importaciones estadounidenses desde el Sudeste Asiático se han disparado en los últimos seis años. Los miembros del Sudeste Asiático del TPP aumentaron sus exportaciones a Estados Unidos mucho más rápidamente después de que Trump se retiró del TPP que antes.

Cualquier discusión seria sobre lo que impulsa el comercio debe ir más allá de los aranceles y los acuerdos comerciales. El valor de las monedas también influye en los flujos comerciales, al igual que los patrones mundiales de ahorro e inversión. El dólar se ha mantenido fuerte desde que Estados Unidos se retiró del TPP y los consumidores no han dudado en comprar bienes extranjeros, lo que ha contribuido a impulsar el crecimiento de las importaciones estadounidenses.

Las exportaciones chinas a Estados Unidos han disminuido desde la introducción de los aranceles de Trump en 2018, al igual que las tenencias reportadas por China de bonos del Tesoro de Estados Unidos y de agencias respaldadas por el gobierno. Pero esos indicadores son medidas deficientes de la verdadera interconexión de estas dos economías. Al considerar el impacto de los tan publicitados aranceles bilaterales de Estados Unidos sobre los productos chinos, es importante mirar más allá de los datos estadounidenses que muestran una caída en las importaciones directas desde China y prestar más atención a los datos de la propia China. Sorprendentemente, esos datos revelan una caída mucho menor en el comercio directo con Estados Unidos y un fuerte aumento de las exportaciones chinas a países que ahora exportan más a Estados Unidos. Estudios cuidadosos sobre el impacto de los aranceles de Trump realizados por el Banco de Pagos Internacionales y la economista Caroline Freund han encontrado que el efecto más importante de los aranceles bilaterales fue alargar las cadenas de suministro, no reducir el comercio global en general ni la dependencia de insumos críticos de origen chino de Estados Unidos. Más piezas chinas ahora se dirigen a Malasia, Tailandia y Vietnam (y, en un grado más modesto, a México) para su ensamblaje final. La dependencia subyacente de China es menos visible, pero no menos sustancial.

De hecho, desde la introducción de los aranceles de Trump, la economía de China se ha vuelto cada vez más central para el comercio mundial. Los comentaristas estadounidenses y europeos suelen pasar por alto estos datos, pero son inequívocos. Durante los cinco años transcurridos entre finales de 2018 y finales de 2023, las exportaciones de productos manufacturados de China aumentaron un 40 %, de 2,5 billones de dólares a 3,5 billones de dólares, mucho más que el aumento de aproximadamente el 15 % entre 2013 y 2018.

Aunque la relación entre las exportaciones y el PIB de China cayó en los años posteriores a la crisis financiera mundial, las exportaciones se han convertido una vez más en un motor crucial del crecimiento chino. Después de descontar las importaciones de piezas, las exportaciones de productos manufacturados de China aumentaron de alrededor del 11 % del PIB antes de la pandemia al 14 % del PIB en 2022. Las predicciones de que este aumento resultaría ser un aumento excepcional relacionado con la pandemia no se han cumplido. Aunque el crecimiento de las exportaciones se desaceleró en 2023 a medida que el gasto de los consumidores disminuyó en todo el mundo, ahora se ha recuperado, con volúmenes de exportación que crecieron más del 10 % en el primer trimestre de 2024. El superávit manufacturero de China ha aumentado aún más dramáticamente, pasando de un mínimo de alrededor del seis % del PIB de China en 2018 a un sorprendente diez % en 2023.

El auge de las exportaciones de China pospandemia socava el argumento de que la economía mundial se está desglobalizando. A pesar de todas las debilidades económicas de China, todavía puede producir bienes a una escala que ningún otro país puede igualar. Después del fin de un auge inmobiliario que duró más de una década, China respondió al debilitamiento de la demanda interna invirtiendo más en la producción de bienes manufacturados para la exportación. Consideremos la trayectoria en un sector destacado: los automóviles.

