



## Hermann González, economista: "La política monetaria restrictiva está generando un freno a la actividad mayor a lo esperado"

El coordinador macro de Clapes UC y vicepresidente del Consejo Fiscal cree que crecer cerca del 3% ya es una meta imposible de alcanzar. De hecho, ve que un 2,5% es el techo de expansión del PIB para el actual ejercicio, el que de todas maneras ve como un objetivo "exigente" dado el complejo segundo semestre que se vislumbra.

POR SEBASTIÁN VALDENEGRO

Esta semana estuvo cargada por cifras económicas.

El miércoles volvieron a ratificarse las dudas por el estado del mercado laboral, ya que si bien la tasa de desempleo bajó a 8,3% en el trimestre móvil concluido en junio, la creación de trabajo informal y del sector público nuevamente destacó.

En la misma jornada, el Ministerio de Hacienda redujo su proyección de crecimiento para el año en una décima, a 2,6%, sincerando que la actividad ha sido menor a la esperada. El mismo argumento entregó el Banco Central en su fundamentación de la pausa en el ciclo de bajas de la Tasa de Política Monetaria (TPM) que adoptó al cierre de dicho día.

Y el jueves volvió el debate luego que el instituto emisor publicara un decepcionante Índice Mensual de Actividad Económica (Imacec) de junio (0,1% anual), explicado por la inesperada caída del sector servicios, en particular la educación.

Todas tendencias que llevan a Hermann González a mirar con cautela el desempeño futuro de la actividad. El coordinador macroeconómico de Clapes UC y también vicepresidente del Consejo Fiscal Autónomo (CFA), advierte que crecer a una cifra en torno al 3% está prácticamente descartada. Incluso una expansión del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,5% la ve "exigente" en las actuales circunstancias.

El también socio de Valtin Consulting ve varias razones detrás del freno de la actividad, pero hay una que resalta por sobre las demás: una política monetaria que sigue siendo restrictiva para el crecimiento.

**- Al bajo Imacec de junio, se une el de mayo, que fue cerca de la mitad de la expectativa de los analistas. ¿Es para preocuparse esta tendencia?**

- Diría que la actividad económica viene perdiendo fuerza hace varios meses. O sea, el máximo de Imacec desestacionalizado lo encontramos en febrero. Por lo tanto, no creo que sea solo una situación de los últimos dos

meses, sino que viene desde antes.

De hecho, en el segundo trimestre, con los datos preliminares de Imacec que tenemos, la economía se contrajo respecto del trimestre anterior un 0,6%, lo que es un 2,3% de caída trimestral anualizada.

Si uno mira el crecimiento interanual, es un crecimiento de 1,6% en el Imacec total, pero es 1% en el Imacec no minero. Por lo tanto, gracias a la minería la caída no ha sido más fuerte.

**- El ministro Marcel atribuye parte importante de la sorpresa al bajo desempeño de los servicios, en especial la educación por las lluvias y el adelanto de las vacaciones.**

- La explicación es válida, pero así como esta explicación, el pasado mes fue otra y el anterior fue otra hacia arriba y hacia abajo. Pero, en lo grueso, lo concreto es que la actividad económica está con muy poco dinamismo. El sector no minero ni siquiera está creciendo al ritmo de la capacidad potencial de la economía.

Es muy probable que tras este dato

las proyecciones de crecimiento para el año se vuelvan a corregir a la baja por la magnitud de la sorpresa.

**- ¿Crecer en torno al 2,5%, 3% se transforma en algo inalcanzable?**

- Ciertamente, los crecimientos en torno a 3% que veíamos a principio de año, con la información que tenemos, están prácticamente descartados.

Por el contrario, estas cifras del primer semestre antes de las revisiones, naturalmente con información parcial que tenemos, apuntan a que crecer 2,5% es más bien el techo para este año.

**- ¿La desaceleración ha sido mucho más evidente que lo esperado? Hasta hace poco había una percepción de una economía que retomaba cierta normalidad.**

- De todas maneras, son sorpresas grandes. De hecho, en el último IPoM, el Banco Central recortó la parte inferior del rango de crecimiento para este año y dejó abierta la posibilidad de crecer 3%. Hemos tenido sorpresas que tienen que ver en alguna medida con que en el segundo trimestre, si bien Estados Unidos creció más de lo previsto, China tuvo una desaceleración bien importante, mayor a la esperada. Y eso impacta la actividad económica global, el comercio mundial y a nosotros de alguna manera.

