

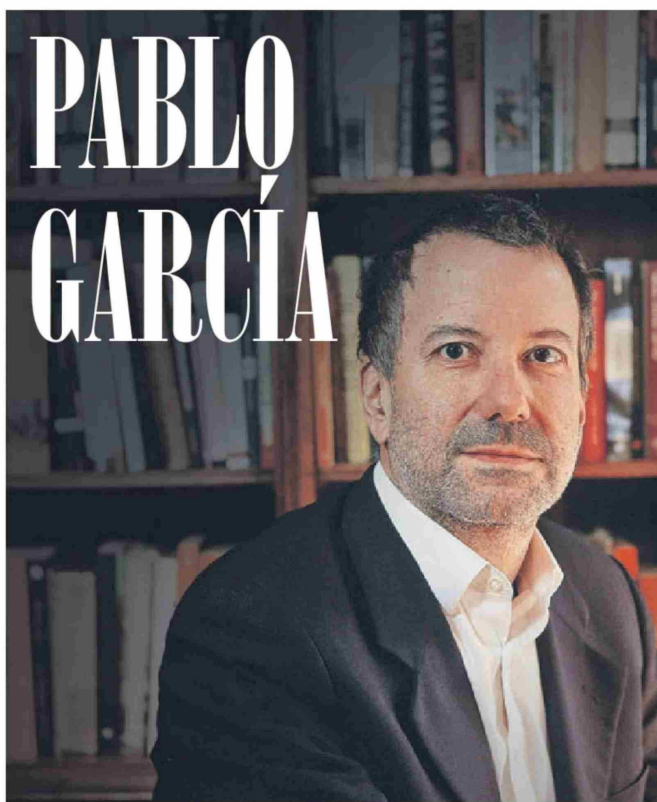
El 22 de enero pasado Pablo García Silva (54 años) concluyó su período de 10 años como consejero del Banco Central, saliendo como vicepresidente del ente rector al que estuvo ligado por los últimos 25 años, luego de llegar a trabajar al *staff* técnico en 1999, tras terminar su doctorado en el MIT (Massachusetts Institute of Technology). "Lo que uno más echa de menos son las relaciones humanas, las personas, porque el Banco Central (BC) es una comunidad muy camisetada con su misión", afirma sobre su exinstitución. Pero ya no mira atrás y se declara muy a gusto en su nuevo rol de académico e investigador de la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez (UAI). Valora la libertad y variedad de temas en los que puede incursionar, así como el impartir clases en distintas carreras y grados.

Siguió la regla autoimpuesta de los exconsejeros del BC de no hablar antes de seis meses de haber dejado la entidad y en esta, su primera entrevista tras ello, ahonda en temas que antes no podía abordar estando en el instituto emisor, sobre todo los de corte más político. Pero como no, justo en la semana en que los mercados financieros mundiales vivieron un "lunes negro", analiza las implicancias de este evento para la economía chilena y para la política monetaria. "Este escenario externo es coherente con el diagnóstico de que las tasas seguirán bajando en Chile", asegura. **¿Cómo evalúa el remezón que hubo al inicio de la semana en los mercados mundiales?**

—Siempre en economía uno tiene que ser cuidadoso en identificar el gatillante de los fenómenos y no confundir causas con efectos. La semana pasada se produjeron cuatro elementos que llevaron a este ruido ambiente, que si bien se ha tendido a apaciguar, fue muy intenso entre viernes y lunes. Lo primero es que el Banco de Japón hizo una movida sorpresiva de aumento de tasas, más de lo que se esperaba. Y esto es relevante, porque el Banco de Japón había tenido tasas muy bajas por mucho tiempo y con esto da la señal de que se suma al ciclo de normalizar la política monetaria. La segunda noticia es que el dato de empleo de EE.UU. de ese viernes fue leído como muy negativo, acentuando la noción de que la Reserva Federal (Fed) de EE.UU. iniciará el proceso de bajas de tasas en septiembre. Y hay dos factores más que sugiriendo que tal vez los niveles de riesgo e incertidumbre son mayores de lo que se pensaba: el conflicto del Medio Oriente se exacerbó con lo que ocurrió entre Irán e Israel; y lo otro fue la percepción de cierta sobrevaloración de las compañías tecnológicas, y de su apuesta por la IA. Se combinó todo eso y hubo un ajuste.