Históricamente, China no fue un exportador de automóviles relevante. Pero a medida que la demanda interna de automóviles tendió a la baja, China pasó de ser un importador neto de automóviles a ser el mayor exportador mundial de ellos en sólo tres años. Esta ola exportadora no está por debilitarse: China puede producir al menos el doble de automóviles de combustión interna de los que necesita para satisfacer la menguante demanda interna, y el principal fabricante de automóviles eléctricos del país, BYD, está duplicando su capacidad de producción para aumentar las exportaciones.

### ESQUIVAR LA BOLA

Las autoridades estadounidenses están preocupadas, con razón, de que el mundo se haya vuelto demasiado dependiente de China para el suministro, particularmente con respecto a la energía limpia y la tecnología verde. En un discurso a mediados de mayo, Lael Brainard, director del Consejo Económico Nacional de Estados Unidos, lo expresó bien: "La capacidad industrial de China y sus exportaciones en ciertos sectores son ahora tan grandes que pueden socavar la viabilidad de las inversiones en Estados Unidos y otros países". ... Los mercados necesitan señales de demanda confiables y competencia leal para que las mejores empresas y tecnologías puedan innovar e invertir en energía limpia y otros sectores. El gobierno chino ha dejado claro que las inversiones masivas de China en vehículos eléctricos, paneles solares y baterías son una estrategia intencional para capturar efectivamente estos sectores".

Las autoridades chinas deberían estar igualmente preocupadas de que la economía de su país se haya vuelto demasiado dependiente del mundo para la demanda. Pero no lo parecen. La política del líder chino Xi Jinping de apoyar "nuevas fuerzas productivas", junto con su quizás sorprendente resistencia al "bienestarismo", ha dado como resultado una economía interna desequilibrada que cada vez más debe externalizar sus distorsiones internas. El superávit manufacturero de China ha aumentado tanto en relación con el PIB mundial en los últimos años como lo hizo durante la primera crisis que siguió a la adhesión del país a la OMC, cuando un aumento de las exportaciones chinas y un fuerte aumento del excedente manufacturero de China desplazaron a los trabajadores de las economías avanzadas del mundo. Como porcentaje del PIB mundial, el superávit manufacturero de China ahora supera sustancialmente el superávit registrado de cualquier otro país desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

Sin embargo, la necesidad de China de crecer a través de las exportaciones no es la única explicación de la sorprendente resiliencia de la globalización. Otro es la evasión fiscal corporativa. Los cambios en la forma en que se comportan las empresas farmacéuticas son esclarecedores: las empresas farmacéuticas estadounidenses ahora suelen vender los derechos de beneficiarse de nuevos medicamentos prometedores a subsidiarias ubicadas en jurisdicciones con impuestos bajos.

Estos medicamentos se fabrican en el extranjero y luego se venden a precios elevados en los Estados Unidos. Como resultado, las principales compañías farmacéuticas estadounidenses (y otras multinacionales) ahora informan que obtienen casi todas sus ganancias en el extranjero y pagan poco o ningún impuesto corporativo sobre la renta. Esta forma particular de globalización se extiende más allá de la industria farmacéutica: las multinacionales estadounidenses ahora suelen producir en el extranjero para obtener grandes ganancias en paraísos fiscales extraterritoriales.

El paraíso fiscal de Irlanda, y no China o India, es ahora, con diferencia, el mayor exportador de productos farmacéuticos a Estados Unidos: en 2023, Estados Unidos importó el doble de productos farmacéuticos de Irlanda que de Canadá, China, India y México combinados. La tendencia se extiende mucho más allá de los productos farmacéuticos. Irlanda es también el mayor mercado mundial para la exportación de servicios de investigación y desarrollo estadounidenses. Las Islas Caimán y las Islas Vírgenes Británicas son los mayores mercados de exportación de servicios financieros estadounidenses, y Bermudas es el principal proveedor internacional de servicios de seguros de Estados Unidos. Un estudio del Fondo Monetario Internacional de 2017 demostró que la resiliencia de los flujos de IED tras la crisis financiera mundial de 2008-09 puede atribuirse en gran medida a un aumento constante de los flujos de IED a través de centros de evasión fiscal corporativa.

