

La situación externa para Chile ha empeorado. ¿Cuándo se sentirán los efectos de la incertidumbre por aranceles y del conflicto en Medio Oriente?

-El alza de tarifas fluye a través de un canal comercial y hasta ahora no ha generado impactos en el precio de los activos. El impacto de la significativa alza de tarifas de Trump ha sido marginal este año. Pero ha habido señales de debilidad en la economía norteamericana que son consistentes con un *soft landing* (aterrizaje suave) y no son coherentes con una recesión ni nada por el estilo. Esta fragilidad en la economía norteamericana ha provocado una debilidad del dólar en el margen, lo que ha permitido que el peso chileno también se aprecie. ¿Hasta cuándo va a durar eso? Hasta que el mercado empiece a descontar un fuerte impacto del alza de tarifas en Asia... China, Corea, Tailandia, lo que será con un año de rezago respecto a la aplicación de tarifas. Eso va a provocar una renovada fortaleza del dólar. Pero, por ahora, el dólar se está debilitando, ya que el mercado se ha comprado el diagnóstico de consenso y del FMI de que el próximo año para la economía mundial va a ser mejor que este. Nosotros esperamos que el próximo año sea peor que este en términos de crecimiento global. Esperamos un crecimiento mundial de menos de 2% el próximo año, gracias a que la contracción del comercio exterior global afectaría a la economía de Asia

supragresiva el 2 de abril para después retroceder al nivel que prometió en campaña.

Pero la Bolsa chilena, que es un buen anticipador de ciclos económicos, está sobre los 8 mil puntos, previendo un escenario más benigno para Chile. ¿Por qué esa contradicción?

-Eso se ha debido fundamentalmente a la depreciación del dólar global y la consecuente apreciación del peso. El mercado se está comprando la tesis del FMI y del BC de que el próximo año sería mejor que este.

Entonces, es posible que veamos un ajuste en el valor de los activos en los próximos meses si ese escenario que describe se materializa...

-Sí, a partir del cuarto trimestre de este año o el primer trimestre del próximo año, cuando el mercado empiece a descontar esta situación. A diferencia de hoy, cuando hay un canal financiero (de contagio) tipo crisis asiática los precios de los activos reaccionan de inmediato y fue lo que pasó en los años 97 y 98. Hoy el canal es comercial.

Por lo tanto, el sesgo expansivo que el Banco Central ha impreso para la tasa en su último Ipom debería manifestarse...

-El BC también está preocupado del tema. Las razones del sesgo expansivo que pone están asociadas a esta incertidumbre global. A partir de eso puede ajustar la economía chilena el próximo año. El BC ha tomado una opción conservadora y que es "*wait and see*" (esperar y ver); está mirando los impactos en la inflación local, no en la actividad, y en función de eso también anun-

cia un sesgo expansivo con la vieja táctica de que 'guerra avisada no mata gente'. Es decir, quiere ver el comportamiento del tipo de cambio antes de concretar la baja de tasas. También va a ver lo que hace la Reserva Federal (Fed) de EE.UU. y si baja las tasas. Por ahora, mientras la situación se mantenga normal y no afecte a la economía chilena, el BC va a seguir a la Fed. Va a tratar de mantener la tasa de política monetaria en 25 o 50 puntos por encima de la Fed como es ahora. Sólo en el caso que vea una chantada fuerte de la economía se atreverá a igualar la tasa local con la tasa de la Fed, cuando no reducirla por debajo.

El nuevo ciclo político

¿Cuál es el gran acierto y la gran deuda de este gobierno ad portas de terminar?

-La evaluación de los inversionistas es bastante positiva y eso se refleja en el alza de la Bolsa, la que se ha duplicado desde que Boric fue electo y hasta ahora.

Pero partiendo de una base que estaba en el piso...

-Sí, porque había expectativas de que iba a haber una catástrofe y esta no se concretó. El Ipsa empezó a subir mucho desde que nombraron a Mario Marcel en Hacienda. Recordemos que este gobierno recibió un gasto público de US\$101.000 millones (31,9% del PIB) de 2021, lo que implicó escalar violentamente la deuda pública y secar los fondos soberanos en ese año. Y en el 2024 terminamos con US\$81.000 millones (24,4% del PIB). El 2021 hubo una política

fiscal expansiva, de carácter procíclico... en medio de una demanda interna que subía 22% a través de los IFE y algunos otros bonos sociales. También hubo más retiros de fondos de pensiones. Ya sabemos la historia... con más inflación, déficit de la cuenta corriente de 10% del PIB, exceso de gasto; el BC tuvo que ir a parar la farra. Fue una farra kirchnerista, típica de año electoral. La mayoría de nuestros políticos, sean del color que sean, en año electoral se ponen "creativos".

Entonces, Marcel logró estabilizar las cuentas fiscales...

-Tendría que haber sido más audaz. Recortó el gasto público, pero no cumplió la regla de balance estructural el año pasado, que significaba haber cortado US\$4.000 millones más. O sea, tendría que haber hecho un ajuste aún mayor de gasto. De todas formas, el mercado ha premiado a Chile: el CDS (Credit Default Swap) de 10 años está en menos de 107 puntos base, a nivel asiático. Tenemos una deuda pública de 41% del PIB, que es un nivel de países asiáticos, o países como Lituania, Estonia.

