

JOSÉ DE GREGORIO,
DECANO DE LA FEN DE
LA U. DE CHILE:

“He sido crítico con los ritmos de baja de tasa, que es distinto de la dirección, porque el Central podría haber sido un poco más adelantado”



El expresidente de la autoridad monetaria plantea que la institución debiera llevar el tipo rector cerca del nivel neutral -de 4%, según las últimas estimaciones- a fines del próximo año. Y, dado lo plano de la actividad, no descarta que incluso deba descender aún más hacia delante.

POR R. LUCERO Y S. VALDENEGRO

Solo seis días nos separan del término de año. Y, tal como lo reveló el Informe de Política Monetaria (IPoM) que el Banco Central presentó el miércoles, el balance habla de una inflación que siguió moderándose -para terminar diciembre cerca de 4,5% anual frente al 12,8% de 2022-; y una economía que profundizó su ajuste, pero que quizás eluda la baja que la mayoría de las proyecciones anticiparon durante los últimos meses.

De hecho, el mismo ente instituto emisor estimó una variación de cero. Un hecho que no entusiasma del todo al decano de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, José De Gregorio, quien más bien pone la mirada en el reto de mediano plazo que hoy representa el volver a crecer, aunque se alinea con

la expectativa oficial de expansión del Producto Interno Bruto (PIB) en el rango de 1,25% a 2,25% para 2024.

“El Banco Central lo que está diciendo es que es igualmente probable que este año crezcamos un poquito o que caigamos un poquito. Si uno quisiera ser más riguroso, hay un 50% de probabilidad de que el número sea negativo”, precisa el expresidente del ente emisor.

- ¿Pero puede tener algún mérito que el PIB no sea negativo?

- Quizás desde el punto de vista de los políticos, pero lo importante es que la economía -en términos prácticos- está plana desde fines de 2021. Si uno mira las cifras de Imacec desestacionalizado, el mayor nivel lo alcanzamos en noviembre de ese año y hoy la actividad está incluso más baja que entonces.

Llevamos dos años con una economía absolutamente plana, que claro

“En enero la baja de tasas va a tener que ser agresiva, de 75 puntos o 100 perfectamente. ¿Por qué? Porque descansan dos meses. La próxima reunión viene en abril”.

tuvo que ajustarse tras el crecimiento excesivo de 2021 por los retiros de fondos de pensiones y una política fiscal expansiva a destiempo, la que debería haber sido expansiva en 2020.

- ¿Pero no se temía un sobreajuste dado el nivel que alcanzaron las tasas de interés?

- Hay que ser muy categórico: lo que hemos aprendido desde el punto de vista académico sobre macroeconomía en los últimos 20 años o 30 años y la práctica de los bancos centrales ha sido un tremendo éxito. Tuvimos un fenómeno de inflación global en muchas partes, dos dígitos, y hoy la inflación está en todos lados de vuelta, en particular en los países que tienen metas.

Este es uno de los eventos de la historia económica contemporánea de tremendo éxito, con bancos centrales independientes y políticas monetarias creíbles que los llevaron a ajustar la economía y, ahora, vienen los procesos de relajación.

- Pero usted ha sido crítico del timing de la baja de tasas en Chile.

- En el caso de Chile, me parece que se hizo muy bien el proceso. Yo

he sido crítico con los ritmos de baja de tasa, que es distinto de la dirección, porque el Banco Central podría haber sido un poco más adelantado y, además, se demoraron en parar la intervención cambiaria. Eso afectó un poco el ritmo.

Lo normal y deseable es que los procesos mantengan cierto ritmo para que el mercado pueda ir percibiendo bien cómo viene la política monetaria, pero en octubre bajaron 50 puntos sin sesgo y ahora 75 puntos con sesgo. Diría que eso se puede mejorar.

- ¿Eso tiende a confundir?

- Sí, y siempre cuando se genera confusión, el poder y capacidad de la política monetaria se reduce. No es un gran drama, no vamos a salir a protestar por eso, pero podría haberse hecho de manera distinta.

- Al presentar el IPoM, el banco volvió a defender la baja de 50 puntos en octubre en el hecho de había volatilidad financiera.

- ¿Qué volatilidad financiera?

- Había subido hartito el dólar, había inquietud por las alza de tasas en Estados Unidos.

- Nuestra política monetaria es



JULIO CASTRO

“Nosotros tenemos un problema complejo, y es que no sabemos cómo crecer”

■ El expresidente del ente emisor dice que Chile ha alcanzado niveles de vida razonable, pero que debiera crecer más, “porque es un país con una población aún con necesidades de calidad de vida no resueltas”.