En 2015, los miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico acordaron cambiar sus regulaciones fiscales para tratar de dificultar que las empresas ubiquen sus ganancias en jurisdicciones sin impuestos. Pero estos cambios, que se implementaron a finales de 2020, no han frenado la globalización impulsada por la evasión fiscal. Siguiendo una estrategia fiscal iniciada por Apple, varias empresas estadounidenses importantes ordenaron a sus filiales irlandesas que compraran sus filiales afectadas en jurisdicciones sin impuestos, "apuntalando efectivamente a Irlanda" su propiedad intelectual y al mismo tiempo generando grandes deducciones por depreciación que reducen sus tasas impositivas efectivas en Irlanda.

Estas medidas han hecho que la evasión fiscal corporativa sea más visible porque Irlanda es el único centro de evasión fiscal que sigue los rigurosos estándares europeos para la divulgación de datos económicos y de balanza de pagos. En consecuencia, es fácil rastrear cómo las ganancias de las multinacionales extranjeras en Irlanda se han disparado de alrededor de 40 mil millones de dólares por año hace diez años a más de 180 mil millones de dólares por año hoy y ahora constituyen aproximadamente el 70 % de la economía interna real de Irlanda. Aún más importante, estas ganancias representan más del uno % del PIB de la eurozona y cerca de tres cuartos % del PIB de Estados Unidos. La pérdida resultante de ingresos fiscales estadounidenses es mucho mayor de lo que captan la mayoría de los análisis, porque las corporaciones no tienen ningún incentivo para resaltar los pocos impuestos que realmente pagan en Estados Unidos.

### REVERSIÓN DEL RIESGO

¿Por qué importa si muchas personas, incluidos líderes políticos y comentaristas influyentes, malinterpretan la trayectoria de la globalización contemporánea y exageran el impacto de una disminución del apoyo político a una mayor integración económica? En primer lugar, si las autoridades centran el debate en los costos de la desglobalización, corren el riesgo de pasar por alto las muchas formas nocivas de globalización que todavía existen y persisten relativamente sin perturbaciones. Actualmente se reconoce ampliamente el papel de China en la desindustrialización de la zona media de Estados Unidos. Pero el papel que desempeña el código fiscal corporativo estadounidense en esa desindustrialización no lo es. Permitir que las corporaciones estadounidenses sigan utilizando estrategias de evasión fiscal que transfieren ganancias y producción fuera de Estados Unidos no es saludable para la economía global, incluso si impulsa medidas de comercio y la inversión extranjera en Estados Unidos. Si, en cambio, el Congreso de los Estados Unidos cambiara las leyes tributarias para aumentar el impuesto mínimo global e hiciera más difícil trasladar la propiedad intelectual creada en los Estados Unidos a jurisdicciones con impuestos bajos, las compañías farmacéuticas estadounidenses probablemente trasladarían la producción de sus medicamentos más rentables de lugares como Irlanda y Singapur de regreso a los Estados Unidos.

Quienes se preocupan por la desglobalización también suelen suponer que todas las formas de integración económica son saludables. Pero no lo son: el aumento de los flujos bancarios transfronterizos antes de la crisis financiera mundial, por ejemplo, reflejó un nivel poco saludable de apalancamiento y riesgo en los grandes bancos del mundo. Hoy también una cantidad excesiva de los flujos mundiales de IED simplemente refleja la evasión fiscal, no una actividad económica productiva.

También existe un riesgo opuesto: que si las autoridades no reconocen el grado en que persiste la globalización, subestimen enormemente los shocks que se derivarían de una mayor desvinculación del comercio entre China y Estados Unidos. Incluso con el aumento de los aranceles estadounidenses a China, la economía mundial todavía está profundamente integrada. En todo caso, China se ha vuelto más central para el comercio global desde que Trump impuso sus aranceles, y la interdependencia entre Estados Unidos y China ha sido enmascarada, no cortada. Por ejemplo, China no podría haber alcanzado su actual superávit comercial de bienes de 800 mil millones de dólares si Estados Unidos no hubiera tenido un gran déficit comercial. Ese déficit ya no se financia con la compra directa de bonos estadounidenses por parte del banco central de China. Pero todavía está financiado indirectamente por China, en forma de grandes reservas de dólares que los exportadores chinos ahora mantienen en el extranjero. La forma en que el superávit de China sigue siendo el reflejo del déficit de Estados Unidos es sólo una de las muchas y complejas formas en que las economías de Estados Unidos y China continúan dependiendo una de otra, incluso cuando los vínculos se vuelven más difíciles de ver en los principales datos económicos.