Ahora, el dato de empleo de EEUU del viernes fue bien malo. Es impor-

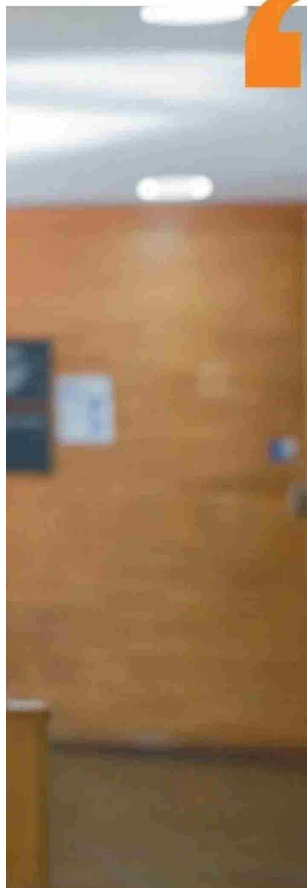
tante enfatizar eso en el impacto del escenario global sobre la economía chilena y las tasas locales. No sólo China se desaceleró, sino que Estados Unidos está mostrando importantes signos de debilidad.

Una segunda explicación tiene que ver con que la política monetaria sigue siendo fuertemente restrictiva. Eso tiene un objetivo cierto, que la inflación vuelva a la meta, pero está generando un freno a la actividad económica también mayor a lo esperado.

Recuerde que a principios de año pensábamos que la inflación iba a converger a la meta, que la tasa iba a bajar más rápido. Y ese cambio de escenario de inflación y de Tasa de Política Monetaria también está frenando la actividad económica.

**- Uno ve una situación de actividad económica a la baja pero con una inflación que está repuntando. De hecho, se espera que el IPC de julio sea alto por el efecto de tarifas eléctricas. ¿Se empieza a conformar un escenario de tormenta perfecta?**

- Cuando uno pone en la balanza el tema de la mayor inflación y el menor crecimiento, me preocupa más lo que está pasando con el crecimiento económico que con la inflación. ¿Por qué? Quizás al Banco Central le preocupe más la inflación y por eso no bajó la tasa esta semana. ¿Por qué no me preocupa tanto la inflación?



## Tendríamos que ver una aceleración importante en la segunda mitad del año para crecer 2,6%, que es lo que proyecta Hacienda. Por eso me parece más razonable pensar en 2,5% como el techo del crecimiento para este año".

meta, no es necesario mantener por tanto tiempo una política monetaria tan restrictiva.

He escuchado a varios analistas decir que gran parte del trabajo ya está hecho, porque la TPM bajó de 11,25% a 5,75%. Eso no lo puedo discutir, es factual, pero todavía falta mucho por hacer, porque la tasa en 5,75% está en un nivel fuertemente contractivo. Por mucho que uno piense que la tasa neutral se pudo haber corregido algo al alza, uno podría pensar que si la economía sigue perdiendo fuerza, la TPM tendría que ir incluso por debajo de la neutral. Es muy difícil que se reactive el crédito con este nivel de tasas de interés.

Entiendo que el Banco Central está preocupado por la inflación y probablemente el banco tiene más información que lo lleva a estar así.

**¿El banco puede estar más preocupado de los efectos de segunda vuelta de la alta inflación pasada?**

– Ese es un factor fundamental. Y lo otro también es la evolución del tipo de cambio. No porque el Banco Central tenga un objetivo de tipo de cambio,

sino por los efectos inflacionarios de la depreciación del peso.

Ahora, el hecho de que la Fed se haya abierto a la posibilidad de que la tasa podría recortarse en septiembre, también genera más espacio para que la tasa baje. Entonces, si uno mira las noticias en el margen, con una actividad económica más débil, con una Fed que probablemente empezará a bajar la tasa en hasta 50 puntos en septiembre, creo que se abren más espacios para que la TPM se reduzca y haya más recortes.

El banco eventualmente podría esperar a la reunión de septiembre junto con el IpoM para tomar esa decisión, pero el mismo comensado de la RPM del miércoles reconoce que la actividad está más débil.