Sin embargo, hacia el fin de la semana varios mercados se recuperaron casi por completo. ¿Cómo sigue esto, fue una sobrereacción?

—La evidencia siempre muestra que cuando la incertidumbre del mercado financiero aumenta, eso puede tener algún efecto en la confianza y en las perspectivas de crecimiento. Esto es como ir a máxima velocidad por una carretera espectacular y de pronto toparse con un bache. No pasa nada, pero dices: 'De repente hay más baches'. Entonces, pese al repunte que vimos, no estamos fuera de peli-



"Para Chile se configura un escenario mundial un poco más débil, pero que tiene de dulce y de agraz"

En su primera entrevista tras dejar el Banco Central hace poco más de seis meses, el exconsejero y hoy académico de la UAI analiza el remezón que vivieron los mercados financieros y sus implicancias para Chile, pero además entrega sus definiciones más políticas, evalúa al gobierno de Boric y al ministro Marcel.

Una entrevista de OLGA BUSTAMANTE FUENTES Foto ANDRÉS PÉREZ

gro de que haya algún otro accidente en los mercados en las próximas semanas. Al surgir dudas, eso lleva a que la gente sea un poquito más precavida, lo que puede tener implicancias macro.

En ese sentido, lo otro que estuvo sobre la mesa fue el temor de que EE.UU. pueda estar en vías de una recesión. ¿Ve tal peligro?

—Me cuesta pensar que los antecedentes a hoy sugieran un riesgo inminente de una recesión grande en EE.UU. Llevamos 15 años proyectando una recesión en EE.UU., pero sigue

creciendo e innovando. Es una economía que ha demostrado una resiliencia inaudita.

Por lo tanto, ¿no cree que la Reserva Federal pueda apurar el inicio de su baja de tasas para antes de septiembre, o que sea necesario partir con una dosis mayor de recorte?

—Por ahora no. Lo pondría así: para que la Fed no baje la tasa en septiembre tendría que producirse una notición de magnitud por el lado inflacionario. Y para que la baje más de 25 puntos base, también. Tendría que haber una noticia adicional muy mala en las sema-

nas que quedan. Ahora, en cinco semanas pueden ocurrir muchas cosas.

Y luego de eso, ¿cuánto más estima que caerá la tasa de EE.UU. hasta fin de año?

—Lo primero a considerar al respecto es que en EE.UU. vienen elecciones, y es difícil extrapolar cómo puede ser la reacción del mercado frente a un escenario u otro. Excluyendo ese factor, uno ve que hoy el mercado piensa que la Fed va a bajar de 100 a 125 puntos base de aquí a fin de año. Creo que ese es un escenario para una macro mucho más débil de lo que se ve hoy, con una caída de la inflación más rápida.

¿Qué implicancias tiene para Chile este escenario externo?

—Creo que, en el margen, este es un contexto externo más débil de lo que se pensaba hace un tiempo. Pero un escenario donde la economía norteamericana tiene un debilitamiento no dramático, y que lleva a que la Fed baje las tasas y eso permita que el dólar se debilite un poco en el mundo, en general es bueno para las economías emergentes: los precios de los *commodities* suben y los flujos de capitales vuelven. Esto puede ser incluso con una pequeña recesión en EE.UU., pero sin interrupciones financieras mayores. Entonces, para Chile se configura un escenario mundial un poco más débil, pero que tiene de dulce y de agraz. De hecho, si vemos la curva de tasas en Chile, la reacción luego de este episodio de turbulencia fue de una caída de las tasas, lo que es un beneficio.

Apenas pasó esto el lunes, el ministro Marcel salió a poner las cosas en perspectiva y luego el BC, consultado por Pulso, dijo que no se deben sobreponderar movimientos que pueden ser de corta duración. ¿Concuerda?

—Es lo que he estado diciendo en esta conversación. Hay que ver bien qué ocurre con las noticias de las próximas cinco a seis semanas, qué va a hacer la Fed, e ir ponderando todos los elementos, porque el mundo es complejo. Al respecto, tengo plena confianza de que el BC justamente hará ese análisis y calibrará esto de acuerdo a su justa relevancia. **Pero si cualquier cosa, ¿este escenario externo más débil refuerza la posición del BC de, más allá de la pausa que hizo en julio, seguir bajando la tasa de interés?**

—Este escenario externo es coherente con el diagnóstico de que las tasas seguirán bajando en Chile. Y ahí el BC tendrá que ver lo táctico: cuándo, en qué magnitud, hasta cuándo.