### **El papel que desempeña el código fiscal corporativo estadounidense en la globalización.**

De hecho, cierta desglobalización aquí también podría ser saludable. Si China dependiera menos de la demanda global para compensar sus debilidades internas, eso ejercería menos presión sobre los sectores manufactureros de sus socios comerciales y reduciría la excesiva dependencia de Estados Unidos, la mayoría de los países europeos y otras democracias, de China para insumos críticos. Pero en este momento, las fuertes presiones sobre China para que resuelva sus problemas económicos internos mediante el aumento de las exportaciones probablemente sigan impulsando al mundo hacia una integración económica más profunda y desequilibrada. Estados Unidos está tratando de resistir esta presión en el ámbito de los vehículos eléctricos, a un costo para los consumidores estadounidenses. Sin embargo, a medida que las empresas chinas de vehículos eléctricos se globalizan, no está claro que Estados Unidos pueda aislar con éxito su propia industria de vehículos eléctricos simplemente imponiendo aranceles al comercio bilateral. Evitar la interdependencia con China probablemente requeriría mayores cambios de política y una mayor disposición a pagar los costos de las cadenas de suministro integradas regionalmente en lugar de globalmente.

Históricamente, el comercio de automóviles siempre ha sido más regional que global; Preservar ese patrón comercial frente a una creciente oferta china requerirá más restricciones al comercio. Pero esas restricciones sectoriales sólo pueden limitar el desarrollo de nuevas formas de integración, no pueden revertir la globalización en general. El mayor desafío económico que China plantea ahora a los responsables de la formulación de políticas del G-7 es cómo limitar las dislocaciones que surgen de una economía cada vez más dependiente de las exportaciones y la manufactura. Las discusiones sobre la desglobalización pierden el foco.

Para Estados Unidos, en el futuro cercano, cualquier desvinculación real de la economía china sería costosa, mucho más costosa que la desvinculación superficial de los últimos años. Una forma fácil y relativamente barata para que Estados Unidos evite los aranceles bilaterales es importar piezas de Vietnam que China ha enviado allí para su montaje final. Sería mucho más difícil diseñar piezas chinas fuera de las cadenas de suministro estadounidenses por completo. Y sería igualmente difícil para China reestructurar su economía para que dependa más de la demanda interna.

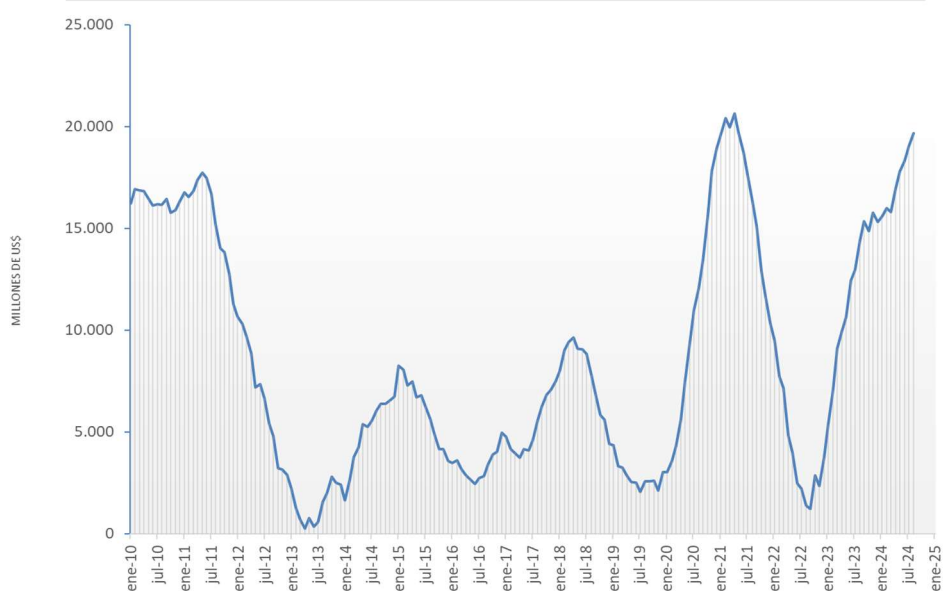
La desglobalización ofrece a los analistas una historia sencilla que contar sobre los cambios en la economía global. Pero la realidad es más compleja: dicho claramente, es imposible que una economía global caracterizada por un gran déficit estadounidense por un lado y un gran superávit chino por el otro se fragmente verdaderamente. El mundo necesita tener un debate saludable sobre los inconvenientes y beneficios de la integración económica. Pero ese debate debe comenzar con un reconocimiento franco de que muchas características de la economía global contemporánea todavía empujan hacia una mayor integración, no una menor, y que abordar estos factores tendrá costos reales.

