



Tras una semana en Estados Unidos, donde pudo testear "in situ" el clima de mercado previo a la reunión de la Reserva Federal de esta semana, el economista y socio de Econsult, Gonzalo Sanhueza, analiza el momento de la economía chilena y los efectos que tendrá el inicio de un nuevo ciclo de política monetaria en la mayor economía mundial

¿Cuál es su visión respecto del panorama que mostró el último Ipom del Banco Central, en el que se disminuyó el techo de crecimiento para este año y dijo que la tasa neutral llegará antes de lo programado?

La economía chilena se venía recuperando a partir del tercer trimestre del año pasado y hasta el primer trimestre de este año. Por lo tanto, había expectativas de un buen desempeño el año 2024. Pero sorprendió el comportamiento que tuvo la economía el segundo trimestre de este año, con una caída del consumo y un crecimiento negativo si uno lo comparaba con el trimestre anterior.

Eso hizo replantearse el escenario para el resto del año y también respecto a la política monetaria, porque lo que se contrajo el segundo trimestre de este año fue principalmente el consumo. Eso requiere una política monetaria más expansiva para poder reactivar de nuevo el consumo y sostener el crecimiento económico en los próximos trimestres. Además, en la primera parte del año hemos tenido un crecimiento muy fuerte del gasto fiscal, que no es consistente con la meta para el año. Por lo tanto, sabemos que la última parte del año va a haber una fuerte desaceleración del gasto fiscal. Todo esto requiere más política monetaria.

Entonces, comparto el diagnóstico del Banco Central en términos de haber ajustado las proyecciones de este año y haber mandado la señal de que va a converger más rápido a la tasa del 4% (neutral). Lo que requiere esta economía es una política monetaria más expansiva y una política fiscal que deje de ser tan expansiva.

Hay algunos economistas que creen que la economía chilena se está desacelerando...

Lo que tuvimos el segundo trimestre de este año no fue una desaceleración de la economía, sino una baja de la actividad económica respecto al trimestre anterior, inducida principalmente por el consumo. La inversión, y por eso estoy relativamente optimista respecto a cómo viene el escenario para los próximos trimestres, ya se empezó a recuperar el segundo trimestre. Hubo un crecimiento positivo respecto al primer trimestre, tanto en maquinaria y equipos como en construcción. Los indicadores más adelantados, por ejemplo, las importaciones de bienes de capital, también están dando esa señal de que siguen creciendo. La sorpresa positiva del segundo trimestre es que la inversión dejó de caer y empezó a subir. Sin embargo, el consumo, que es el grueso de la demanda agregada, tuvo una caída. Para estabilizar esa caída hay que tener una tasa de interés más baja.

¿Lo peor en el ciclo de la inversión ya pasó?

Ya pasó. Es entendible lo que ha pasado anteriormente con la inversión si se piensa en los shocks que tuvimos: estallido social, pande-

mia, reforma constitucional... Los niveles de incertidumbre político-económica llegaron a niveles muy altos. Lo que vemos ahora es que esos indicadores de incertidumbre político-económica han seguido bajando, aunque todavía estamos en niveles más altos que la prepandemia. Las expectativas de los empresarios, por ejemplo, siguen siendo negativas, pero mucho menos negativas que en diciembre. Entonces, hay una serie de factores que hacen pensar que vamos a tener una recuperación de la inversión en los próximos trimestres, pero por el lado del consumo no tenemos indicadores que estén mostrando su recuperación.

Es decir, el BC debería ser un poco más agresivo en términos de baja tasa de interés...

Hoy el Banco Central tiene un espacio para ser más agresivo en bajar la tasa de interés, porque tiene una contracción de demanda del lado del consumo, tiene una tasa de desempleo bien alta y no hay presiones inflacionarias en esta economía. Cuando uno tiene una tasa de empleo cercana al 9%, una contracción del consumo, holguras de capacidad en la economía... no hay presiones inflacionarias. Lo que pasa es que, transitoriamente, por un shock de oferta, los precios van a estar altos los próximos 12 meses.