¿Y esa mayor expansividad no puede entrar en conflicto con su tarea antiinflacionaria? Esta semana conocimos el alto IPC de 0,7% de julio, que llevó de vuelta la inflación en 12 meses a 4,6%, por el alza de la electricidad.

—Miremos qué ha ocurrido con la visión del mercado respecto a la inflación en Chile. Las compensaciones inflacionarias muestran que la inflación de aquí a un año va a estar más alta por estos fenómenos de una vez que estamos observando, pero que a 24 meses sigue en 3%. Y esa evolución casi no se movió con los últimos datos de IPC. Eso demuestra que hay confianza en que la inflación va a volver a la meta en el horizonte de dos años.

¿No le preocupa, entonces, este repunte de la inflación y que se aleje el regreso a la meta de 3% por el shock de las cuentas de la luz?

—El marco de metas de inflación está justa-

mente diseñado para entender este tipo de fenómenos que a veces van en direcciones opuestas, porque permite evaluar qué es un shock de oferta y qué es un shock de demanda. Y el tema de las tarifas eléctricas es un shock de oferta negativo. Tiene un efecto de una sola vez, implica menor poder adquisitivo y en el mediano plazo es restrictivo respecto del crecimiento y del consumo. Por lo tanto, la estrategia de una trayectoria de tasas que va a la baja sigue siendo válida.

Pero pese a ser un shock de oferta, puede tener efectos de segunda vuelta, sobre todo por la alta indexación chilena...

-En Chile se logró bajar la inflación desde 14,1% hasta 3,2% cuando yo me fui. Dada esa experiencia, que fue tremendamente dura para todos, pero en que la economía no tuvo que sufrir de manera excesiva para generar esa desinflación, tenemos suficiente confianza en que si bien los efectos de segunda vuelta existen, lo que estamos viendo por el lado de la tarifa eléctrica no son efectos que te vayan a descuadrar la macro. Si algo hubiese descuadrado la macro, habría sido que no pudiéramos bajar la inflación de 14,1% a 3,2%. Y eso no fue hace 50 años, fue ayer.

Según eso, ¿hizo bien el BC en pausar el recorte de la tasa en julio, o usted la habría seguido bajando igual?

-El Ipom de junio fue bien claro en decir que iba a haber pausas y en los niveles que estamos de tasas, poner esa pausa ya es un tema de calibración, de juicio fino. Depende de qué es lo que el BC estaba viendo en sus proyecciones de inflación y crecimiento para los próximos meses. Ya estamos en un rango de tasas en que es muy opinable un movimiento de tal magnitud u otro, y lo mismo si hacerlo en septiembre, octubre o diciembre. Yo, que estuve en esas discusiones, tengo la humildad para decir: es muy difícil hacer un juicio y jugársela por un número en particular. Hay que ser prudente y respetuoso con el proceso de deliberación que tiene el BC. Dicho eso, de momento no veo acciones de política monetaria más agresivas.

¿Y en actividad, qué está observando? ¿Tras el bajo Imacec de junio se alejó la posibilidad de crecer más cerca de 3% este año?

-Lo interesante es hacer la combinación de los distintos fenómenos que estamos viendo. Desde junio hasta la fecha hay cuatro noticias importantes, aparte de lo que pasó la última semana. Primero, tuvimos un segundo trimestre en que la economía chilena fue más débil de lo que se pensaba. Segundo, las condiciones crediticias continúan apretadas, porque las tasas largas siguen altas. En tercer lugar, las noticias de China fueron malas. Su segundo trimestre fue malo y la señal de política que dio el pleno del PC fue ambigua. Y por último, la Fed dio señales más claras de que quiere bajar la tasa. Todo eso se debe poner en la juguera y evaluar qué implica para el Ipom de septiembre y para las revisiones del crecimiento. La clave en esto será lo que arroje el tercer trimestre. Si sus cifras nos muestran que secuencialmente el PIB no minero se empieza a contraer, significa que lo que vimos el segundo trimestre ya no es tan transitorio. Pero que el crecimiento del PIB del año esté en 2,5% o 3%, no hace una diferencia material. Lo relevante es la dinámica del ciclo y si eso cambia la estrategia monetaria. Eso por ahora no está. ●