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

## 2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: SE CONSOLIDA LA DEBILIDAD DEL PESO

En los primeros ocho meses del año las exportaciones acumulan US\$66.30 millones, un 3,8% más que en igual período de 2023, mientras las importaciones en el mismo período suman US\$51.336 millones, cifra 3,6% inferior a la del mismo lapso del año pasado. Como resultado de lo anterior, la balanza comercial acumula un superávit de casi US\$15.000 millones entre enero y agosto y de casi US\$19.700 millones en los últimos doce meses. Todo indica que superará los US\$20.000 millones al cierre del año y podría superar el récord alcanzado en abril de 2021 que llegó a casi US\$20.700 millones (ver Gráfico N°2.1).

**GRAFICO N° 2.1**  
**EVOLUCION SALDO BALANZA DE COMERCIAL 2010-2024**  
**(Promedio Móvil de 12 Meses)**



Fuente: Banco Central de Chile.

Como es evidente, más que una gran fortaleza de las exportaciones, lo que estos resultados indican es que las importaciones exhiben un desempeño bastante débil el que, a su vez, se explica por la debilidad de la demanda interna, tanto por la evolución del consumo como de la inversión (importaciones de bienes de consumo y de capital). A lo anterior se agrega que las importaciones necesarias para la producción (bienes intermedios) también se encuentran deprimidas por el bajo crecimiento de la economía.



El tipo de cambio, por su parte, mantiene una debilidad que, ciertamente, no se asocia con la evolución de las cuentas externas, balanza comercial o cuenta corriente, sino con las pobres expectativas de nuestra economía y la debilidad institucional existente en todos los ámbitos (poderes ejecutivo, legislativo y judicial) y todo lo que ello implica. A lo anterior se ha sumado la renovada debilidad del precio del cobre, que ha llevado a muchos analistas a postergar la perspectiva de inicio de un “super ciclo” en el mercado de este metal y las agresivas perspectivas de baja en la TPM anunciadas por el Banco Central en la última RPM y el último IPOM. Esto no hará más que complicar las perspectivas de la inflación para el resto del año y en 2025.

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

### 2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: DEBILIDAD EN LA INVERSIÓN Y EL CONSUMO

Conocidas las cifras del PIB del segundo trimestre, se entiende el importante deterioro observado en las proyecciones de crecimiento para el presente año. El consumo y la inversión tuvieron un pobre desempeño, con un crecimiento de sólo 0,8 % en el primero y una caída de 4,1 % en el segundo. En el caso del consumo, significa una desaceleración respecto del crecimiento de 1,5 % del trimestre anterior, lo que se explica principalmente por el peor desempeño del consumo de los hogares, que creció sólo 0,5 %.

Lo de la inversión es aún más preocupante, toda vez que acumula 4 trimestres consecutivos de caída, tanto en lo que se refiere a construcción como, principalmente, a bienes de capital. Si bien éste último componente puede recuperarse más rápidamente, dado que se refiere principalmente maquinarias y equipos importados, el componente construcción tardará bastante más, si se tiene en cuenta el freno observado en la iniciación de nuevos proyectos en la industria inmobiliaria.