**¿Septiembre puede ser el momento, por ejemplo, para bajar 50 puntos la tasa?**

– Es posible, pero hay que diferenciar lo que yo pienso de lo que creo que va a hacer el Banco Central. Es muy poco probable que el Banco Central baje 50 puntos dado lo que hizo en la reunión de esta semana. Lo más probable es que veamos recortes de 25 puntos y pausas en algunas reuniones.

Sin embargo, pienso que la política monetaria está generando un freno importante a la actividad económica. Por lo tanto, yo pensaría que la tasa debiera bajar más rápido de lo que lo está haciendo el Banco Central.

### Destruir inversiones

**¿Cuánto de la desaceleración es transitoria y cuánto más permanente?**

– El problema de largo plazo del crecimiento está presente. Uno pensaría que una vez resueltos los

desequilibrios que se generaron por pandemia, la economía debiera volver a crecer al menos al 2% y ni siquiera eso lo estamos viendo este año.

Entonces, hay un problema cíclico que lleva a que la economía no crezca a ese ritmo. El problema es más bien estructural, de la falta de capacidad de crecimiento de la economía, que tiene que ver con un estancamiento crónico de la productividad, con falta de inversión en los últimos años, y problemas de baja participación laboral, especialmente en mujeres y jóvenes. Entonces, eso ha venido acotando la capacidad de crecimiento de la economía.

**– El Gobierno ha presentado medidas para aumentar el crecimiento, la inversión y la productividad. ¿Son suficientes?**

– Ahora está más de moda el tema de los permisos, que es un problema importante, pero hay una serie de otros problemas que tienen que ver con certeza tributaria, con insuficiente disponibilidad de capital humano, y también hemos visto cómo la falta de infraestructura afecta a algunos sectores. Hay una serie de factores que están limitando la capacidad de crecimiento de la economía.

**– Hay dos proyectos millonarios que se anunciaron en las últimas semanas en minería y energía. ¿Cuánto ayudarán a modificar este panorama?**

– Vamos a ver efectivamente cuánto cuesta de verdad implementar esos proyectos de inversión. Resolver el tema de los permisos es uno de los temas más fundamentales para el crecimiento.

También es importante que ha estado bajando la incertidumbre económica, medida tanto por Clapes


UC como por el Banco Central. Por lo tanto, tampoco me extraña que veamos ahora un resurgimiento de proyectos de inversión, porque también hay que destacar que hay fortalezas estructurales de la economía que se mantienen.

Tampoco se trata de ser negativos en todo, Chile es un país que es rico en materias primas, con una democracia consolidada e instituciones sólidas, con un marco de política económica robusto y que funciona bien.

Por lo tanto, cuando desaparece el ruido, es normal que se reactiven proyectos de inversión. ¿Cuándo se van a concretar? Creo que es urgente acelerar la tramitación de esos proyectos de inversión que vayan surgiendo y además generar condiciones de mayor certeza para que se materialicen.

**– El Ministerio de Hacienda también revisó a la baja sus estimaciones de crecimiento, a un 2,6% para este año. ¿Queda en la parte más de las expectativas?**

– Es probable que el tercer trimestre sea mejor que el segundo en materia de crecimiento económico, pero para crecer 2,5%, la economía tiene que crecer cerca de 3% el segundo semestre. Es decir, tendríamos que ver una aceleración importante en la segunda mitad del año para crecer 2,6%, que es lo que proyecta Hacienda. Por eso me parece más razonable pensar en 2,5% como el techo del crecimiento para este año.

Ahora, la discusión de una décima no es relevante porque está dentro de los márgenes. Por lo tanto, no tengo una diferencia fundamental con esa proyección. Eso sí, los riesgos están más bien sesgados a la baja. La proyección de 2,6% es bastante exigente. 

Porque está muy concentrada en un precio, que es la tarifa eléctrica. Más o menos la mitad de la inflación de julio la explicará solo por el efecto de las tarifas eléctricas y algún otro precio de hortalizas, bien puntuales. Es decir, no estamos viendo un aumento generalizado de precios.

¿Qué es lo que a uno le debería preocupar? Hay una duda sobre los efectos de segunda vuelta de esta inflación, por ejemplo sobre otros productos, los gastos comunes, u otros precios que utilizan la electricidad como insumo. Pienso que en la medida que la economía está débil, con un crecimiento por debajo del potencial, especialmente en los sectores no mineros, con unas condiciones de crédito todavía restrictivas, pocas presiones de demanda, para mí la preocupación por la inflación no es tanto como lo es por el lado del bajo crecimiento que está teniendo la economía ahora.