Es decir, la evaluación del mercado en materia fiscal es positiva...

-Es muy relevante. Pero diría que es el único punto rescatable, porque no ha habido señales procrecimiento. Recién ahora está reduciendo el exceso de "permisología", lo que es insuficiente, pero va en el camino correcto.

De todas formas, hay dos razones para decir que ha habido una estabilización. Una

LEONARDO SUÁREZ

emergente.

¿Cómo va a afectar a Chile ese escenario contractivo mundial para 2026?

-Tenemos un escenario de que Chile crecerá 0% el próximo año, luego de crecer más de 2% en este año.

Un duro comienzo para el próximo gobierno...

-Sí. A Sebastián Piñera le pasó lo mismo. Después de crecer 4% en el primer año que asumió (2018), Chile creció solamente 1,2% en el primer semestre de 2019 en reacción al alza de tarifas de Trump 1.0, con una fuerte contracción del comercio exterior.

Pero el reciente Informe de Política Monetaria (Ipom) del Banco Central (BC) no muestra ese escenario que describe...

-No, porque está alineado con las perspectivas del FMI. El Ipom minimiza el impacto de la contracción global del comercio exterior que viene el próximo año desde todo Asia y que también le afectaría a Chile.

¿Su supuesto, entonces, es que Trump persiste en el alza de aranceles?

-Sí. Hoy los aranceles están en el nivel que prometió en campaña. Lanzó una batería

"El riesgo es que Chile se transforme en Grecia o en la Argentina kirchnerista, con políticos que no ven la bola de nieve fiscal que viene"

Directo y disruptivo, el director de Estudios de LarrainVial alerta por el crítico escenario fiscal que deberán enfrentar los próximos gobiernos, derivado de la falta de financiamiento de la PGU y del gasto en salud. Fustiga a las candidaturas que apuntan a agresivas rebajas de impuestos sin claridad en sus compensaciones. Dice que Chile se convirtió en un Estado de bienestar y que se financió con "un cheque sin fondos". "Estimo que el equipo 'piñerista' de Matthei va a tratar de moderar las ansias de reducción de impuestos que tienen algunos economistas cercanos a ella", afirma. Y para 2026 anticipa un crecimiento del PIB de 0% por el impacto de la guerra comercial a nivel global.

Una entrevista de JULIO NAHUELHUAL

es la reducción del gasto público y acotar el crecimiento de la deuda pública, que con Piñera estaba en 37% del PIB y ahora está en 41% del PIB. Segundo, y que no es menor, es la estabilización institucional. Se rechazaron dos Constituciones que en los dos extremos podrían haber provocado desestabilización institucional financiera y social. Esa recuperación de la estabilidad fue la que permitió el alza del Ipsa de 4.000 a 8.000 puntos (85% de alza en dólares en 3 años y medio); se redujeron la tasa de descuento de Chile y el spread del riesgo soberano, y eso fue una percepción asociada a inversionistas extranjeros que querían estabilidad a la hora de invertir. Lo que tuvimos entre 2019 y 2021 fue una desestabilización institucional, financiera y social que provocó la salida de capitales. Estoy dando la visión de mercado, no me quedo en la evaluación de los políticos. De todas formas, estamos mejor que hace cinco años y medio, cuando quemaban las iglesias, asaltaban supermercados y todas las reglas del juego estaban en veremos.

¿Le preocupa la trayectoria de la deuda chilena en los próximos gobiernos?

-La deuda está en un escenario en que podría seguir subiendo. Gracias a una mejor recaudación, este año el déficit fiscal efectivo, si no se vuelven "locos" en el Congreso como lo hicieron en 2021, puede terminar en 2% del PIB. Bajo ese supuesto, ¿qué pasa hacia más adelante?

Hay que decir que la PGU, aprobada en 2022, nació sin financiamiento para el largo plazo. Entonces, hay 2,5 puntos del PIB adicionales que financiar para la PGU de aquí al año 2050. Tienes, además, al menos 2 puntos del PIB adicionales en salud pública -cuyo gasto creció 6,5% real en 2024- por las mismas razones: envejecimiento de la población. Hoy el 15% de la población es de 65 años o más y en 20 o 25 años más será el 31%. Eso va a provocar un colapso de las finanzas públicas. Es decir, son 5 puntos del PIB adicionales -US\$ 17.000 millones por año en moneda de hoy- en que se va a incrementar la deuda en el caso que sigamos con un crecimiento potencial del 2%.

Si se reduce el exceso de "permisología" podemos mejorar el crecimiento potencial, pero recién a partir de 2030. Es decir, no es para los próximos cuatro años. Además, el mundo está creciendo menos y va a condicionar un crecimiento inferior en Chile.