Los malos datos antes reseñados permiten entender la significativa revisión a la baja que hizo el Banco Central en sus estimaciones de crecimiento para el presente año, en lo que se refiere a la demanda interna. Efectivamente, como se observa en el cuadro siguiente, bajó la estimación de crecimiento del consumo de 2,8 a sólo 2,0 %, explicado principalmente por un peor desempeño del consumo privado. Esto preocupa aún más si se tiene en cuenta que sigue en recuperación, no hay crecimiento efectivo, toda vez que el nivel a fines de este año aún se ubicará bastante por debajo del observado a fines de 2022.

**CUADRO N° 2.2**  
**ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO IPOM DE SEPTIEMBRE**  
**(Variación Anual, %)**

	2022	2023	2024 (f)		2025 (f)		2026 (f)	
			IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
			Jun.24	Sep.24	Jun.24	Sep.24	Jun.24	Sep.24
PIB	2,1	0,2	2,25 - 3,0	2,25 - 2,75	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5	1,5 - 2,5
Demanda interna	2,3	-4,2	1,8	1,3	2,6	2,5	2,6	2,4
Demanda interna (sin var. de existencias)	2,9	-3,2	2,0	1,3	2,6	2,5	2,4	2,2
Formación bruta de capital fijo	3,9	-1,1	-0,3	-0,8	5,4	5,1	2,8	2,5
Consumo total	2,6	-3,9	2,8	2,0	1,7	1,7	2,3	2,1
Consumo privado	1,6	-5,2	2,5	1,7	1,9	1,9	2,5	2,2
Exportaciones de bienes y servicios	0,8	-0,3	5,9	6,1	3,1	3,2	1,9	2,2
Importaciones de bienes y servicios	1,5	-12,0	3,2	2,9	4,7	4,5	3,9	3,3
Cuenta corriente (% del PIB)	-8,7	-3,6	-2,1	-2,1	-2,5	-2,4	-2,7	-2,5
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	16,9	19,4	19,2	20,0	19,5	19,7	19,5	19,7
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	25,3	23,8	23,1	23,1	23,7	23,1	23,8	23,0

Fuente: BCCH.

La corrección más significativa, sin embargo, la realizó en la inversión, la que caería 0,8 %, significativamente más que lo que mostraba su proyección de junio. De hecho, nuestras propias proyecciones apuntan a que la caída en la inversión podría ser incluso más aguda el presente año, toda vez que nada indica que se haya producido un repunte relevante en su desempeño a lo largo del tercer trimestre en curso.

También realizó cambios en la proyección de la demanda interna para los próximos dos años, aunque menos significativos, lo que en todo caso no deja de sorprender teniendo en cuenta que la base de comparación, el presente año, sería ahora bastante menos exigente.

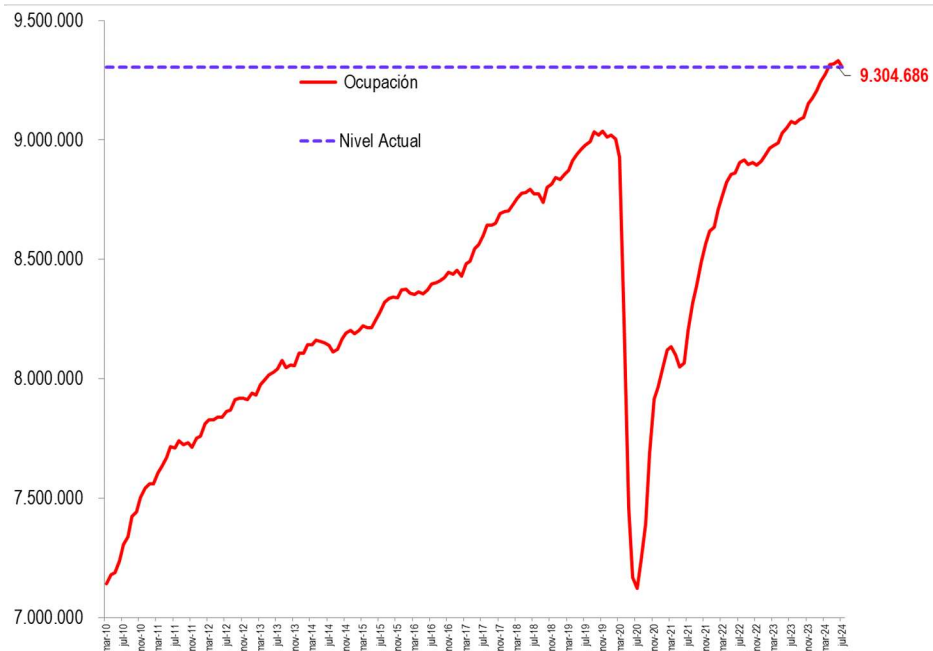
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: EL NEGATIVO EFECTO REZAGADO DE LA MENOR ACTIVIDAD