En términos globales, De Gregorio destaca la gestión de la macroeconomía en el mundo, en los países emergentes y en Chile de manera especial, además de evaluar positivamente lo que ha ocurrido en las naciones con metas de inflación y un Banco Central independiente.

“Los sistemas financieros están bien manejados”, dice, al tiempo que realza que “no hemos tenido crisis financieras importantes en la economía emergente, la última fue la crisis asiática en 1998, salvo algunos casos muy particulares”.

¿Pero hay alguna señal de preocupación? Se pregunta. Y la respuesta es enfática: “Tenemos una sola señal de alerta hacia el futuro macro: el tema fiscal”.

“El mundo entero salió de la crisis con

niveles récord de deuda y esa presión se trasladará a los Gobiernos. En un mundo donde las tasas serán algo más altas, no es tan barato seguir teniendo déficit”, advierte.

– **O sea, los Gobiernos debieran volver a ahorrar o, por ejemplo, en el caso del Banco Central debiera retomar esta acumulación de reservas que paró.**

– El ahorro es distinto de la reserva. Ahorrar es gastar menos, acumular reservas es cambiar de moneda.

– **Pero es recuperar un colchón.**

– Tener reservas es muy bueno, aunque no se ocupen. ¿Por qué? Porque los mercados ven en eso una capacidad de resistir.

Sin embargo, y esta es la evaluación importante que el Banco Central tiene que hacer, las reservas se acumulan cuando es buen negocio, es decir, cuando uno estima que el dólar está relativamente barato.

Acumular reservas cuando el dólar está arriba de \$ 900 no es un negocio.

– **¿Qué sería un dólar barato hoy?**

– Bajo \$ 800, pero no creo que hoy Chile enfrente amenazas o circunstancias en

las cuales uno diga ‘mira, vamos a necesitar tener más reservas’.

– **¿Cuánto debe preocupar la baja a 1,9% del crecimiento tendencial que informó en el IPoM el Banco Central?**

– Habiendo dicho que la macroeconomía está bien manejada, nosotros tenemos un problema complejo, que también es muy común en las economías emergente, y es que no sabemos cómo crecer. Estamos con un crecimiento mediocre.

Chile ha alcanzado niveles de vida razonable, pero debiera crecer más, porque es un país con una población aún con necesidades de calidad de vida no resueltas. Para una parte importante de la población, el crecimiento es fundamental. Tenemos gobiernos de derecha, de izquierda, de viejos, de jóvenes, con plebiscitos, reclamamos, pero llevamos diez años donde se perdió la capacidad de crecimiento.

Aquí hay una cosa compleja, estructural, que no somos capaces de entender bien, que tiene mucho que ver con el estado de desarrollo en que está la economía mundial y en lo que estamos nosotros.

Cambio al sistema político: “Aquí lo que podemos tener es un acuerdo de los partidos grandes”

■ Sobre la Constitución, sostiene que “seguimos con lo que hemos tenido por 30 años, no creo que sea algo que vaya a generar mucha incertidumbre”.

– **¿El triunfo del “en contra” en el plebiscito será capaz de reducir la incertidumbre que ronda en torno a la economía?**

– Seguimos con lo que hemos tenido por 30 años, no creo que sea algo que vaya a generar mucha incertidumbre. Ahora, ojo, si se hubiera aprobado la nueva Constitución, nos hubiéramos pasado dos, tres años haciendo todas las instituciones que incluía la propuesta. No sabemos para dónde iba a ir, no sabemos qué efecto iba a tener. También iba a haber incertidumbre en ese ámbito.

Lo que sí tenemos un sistema político disfuncional, hay mucha fragmentación política.

– **Hay acuerdo sobre cambiar el sistema político, aunque mucha gente plantea la necesidad de cerrar el tema constitucional.**

– El sistema político se tiene que reformar, hay que hacer leyes, pero el tema constitucional está cerrado. Yo estoy muy confiado en que si un parlamentario o candidato sale a decir que quiere escribir una nueva Constitución, le dirán ‘tómate un armony!’.

Pero, ¿cuál es el problema? Que cuando uno le dice a los parlamentarios que arreglen el sistema, un buen arreglo amenaza la supervivencia laboral de muchos de ellos, así que no tienen incentivos. Sin embargo, aquí lo que podemos tener es un acuerdo de los partidos grandes que tengan suficientes parlamentarios para hacer los cambios. Es interesante que esto es contrario a lo que

queremos en los mercados, aquí queremos que las empresas más chicas se fusionen con las grandes.