Bajo ese escenario, el déficit fiscal va a seguir creciendo y puede llegar a 7% del PIB en 20 años más. Si se hace un desafiante ajuste fiscal de 2 puntos del PIB, como ha sido propuesto para los próximos gobiernos, el déficit fiscal podría quedar por lo menos en 5 puntos del PIB, lo que solo se puede arreglar con mayor crecimiento potencial, la disciplina fiscal y en el entendido



de que la clase política no se volverá "loca" con mayores gastos como en 2021.

Es decir, el déficit fiscal va a aumentar en los próximos años dada esta bomba de tiempo que es la PGU y otros gastos sociales asociados a la mayor longevidad de la población chilena...

... Y los políticos podrían decidir crear un sistema de seguridad social al estilo europeo. El riesgo es que Chile se transforme en Grecia o en la Argentina kirchnerista, con políticos que no ven la bola de nieve fiscal que viene.

Además, hay algunos candidatos presidenciales que están proponiendo reducir la carga tributaria, lo que es legítimo ya que los impuestos corporativos están demasiado altos en Chile. Sin embargo, la pregunta es cómo se compensa y es ahí donde empiezan los problemas políticos y al final no sale nada. Entonces, hay un riesgo de que se entre en una realidad "a la brasileña", con 7% del PIB de déficit fiscal. Eso significa incrementar el riesgo país, aumentar las tasas hipotecarias, lo que impediría aumentar el crecimiento potencial, por la vía de enviar al sector de la construcción al cementerio, que

hoy ya está en la UTI...

Además, hay políticos ligados a candidaturas presidenciales que creen ciegamente en la curva de Laffer (teoría que dice que cuando los impuestos están altos, bajarlos aumenta la recaudación fiscal). La evidencia empírica en la Inglaterra de Margaret Thatcher y en el EE.UU. de Ronald Reagan, George W. Bush y el primer gobierno de Trump, muestra que no funciona. En otras palabras, al reducir la carga tributaria, reducir los impuestos no aumenta la recaudación tributaria. Mejora el crecimiento, pero no lo suficiente para aumentar la recaudación. Entre 1987 y 1990, en medio de un crecimiento económico del 7% anual, la recaudación tributaria cayó 1% anual, en reacción a la reducción del IVA, de los impuestos corporativos y de los aranceles. La carga tributaria se redujo desde 18% del PIB a 14% del PIB en el mismo lapso. Pero el gasto público también se redujo en 4 puntos del PIB, gracias a la reducción de las pensiones en 1985 y de otros recortes, cuya viabilidad política y social hacia futuro es desafiante, o tal vez imposible.

¿Hay alguna candidatura más responsa-

ble que otra en materia económica?

-No lo quiero plantear así. Lo que puedo analizar son las consecuencias. Hay propuestas que dicen que se van a fijar en la demanda, que van a reducir la carga tributaria de forma agresiva... Es legítimo que bajen el impuesto corporativo, pero la pregunta es con qué se compensa. Matthei habló de eliminar exenciones... pero hay que recordar que el fin de las exenciones que se aprobaron para financiar los primeros tres años de la PGU recaudaron mucho menos de lo presupuestado. Reducir el tamaño del Estado no significa disciplina fiscal; disciplina fiscal es propender a un balance predecible que logre acotar el crecimiento de la deuda pública. Hay una bola de nieve fiscal que no están viendo los candidatos y, si la ven, no la quieren reconocer.

Dado todo el problema fiscal que se viene, ¿Chile se convirtió en un país con un Estado de bienestar sin darnos cuenta?

-Sí y lo financiaron con un "chirimoyo", con un cheque sin fondos. La PGU fue aprobada por todos los parlamentarios, por todos los políticos en enero 2022. También hay que ver la última reforma previsional en su impacto fiscal y si la Ley de Cumplimiento Tributario generará financiamiento necesario.

En algún momento cuestionó al Parlamento chileno por haberse convertido en "peronistas", en alusión a las políticas fiscales expansivas en años electorales, como las que ha habido en Argentina.

-Sí y lo reitero, porque a la hora de la verdad, previo a las elecciones, hacen políticas procíclicas. Pueden ser de izquierda o de derecha; todos están preocupados de hacer, por los votos, medidas que sean populares para la población. Ese riesgo es para este año también.

Lo más probable es que un candidato de derecha sea electo como nuevo presidente, sea cual sea el candidato de la izquierda. Ese es el escenario base. Es mucho el desgaste de este gobierno por el tema seguridad. Estimo que el equipo "piñerista" de Matthei va a tratar de moderar las ansias de reducción de impuestos que tienen algunos economistas cercanos a ella. Sé de algunos que ya están viendo este problema fiscal a largo plazo. En el caso de Kast, estimo que hay un tema de principios en su idea de reducir el tamaño del Estado. El riesgo es que cuando los políticos ejecuten una reducción de impuestos el mercado perciba que el déficit fiscal va a subir a 8% del PIB y la deuda pública de Chile va a escalar a 90% del PIB, al estilo brasileño, lo que incrementaría las tasas largas y depreciaría con violencia al peso chileno, tal como ocurrió con la libra esterlina y la deuda británica en Reino Unido, cuando la premier Liz Truss anunció en 2022 un recorte de impuestos de 2% del PIB. ●