**– Dicho lo anterior, ¿se justificaba una pausa en el ciclo de reducción de tasas de este mes?**

– Estaba dentro de las opciones, el mercado estaba bien dividido. Yo, en lo particular, soy partidario de acelerar los recortes de tasas de interés. Si bien el aumento del precio de las tarifas eléctricas genera un aumento transitorio de la inflación, en la medida que las expectativas siguen ancladas a la

## "Hay riesgos negativos por el lado de los ingresos que podrían requerir un esfuerzo fiscal mayor"

**– En materia fiscal, Hacienda mantuvo parte importante de sus proyecciones de déficit, tanto efectivo como estructural, pero reveló que recortará cerca de US\$ 850 millones en gasto para lograr las metas. ¿Es suficiente para que se alcancen o se requiere un ajuste adicional?**

– Esta es una opinión personal y no como vicepresidente y consejero del CFA. Lo primero es que la meta de balance estructural para este año es un déficit de 1,9% del PIB. Y la proyección de Hacienda es que el déficit estructural será 2,2% del PIB, igual que el primer trimestre. Es decir, las proyecciones que está haciendo Hacienda para el déficit estructural son mayor que la meta. Segundo, lo que hace Hacienda al momento de anunciar este ajuste de gasto –que es correcto– es reconocer una sorpresa negativa por el lado de los ingresos, también en cuanto a los ingresos estructurales. No hay una obligación de hacerlo, pero es lo deseable desde el punto de vista del cumplimiento de la meta de balance estructural. Con la información que publicó Hacienda, que son menores ingresos estructurales derivados de una Operación Renta menos positiva de lo esperado, es correcto el movimiento de ajustar el gasto para cumplir la meta. Eso es deseable que sea así y bienvenido.

Otra cosa es ver si este ajuste será suficiente, porque –como decía al principio– hasta ahora con

las cifras de Hacienda no se está cumpliendo la meta de reducción del déficit estructural. Además, la evolución de los ingresos fiscales durante el primer semestre ha estado por debajo de lo esperado. La actividad económica podría ser más baja a lo esperado y también podría haber resultados más negativos por el lado de la minería, ya que hemos visto una caída del cobre en lo más reciente.

**– Hacienda corrigió al alza la estimación del precio del cobre promedio a un US\$ 4,3 la libra para este año.**

– Probablemente, ahí hay una visión más optimista. Hay riesgos negativos por el lado de los ingresos que podrían requerir un esfuerzo mayor. Además, está el esfuerzo que se necesita para cumplir la meta de 1,9% de déficit estructural. Ahora, déjeme decir que en el marco de la discusión tributaria, se ha puesto sobre la mesa la necesidad de eficiencia del gasto. Y, muchas veces, desde el Gobierno se decía que no hay suficiente espacio. Bueno, acá estamos viendo un ejemplo y en el pasado hemos visto ejemplos de que es posible dentro del marco del Presupuesto generar espacios para cumplir la meta.

**– ¿Qué opina del protocolo de acuerdo alcanzado entre Hacienda y los senadores para destruir el proyecto de cumplimiento tributario? Esto también trasciende al proyecto de**

**impuesto a la renta, donde ya se está pensando más bien en un efecto neutral en recaudación por las alzas y bajas de impuestos.**

– Lo fundamental es cómo pasamos de una reforma tributaria muy importante en términos de recaudación, que era la que estaba en el primer programa del Presidente Boric y que en algún momento se habló de 8% del PIB, y eso ha ido bajando e incorporando finalmente el realismo político. Es positivo que se generen acuerdos, pero también un llamado de atención muy importante pensando en las campañas políticas que parten el próximo año respecto de las promesas que se hacen en materia de gasto y, por lo tanto, en materia de recursos, sin la certeza de tener la mayoría necesaria en el Congreso. Desde el punto de vista del proyecto de cumplimiento tributario, es un camino para avanzar, en el sentido de que cuesta estar en desacuerdo con que se paguen los impuestos que corresponde pagar. También creo que hay espacio para mayor eficiencia del gasto. Todo eso me parece positivo. Pero una cuestión que todavía me genera mucha preocupación es que no se sepa con certeza cuál es la evasión de impuesto a la renta. Las últimas declaraciones del director del Servicio de Impuestos Internos confirman en el fondo que no sabemos cuánto es la evasión. Y eso es preocupante.