

RODRIGO VERGARA

“Con este nivel de inflación no veo mucho espacio para seguir bajando las tasas de interés”

El expresidente del Banco Central e investigador senior del Centro de Estudios Públicos (CEP) cree que la tasa de interés ya está en niveles razonables para la realidad chilena y alerta por la debilidad de la inversión. Sostiene, además, que sería positivo para el país un acuerdo en materia previsional y afirma que la posibilidad de una reforma tributaria es casi nula hoy.

Una entrevista de JULIO NAHUELHUAL

El último informe de Política Monetaria (Ipom) del Banco Central (BC) delineó un panorama más débil en términos de actividad y, al mismo tiempo, más inflacionario para el corto plazo. Sin embargo, el expresidente del instituto emisor e investigador senior del Centro de Estudios Públicos (CEP), Rodrigo Vergara, va más allá ante el nuevo escenario planteado por el organismo monetario. “No veo grandes cambios en la tasa de interés durante los próximos seis meses. Esto, a menos que tengamos una sorpresa grande en la proyección de inflación o alguna sorpresa negativa grande en términos de actividad. Estimo que en las actuales circunstancias la tasa está dentro de niveles razonables. Con este nivel de inflación no veo mucho espacio para seguir bajando tasas de interés”, dice el economista.

El Ipom de diciembre dibuja un 2024 más débil de lo pronosticado y un 2025 no muy distinto. ¿Le sorprendió? ¿Cuál es la lectura que hace del escenario descrito?

—No me sorprendió en ese aspecto. Sabíamos que el crecimiento no iba a estar en el rango medio que tenían ellos y que iba a ser menos que eso. Estamos en diciembre y el 2024 está completamente jugado y no va a cambiar mucho. El BC hizo un ajuste que se esperaba en materia de crecimiento. Sin embargo, hay un tema interesante por el lado del poco dinamismo que va a seguir teniendo la inversión. La proyección del BC es que la inversión va a tener una caída más fuerte este año y de recuperación más modesta el próximo, de lo que se esperaba. En materia de inflación también hizo un ajuste importante, pero ya sabíamos que venía. Es decir, en términos de crecimiento e inflación no me sorprende el informe.

Entonces, ¿la debilidad de la inversión es lo



más preocupante de este Ipom, a su juicio?

—La debilidad de la inversión es de las cosas preocupantes. Lo otro muy preocupante es que Chile esté creciendo sólo al 2%. En el fondo, el Ipom muestra un panorama más débil y una inflación más alta.

El BC ha aumentado progresivamente sus proyecciones de inflación y ahora dice que esta va a estar en el 5% durante el primer semestre de 2025. ¿El ente rector había minimizado el efecto inflacionario del alza de las tarifas eléctricas, del incremento del dólar y de los costos laborales?

—Si se mira a posteriori, quizá sí. Pero es difícil ser demasiado crítico en eso. Diría que no

ha sido sólo el Banco Central, sino también lo ha sido el mercado entero. Donde sí hubo un problema fue en el alza de las tarifas eléctricas. Y el problema se produjo porque no había cifras muy específicas (en un principio). De hecho, algo así como un punto de la inflación de este año va a ser por el tema de las tarifas eléctricas. Respecto a la trayectoria de la inflación en el primer semestre de 2025, es posible que en enero la inflación sea bastante alta, porque hay un efecto muy significativo de las tarifas eléctricas. Entonces, ha habido una subestimación. Probablemente se podría haber hecho mejor el tema de las tarifas eléctricas. Pero desde el punto de vista de la política mo-

netaria, el Banco Central ha ido ajustando su tasa... Ha hecho la pega.

Pero, además, llama la atención que recién hoy el Banco Central incluya con claridad en su análisis el efecto inflacionario del aumento de los costos laborales, teniendo en cuenta que hace muchos meses que los salarios promedio de la economía venían creciendo de manera muy fuerte. ¿Hubo un exceso de confianza en haber dicho desde el Ipom pasado que el alza de la inflación era pasajera?

—Hay un aumento en los salarios que ha sido significativo. Es cierto que el BC ha puesto poco énfasis en ello y, probablemente, debería haber puesto más énfasis en el pasado. Es un tema que requiere bastante más análisis. Hay un aumento importante del salario mínimo, por ejemplo. Después tenemos los temas de indexación. Venimos de inflaciones bastante altas. Eso también tiene un efecto en el tema de los salarios. Es un tema que faltó ponerle análisis; recién ahora se está poniendo y me parece bien. Pero todavía necesitamos una buena explicación de por qué tenemos este aumento de salarios tan fuerte en un mercado laboral que no ha estado particularmente apretado y en una economía que sigue muy débil.