¿Le preocupan los efectos de segunda vuelta que pudieran tener las alzas de las tarifas eléctricas?

Los efectos de segunda vuelta son más importantes cuando la economía está sobrecalentada, cuando está sobre su capacidad máxima, porque ahí hay mucha presión inflacionaria. Entonces, cualquier shock puede generar efectos de segunda vuelta. Cuando una economía tuvo crecimiento negativo el trimestre anterior, cuando hay holguras de capacidad, cuando la tasa de desempleo está cerca del 9%, los shocks de segunda vuelta son menos relevantes.

Bajo este panorama, ¿cómo avizora el año 2025 en materia económica?

Lo que estamos viendo en Chile y el mundo es que estamos terminando ese proceso de ajuste después de una seguidilla de shocks. Han sido cinco años de mucha convulsión económica y los bancos centrales en el mundo ya están en un proceso de bajar tasas de interés. Por lo tanto, 2025 debiera ser un año mucho más normal de lo que fueron los años anteriores. Desde ese punto de vista, el 2025 va a ser un año en que la tasa de interés de política monetaria en Chile ya va a estar en torno a su nivel neutral, que la inflación va a estar más cerca también del 3%, y que la economía

va a estar en su crecimiento en torno al 2,5%. Este año y el próximo vamos a poder crecer sobre el 2%. Después vamos a converger a ese crecimiento potencial que tenemos y que está en torno al 2%. El 2025 va a ser un año bastante normal dentro de la economía chilena.

¿Un año 2025 más saludable?

No sé si es saludable cuando el crecimiento es de un 2%. Una cosa es cuando se habla del ciclo económico y otra es cuando se conversa sobre el crecimiento tendencial. Nadie puede considerar un 2% un buen crecimiento (tendencial) o saludable siendo una economía emergente. Nosotros deberíamos estar en un crecimiento más cercano al 4%. Llevamos 10 años en que empezamos a crecer en torno al 2%... Escribí un artículo hace un año que se llama *La década perdida*... de eso, lamentablemente, no ha cambiado nada.

Es decir, su visión de tendencia es menos optimista respecto de su visión del ciclo...

Absolutamente. La economía cíclicamente el 2025, a pesar del bache que tuvimos el segundo trimestre y que lo veo como transitorio, se va a recuperar. No obstante, en términos estructurales, de crecimiento tendencial, potencial, hemos visto algún deterioro marginal. Eso, condicionado a que tenemos una tremenda oportunidad como no la hemos te-

GONZALO SANHUEZA

“Hoy el Banco Central tiene un espacio para ser más agresivo en bajar la tasa de interés”

El socio de Econsult dice que, pese a los eventuales efectos de segunda vuelta de las alzas de las tarifas eléctricas, hoy no existen presiones inflacionarias debido a la contracción del consumo, las altas tasas de desempleo y las holguras de capacidad en la economía. “Hay una serie de factores que hacen pensar que vamos a tener una recuperación de la inversión en los próximos trimestres”, anticipa.

Una entrevista de JULIO NAHUELHUAL

Foto MARIO TÉLLEZ

nido en los últimos 20 años, porque el cambio climático, la transformación de la matriz energética, la electromovilidad, nos encuentra muy bien parados. Tenemos energía renovable como la eólica, la solar, que todo el mundo quiere. Tenemos cobre, litio; tenemos tremendas condiciones. Vengo llegando de Estados Unidos y es de lo único que se habla. Entonces, tenemos una oportunidad, una opción de que demos un salto importante en crecimiento tendencial si hacemos las cosas bien.

¿Qué le parece que la Reserva Federal de Estados Unidos haya bajado la tasa en 50 puntos base esta semana?

