

## ENTREVISTA

# Aldo Lema: “El Central no está yendo delante de los hechos”

El economista de **Security** dice que la desaceleración del PIB y una mayor estrechez financiera justificaban una baja de tasas esta semana. Para 2012 ve un crecimiento de entre 3% y 4%.

Texto: **CESAR VALENZUELA BECAR**  
Fotografías: **ROLANDO MORALES**

# D

DETRÁS de la curva. Así define Aldo Lema, economista de Inversiones Security, el manejo monetario del Banco Central (BC) en relación con la decisión de mantener la tasa de interés en 5,25% en la reunión de política monetaria de esta semana. A su juicio, la desaceleración de la actividad y de la demanda interna, sumada a una inflación anclada y mayores estrecheces financieras, ameritaban una baja de la TPM. Cree que la decisión del BC obedece a la intención de esperar el Ipom -este martes- para justificar una política monetaria más expansiva y a razones de orden “táctico”, ya que se trató de la primera reunión con Rodrigo Vergara como nuevo titular del ente emisor. Así, apunta a que las rebajas deberían comenzar en enero, y de manera agresiva, llegando la TPM a un nivel de 3,5% hacia mediados de año.

**¿Qué opina de la decisión del BC de mantener la tasa de política monetaria en 5,25%?**

Estaban todos los antecedentes para una rebaja. Probablemente, el BC va a esperar difundir su Ipom para justificar mejor un es-

cenario en que aumenta la necesidad de menores tasas. También, desde el punto de vista táctico, en la medida en que el mercado estaba más inclinado a una mantención, en un contexto en que se trataba de la primera reunión con Rodrigo Vergara como presidente, puede haberse considerado más adecuada una mantención. De todas maneras, quedó el terreno pavimentado para una rebaja desde enero, que podría ser más agresiva en el primer semestre de 2012.

**¿Cuáles son esos antecedentes que justificaban una rebaja?**

Primero, la inflación de tendencia que, a pesar de que el IPC ha sido algo más alto en los últimos meses, está controlada, y las mayores holguras a nivel local por una desaceleración de la economía, que está siendo más rápida de lo contemplado, en un contexto de desaceleración del gasto interno.

Además, se han estrechado las condiciones crediticias, por un aumento en el costo de fondeo de los bancos y de los problemas de liquidez que se han generado con la profundización de la crisis en Europa. Hay una mayor restricción de crédito que acentuará la desaceleración de la actividad, que viene desde septiembre y que el BC ya ha reconocido.

**¿Hay un riesgo de que el Banco Central pueda llegar tarde a un escenario de mayores restricciones y estrechez de liquidez?**

Este conjunto de antecedentes señala que el BC está yendo detrás de la curva, no está yendo delante de los hechos. La desaceleración de la actividad y el gasto, y la mayor restricción de crédito y liquidez ameritan un cambio de sesgo más rápido. Probablemen-

te, el BC está esperando recopilar más antecedentes en el Ipom, pero una vez que esté dispuesto a actuar lo hará de forma más agresiva, reduciendo la tasa en magnitudes de 50 puntos, hasta un nivel de entre 3,5% y 4%. La otra alternativa es que opte por medidas que promuevan una mayor liquidez en el sistema. Tiendo a inclinarme a que va a pasar lo primero. De todas formas, cualquiera de esas dos opciones va a tener un *timing* algo desfasado.

**Crecimiento**

**¿Hasta qué nivel cree que se desacelerará la actividad en 2012?**

Con el mundo creciendo cerca de 3% en 2012, es muy poco probable que Chile pueda separarse de ello. La expansión del PIB de Chile será de entre 3% y 4%, probablemente más cerca del piso de ese rango que del techo. Es probable que el BC se mueva en esa dirección, recortando su proyección de crecimiento en el Ipom, quizás no en forma tan agresiva, pero sí entre medio punto y un punto en relación con la proyección anterior (que iba entre 4,25% y 5,25%).

**Para 2013, ¿el dinamismo de la**

**“Con el mundo creciendo cerca de 3%, es muy poco probable que Chile pueda separarse de ello”, sostiene Lema.**

**“Una vez que el Banco Central esté dispuesto a actuar, lo hará de forma más agresiva”.**



►► Lema cree que la tasa caerá a entre 3,5% y 4% a mitad de 2012.

**economía debiese estar en un nivel similar?**

Dependerá mucho de cómo decante la situación internacional y las decisiones que se adopten en 2012. Políticas más populistas de aumentos del gasto público acompañadas de alzas de impuestos, que eventualmente se traducirían en un ajuste al alza de las expectativas de inflación, podrían introducir más piedras en el zapato. Si el mundo en el 2013 mantiene un ritmo en torno al 4%, también debiésemos esperar crecimientos en torno a esa cifra. Si las decisiones del próximo año son erradas, se generará de entrada un escenario adverso en materia laboral, lo que haría muy difícil que se puedan crear más de 100 mil puestos de trabajo por año. A eso hay que agregar los mayores costos eléctricos que se podrían profundizar en los próximos años.

**Acaba de concluir el programa de compra de divisas del BC. ¿Eso debiese sufrir alguna modificación ante un eventual impacto del deterioro externo sobre las exportaciones?**

No. Se trató siempre de una intervención transitoria, por lo que esperaría que el programa no se renueve y que el tipo de cambio siga comportándose en torno a sus fundamentos que, en el corto plazo, apuntan a un sesgo alcista en el primer semestre del próximo año. Hacia el segundo semestre va a depender mucho del escenario externo. Esperaría en el primer semestre un tipo de cambio en el rango de entre \$ 510 y \$ 550 y, hacia el segundo semestre, si el dólar retoma su tendencia más estructural a la debilidad, podría volver a los \$ 500. **N**

## El debate tributario: “Llega en el peor momento”

Lema es crítico de la decisión del gobierno de abrir la discusión de cambios al sistema tributario en un contexto de elevada incertidumbre sobre el futuro de la crisis europea.

“La discusión tributaria llega en el peor momento, generando mayor incertidumbre cuando el gasto se está desacelerando, afectando la inversión en un contexto en que ésta se va a desacelerar el próximo año y las condiciones financieras son más adversas, ya que ha subido el costo del crédito y hay restricciones desde el exterior. Es un escenario muy complejo como para pensar en elevar los impuestos a las empresas”.

El economista cree que abrir el debate tributario es un error que no cometieron los anteriores gobiernos de la Concertación. “En ninguna de las últimas tres administraciones de la Concertación, en años de crisis económicas -como fue el año 1998 con Eduardo Frei, el 2001-2002 con Ricardo Lagos y en 2008-2009 con Michelle Bachelet-, se discutió una reforma tributaria para subir los impuestos a las empresas, porque había conciencia transversal de que eso iba a empeorar más la situación económica”.