Lo hemos dicho muchas veces en este informe: el mercado laboral reacciona con rezago al ciclo de actividad. Ello es lógico en la medida que las empresas postergan sus decisiones de despido, cuando la actividad decae, y demoran la recontratación hasta que no se confirma una recuperación más sostenida de la demanda relevante.

Medida en forma desestacionalizada, la ocupación total registró una caída en el trimestre móvil terminado en julio, con relación al terminado en junio. Así, aunque en variación anual sigue registrándose un crecimiento del empleo, medido “en la punta” comienza a registrar una contracción.

**GRÁFICO N°2.3**  
**OCUPACIÓN TOTAL PAÍS**  
**(NÚMERO DE PERSONAS, SERIE DESESTACIONALIZADA)**



Fuente: INE.

Las perspectivas para una reversión en la caída del empleo no son auspiciosas, al menos en una perspectiva de corto plazo. En lo que queda del año todo indica que no observaremos un repunte relevante en la inversión privada, mientras la sobre ejecución del gasto público hasta mediados de año lleva a pensar en un bajo dinamismo hacia la última parte del período.

De acuerdo con lo anterior, medido también en una serie desestacionalizada, el desempleo entera ya dos meses consecutivos de incremento, desde 8,2 % en mayo a 8,5 % en julio, lo que habla de un desempeño de la fuerza de trabajo más dinámico que el de la ocupación.

Con todo, el deterioro del mercado laboral no permite ser muy optimistas respecto al comportamiento del consumo de los hogares en la última parte del año, a pesar del efecto positivo del incremento que siguen experimentando las remuneraciones en términos reales.

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

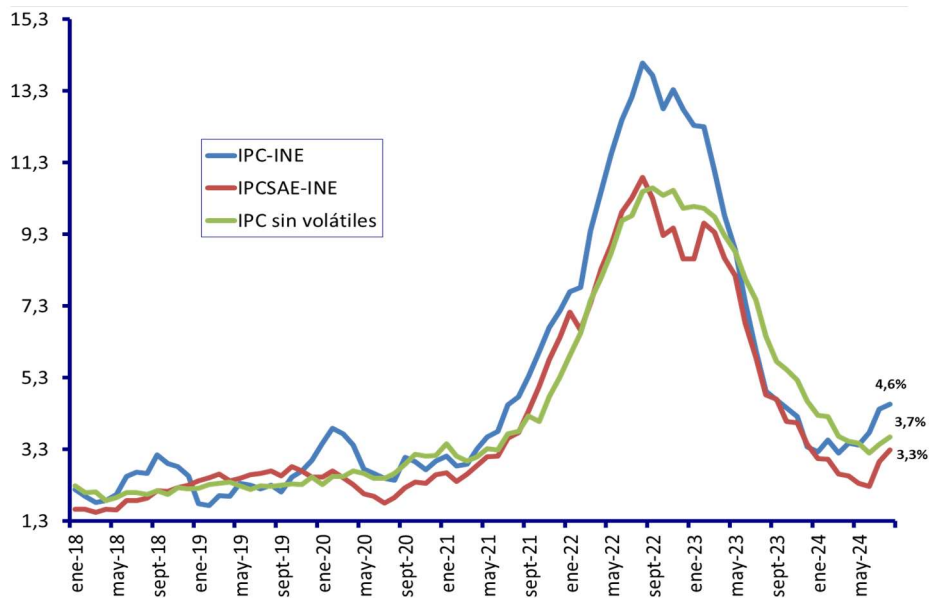
## 2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: ¿A DÓNDE VA EL BANCO CENTRAL?