¿Qué otros temas le causan sorpresa?

—El BC sigue sosteniendo que la tasa neutral de política monetaria en Chile es del 4%. Dado que la meta de inflación es del 3%, esto significa una tasa real del 1%. Es decir, Chile, según el Banco Central, tendría una tasa de política monetaria neutral igual a la de Estados Unidos y eso no me cuadra.

Estimo que hoy estamos más cerca de la tasa de política monetaria neutral que lo que dice el Banco Central. El BC va a tener que ajustar más temprano que tarde su tasa de política monetaria neutral, porque no cuadra con su propio argumento y con lo que uno ve que está pasando en el mundo. Además, si las tasas largas son más altas por factores estructurales, no por factores cíclicos, naturalmente las tasas cortas también. Y dentro de los argumentos que usa el Banco Central para las tasas largas, hay factores estructurales, no solamente cíclicos.

¿En cuánto debiera estar, entonces, la tasa neutral de Chile?

No lo sé, pero debiera estar más alta que el 4%... Además, lo otro que me sorprendió es que en un recuadro sobre el mercado laboral del Ipom se menciona que la tasa de desempleo estructural (Nairu, por sus siglas en inglés), aquella que no es inflacionaria y que es de equilibrio a largo plazo, no es muy distinta a la tasa de desempleo actual, la que está en un 8,6%. Es decir, ¿estamos con una tasa de desempleo de equilibrio del 8,5% u 8,4%? Eso es significativamente más alto que la tasa promedio que hemos tenido en los últimos 20 años. ¿Por qué ese cambio tan significativo en la tasa de desempleo? Eso no me cuadra. Tiene implicancias desde el punto de vista de la política monetaria. El BC debiera revisar su estimación de tasa neutral y de tasa de desempleo no inflacionaria.

El BC ha transmitido también que las rebajas de tasas serán más pausadas en adelante. ¿Concuerda con esa cautela?

—Eso es completamente de acuerdo. Es con-

sistente con que la tasa neutral es más alta de lo que ellos dicen. Las tasas estaban muy altas y ahora se normalizaron. Me cuesta pensar que el BC pueda seguir bajando la tasa de interés mientras la inflación se mantenga en estos niveles. No veo grandes cambios en la tasa de interés en los próximos seis meses. Esto, a menos que tengamos una sorpresa grande en la proyección de inflación o alguna sorpresa negativa grande en términos de actividad. Estimo que en las actuales circunstancias la tasa está dentro de niveles razonables. Con este nivel de inflación no veo mucho espacio para seguir bajando tasas de interés.

Acuerdo provisional

¿Qué le parecen las conclusiones y las propuestas de la mesa técnica transversal para una reforma de pensiones?

-No creo que haya una propuesta en la mesa técnica. Hay muchas cosas que quedan en el aire. Por ejemplo, ellos hablan del préstamo, pero mencionan que hay otra comisión trabajando en eso. Ellos dejan el documento para la discusión.

No hay algo afinado, acabado y hay temas que no se tocaron. Pero como reflexión general puedo decir que me gustaría que llegáramos a un acuerdo de pensiones después de tantos años, aunque no a cualquier acuerdo. Eso sería algo positivo. Valoraría que la reforma aumente la tasa de cotización al 16% y me gustaría un acuerdo parecido a lo que han

mencionado algunos políticos de oposición, como el senador Rodrigo Galilea.

Sin embargo, tengo dudas con el préstamo planteado, por su complejidad y factibilidad técnica. El préstamo en teoría es transitorio, pero hemos hecho algunas simulaciones y desde que parte el préstamo hasta que se paga la última cuota pasan como 100 años y en ese periodo pueden pasar muchas cosas. Entiendo que se está en las últimas fases de negociación y que pronto deberíamos tener algo sobre la mesa. Pero si no lo tenemos en enero, ya en marzo o a finales de marzo todo se pone muy difícil, porque entramos en terreno electoral y ahí le veo muy poca posibilidad.

¿Qué le parece la propuesta esbozada hasta ahora por el ministro Marcel en materia tributaria?

-Si ya tenemos dudas de si existe tiempo para hacer una reforma de pensiones, la posibilidad de una reforma tributaria hoy día... no tiene ninguna opción. Además, el día que haya una reforma tributaria, habría que ser mucho más agresivo en términos de bajar el impuesto a la empresa. Ahí nos equivocamos en el pasado. Por supuesto, ahí se tiene que buscar cómo compensar.

Lo que se ha planteado hoy... es muy tarde, los tiempos políticos no dan. Hay muy poca posibilidad de llegar a acuerdos, sobre todo cuando hay otros temas sobre la mesa que hoy son más importantes, como la reforma de pensiones y una reforma política. 