– **¿Ahora cree que el Gobierno queda en mejor pie? Usted ha sido muy crítico de la generación que llegó a La Moneda. ¿No les concede nada positivo?**

– Yo les concedo el haber llegado al poder, fueron súper exitosos. ¿Cuánta gente quiere llegar al poder y no lo logran nunca? Pero esto es como llegar al Real Madrid o al Barcelona, hay que mantenerse.

– **¿Han aprendido en el camino?**

– Creo que están aprendiendo. Pero aprender a gobernar mientras se gobierna es complicado.

– **Están hablando de crecimiento.**

– Y se les olvidó la refundación de Carabineros y muchas otras cosas que iban a hacer. Pero es un proceso de aprendizaje complejo, más cuando tú le has vendido a quienes te apoyan ideas que después te reclaman que no las has llevado a cabo, y es complicado responder es “es qué estaba equivocado”. Ese por ejemplo es el tema de condonación del CAE. Con todo, este país avanza lento y los problemas estructurales que tenemos son responsabilidad de todos.

– **Usted nunca dijo su voto. ¿Fue una decisión difícil?**

– Bastante difícil, porque la propuesta constitucional tenía cosas buenas, pero también lo que llamo el tufillo conservador extremo (...) Era como la Constitución “del desde” y “el hasta” lo conseguimos después. Hubo una torpeza de quienes lideraron el proyecto políticamente, en este caso los consejeros republicanos.

– **¿Y qué voto?**

– Nulo, pero eso ya pasó.

fuerte, independiente, obviamente tiene que considerar aspectos internacionales, pero no hay nada que a mí me diga que hubo volatilidad externa que justificara la decisión de octubre. Lo que hubo fue un alza relevante de las tasas afuera que afectó las tasas locales. Mayor razón para bajar más, para aliviar las condiciones financieras que se estrechaban.

Además, cuando bajó 50 puntos y no puso sesgo, sabíamos que seguía la baja de tasas. Más aún, lo digo con los ojos cerrados, en enero la baja de tasas va a tener que ser agresiva, de 75 puntos o 100 perfectamente. ¿Por qué? Porque descansan dos meses. La próxima reunión viene en abril.

Entonces, va a estar esperando todo febrero y todo marzo sin acciones de política monetaria.

– **Y con una economía plana.**

– Y con inflación muy cerca de la meta. El Banco Central tiene un problema de *timing* con sus reuniones, que ahora son ocho. Creo que todos los meses debería decir este es mi calendario de los próximos 12 meses y aclarar las fechas que irán al

Congreso y, si en algún momento los senadores no tienen la posibilidad de ser los primeros que escuchan el IPoM, así será nomás. Lo más importante es una buena conducción de la política monetaria.

El Banco Central ha estado de

manera muy correcta siendo muy transparente, informando mucho al Congreso, pero tampoco eso puede condicionar un *timing* que no termine por ejemplo con una RPM el día antes de conocer el dato de inflación. Realmente es difícil

entender el calendario que además es defectuoso.

– **¿Y tras la baja de enero debiera llevarla al nivel neutral de 4% en 2024, considerando que el banco estima la inflación de vuelta en 3% en el segundo semestre?**

“Dependiendo de cómo evoluciona la inflación, hacia fines de 2024 el Banco Central debería estar mucho más cerca de la tasa neutral, que ahora la subió 25 puntos hasta 4%, lo que se traduce en un nivel de 1% real”.

– Nosotros estamos con una economía fría que necesitará en algún minuto tasas por debajo de la neutral, no necesariamente el próximo año, pero –dependiendo de cómo evoluciona la inflación– hacia fines de 2024 el Banco Central debería estar mucho más cerca de la tasa neutral, que ahora la subió 25 puntos hasta 4%, lo que se traduce en un nivel de 1% real.

– **¿Y comparte que recién hacia la segunda mitad del próximo año vamos a estar en 3%?**

– Hemos tenido noticias un poco volátiles en el IPC, no así en el componente subyacente. Hace tres o cuatro meses yo pensaba que el año iba a terminar por debajo del 4%, algo que es tremendamente difícil, pero ha habido mucha volatilidad en el IPC mensual. Por lo tanto, para efectos prácticos creo que durante el primer semestre de 2024 ya vamos a estar con ritmos mensuales de inflación de 3%, que era más o menos lo que traíamos a principio de este año.