Era el escenario esperado. La economía americana está demostrando un deterioro en el mercado laboral. En los últimos meses ha habido una baja generación de empleo y ha estado subiendo la tasa de desempleo. Los precios también están controlados, lo cual le permite focalizarse más en el tema laboral, considerando que ya la inflación la tiene bastante controlada. Es una buena noticia porque se asegura de que no se va a producir una recesión en Estados Unidos. En la medida que la Reserva Federal empieza a bajar la tasa de interés es menos probable el escenario recesivo y es más probable esto que se llama *soft landing*, un aterrizaje suave de la economía americana. Es decir, ha logrado controlar la inflación sin pasar por una recesión. Eso pocas veces ocurre y eso sería muy positivo.

Mirado desde Chile, eso le abre espacio al Banco Central para ser más agresivo con su baja tasa de interés, porque en la medida que



Estados Unidos va bajando la tasa de interés, Chile puede ir acompañando esa baja de tasa sin tener la preocupación de que se le puede desanclar el dólar. Es muy positiva la noticia que estamos recibiendo de Estados Unidos y mi expectativa es que va a seguir bajando la tasa de interés, pero de forma más gradual de lo que piensa el mercado. Esto, porque veo que Estados Unidos todavía tiene mucha fuerza en su crecimiento económico. Es cierto que se ha desacelerado la creación de empleo, que ha aumentado algo la tasa de desempleo, pero en general las condiciones de gasto en la economía americana siguen fuertes, tanto de los consumidores como de inversión.

¿Le llama la atención la resiliencia que ha mostrado EE.UU. en este ciclo económico?

No, porque EE.UU. es una economía muy flexible. Cuando uno tiene un mercado laboral muy flexible y una institucionalidad como la tiene EE.UU., se aprovechan muy bien las oportunidades. En el mundo está habiendo una transformación tecnológica importante. Todos están hablando de inteligencia artificial, del manejo de datos, del cambio tecnológico para energía más limpia, y Estados Unidos está en todos esos procesos. No extraña que cuando se produce un cambio tecnológico, como el que hoy ocurre, Estados Unidos sea el país que absorba todo el talento y sea el primero que desarrolle esa tecnología.

Ahora viene un proceso de elecciones y las cosas pueden cambiar el próximo año. Sin embargo, en general hay poca preocupación de que con cualquier gobierno vaya a cambiar demasiado el curso de la economía. Estados Unidos tiene lo que siempre se ha hablado: los *checks and balance* (equilibrio de poderes). Se está hablando de que, probablemente, el Senado va a ser republicano y la Cámara de Representantes va a ser de los demócratas. Entonces, independiente de cuál sea el Presidente, el que sea elegido no va a tener espacio para hacer transformaciones tan radicales.

De todas formas, existe una gran preocupación a nivel de mercado de que, sea quien sea el próximo presidente de EE.UU., la expansividad fiscal va a ser una característica en los próximos cuatro años...

Hay cosas que van a ocurrir en EE.UU. Primero es que el déficit fiscal se va a mantener durante un tiempo; los gastos en bienestar en EE.UU. son parte importante del gasto fiscal, por lo tanto, son muy difíciles de bajar y hay candidatos que están planteando bajas de impuestos. Entonces, o por baja de impuestos o por aumento de gastos, los déficits fiscales se van a mantener. Eso significa tasas de interés más altas para el mundo y eso es negativo para los emergentes.

Sin embargo, eso me preocupa menos que la guerra comercial que está teniendo EE.UU. con China y que, independientemente de cuál sea el candidato ganador, eso se va a mantener o profundizar. Para una economía como la chilena, no es favorable un escenario donde las dos principales economías del mundo, como son EE.UU. y China, estén en una guerra comercial. Ese es un escenario que para una economía como la chilena no es favorable. Somos una economía mucho más abierta que el promedio de las economías y, por lo tanto, una guerra comercial para una economía como la chilena puede tener un efecto relevante. ●