Aunque la decisión unánime de rebajar la TPM a 5,5% estaba ampliamente anticipada, acompañar esta decisión con un comunicado marcadamente dovish, que anticipa bajas de tasas adicionales con cierta rapidez, para llegar a la tasa neutral en la primera mitad de 2025, sí fue una sorpresa. Fue una sorpresa no tanto porque me parece que no hay justificación para esta urgencia, cuestión que es evidentemente discutible, sino porque el comunicado anterior, de la reunión realizada a fines de julio, planteaba exactamente lo contrario, es decir, una actitud más cautelosa respecto de las decisiones futuras y dependiente de las condiciones internas y externas.

Parece evidente que el Banco Central está reaccionando a la coyuntura interna, a la perspectiva cierta de una rebaja de la TPM en Estados Unidos el 18 de septiembre y a una interpretación, en mi opinión, equivocada de la información de actividad más reciente. Lo que debería estar fuera de discusión es que la inflación, cualquiera sea la forma en que se la mida, está subiendo (ver Gráfico N°2.4), lo que incluye a la medición que excluye los volátiles que no incorpora el alza de las tarifas eléctricas. Respecto de este tema, es un tanto ingenuo separar muy estrictamente los shocks que afectan a la demanda de aquellos que afectan a la oferta.

En particular, calificar el alza de las tarifas eléctricas como un shock de oferta es correcto, pero ello no significa que no tenga efectos más extendidos a través de la indexación, pero no lo es asumir que se trata de un shock transitorio, porque lo sucedido en junio y julio se va a repetir en octubre, en enero de 2025 y una o dos veces más durante el próximo año, lo que permite suponer que el efecto del alza en la electricidad puede ser más dañino de lo que se piensa y mantener a la inflación alejada de la meta de 3% por más tiempo del que se tiende a creer.

**GRÁFICO N°2.4**  
**INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE 2018-2024**  
**(Variación en 12 Meses)**



Fuente: INE y Banco Central

Por otro lado, la interpretación de los datos de cuentas nacionales del segundo trimestre también me parece discutible. El consenso, que incluye al Banco Central, asume que en el segundo cuarto del año se produjo una desaceleración importante que se tradujo en un ajuste en la proyección de crecimiento en el IPOM de septiembre y una revisión en la demanda interna que, ahora se percibe más débil, tanto por el consumo como por la inversión. No obstante lo anterior, la estimación de la brecha de producto se mantendría cerrada, considerando los errores de estimación y las significativas revisiones históricas.

Es cierto que en el segundo trimestre el PIB cayó respecto del anterior en términos desestacionalizados, pero esto incluye el efecto distorsionador del adelantamiento de las vacaciones en el PIB de educación y que explica la debilidad del IMACEC del mes y lo contrario en el de julio. El PIB en doce meses sube de 1,6% a 1,9% si se promedia el crecimiento de junio y julio para estimar el resultado del segundo trimestre y se reduce la caída desestacionalizada. La distorsión de las vacaciones, por otro lado, también se refleja en el consumo de servicios que, según las cifras oficiales retrocedió respecto de los primeros tres meses de 2024.

Dado lo anterior, no parece tan negativo el resultado de la actividad como para justificar el cambio drástico en la dirección de la política monetaria que, además, se tradujo en un importante deterioro en el valor del peso, potencialmente inflacionario.

No obstante lo anterior, el deterioro inflacionario ya comentado debería primar en el análisis del Banco Central. Adicionalmente, tomar una decisión suponiendo lo que va a hacer o no la Reserva Federal es equivocado. Por muy cierta que parezca la decisión de bajar la Fed funds el 18, es más importante el mensaje que transmita la Reserva Federal y toda la información complementaria que se divulgue ese día. Así, debió haberse esperado hasta la RPM de octubre para evaluar la conveniencia de bajar la TPM en Chile.

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