

La presidenta del Banco Central profundiza en los mensajes del primer Ipom del año, marcado por los elevados riesgos asociados a la guerra arancelaria desatada en el exterior. En ese sentido, si bien enfatiza en la necesidad de terminar de controlar la inflación en Chile, que sigue alta, dice que en caso de un deterioro más severo del escenario comercial y geopolítico, se pueden requerir tasas de interés “más bajas”.

A diferencia de los años recientes, en que mayoritariamente cada Informe de Política Monetaria (Ipom) del Banco Central (BC) hacía referencia a los riesgos internos como los más relevantes para la economía chilena, en el primero de 2025, publicado el día lunes por el instituto emisor, ese sitio lo ocupó esta vez, sin contrapesos, el incierto escenario internacional que se ha generado con el regreso de Donald Trump a la Casa Blanca, en Estados Unidos. Pese a que el instituto emisor modificó solo levemente sus proyecciones para este año, sabiendo tanto la de crecimiento del PIB -a entre 1,75% y 2,75%- como la de inflación a diciembre -a 3,8%- , el mensaje es el de un contexto de fondo de alta incertidumbre, el que refrenda en esta entrevista su presidenta, Rosanna Costa. La timonel del BC transmite a lo largo de toda la conversación la preocupación y cautela por el hecho de que la inflación sigue elevada en el país, lo que de momento pareciera que mantendrá en *statu quo* la política monetaria, con la tasa en 5%. Sin embargo, evidencia que eso puede cambiar si hay un deterioro mucho mayor a nivel comercial y geopolítico en el exterior.

¿El principal mensaje de este Ipom es que el escenario macroeconómico de Chile no ha variado mucho respecto a diciembre, pero que los niveles de incertidumbre y riesgo son mucho más altos por el escenario externo?

—El mensaje que entrega el BC es, precisamente, que cuando uno analiza la actividad, está algo mayor que lo que vimos en el informe de diciembre, pero alineada a lo que ahí estaba. Cuando uno mira la inflación, también está alineada a las perspectivas que ahí estaban. Lo que sí constituye un escenario distinto, es que hay una situación internacional en la cual la incertidumbre es claramente mayor.

Pero de momento ven acotados los efectos de la guerra comercial en Chile. ¿Por qué?

—Lo que tenemos en el escenario central es lo vigente en el momento en que cierra el Ipom, tanto desde EE.UU. como de la respuesta de los países afectados. En términos de aranceles, el impacto hacia Chile es más bien indirecto, a través de las exportaciones que hacemos a aquellos países afectados en una primera vuel-



ROSANNA COSTA

“El sesgo de la política monetaria es que el BC está cauteloso mirando una inflación que tiene en el corto plazo riesgos al alza”

Una entrevista de OLGA BUSTAMANTE Y CARLOS ALONSO Foto ANDRÉS PÉREZ

ta y que usan nuestras exportaciones como insumo para productos que ellos a su vez exportan a EE.UU. y que quedan con tarifas.

No estamos diciendo que no haya ningún efecto. De hecho, el crecimiento de nuestros principales socios comerciales es más bajo que el que teníamos en el informe anterior. Pero también estamos viendo que los mercados financieros tienen una reacción distinta, con una

depreciación del dólar, con una caída de las tasas de interés de largo plazo y de la Bolsa estadounidense. Pareciera que los agentes buscan activos riesgosos en otros países distintos a EE.UU. Eso configura por ahora un escenario con condiciones financieras algo mejores. Entonces, estamos diciendo que los efectos en nuestra economía y en otros países son más acotados y que son más grandes en EE.UU. Esa

es la señal. Otra cosa es el escenario de riesgo. **Por ahora, entonces, ¿no creen que pueda haber una crisis global, una recesión mundial por la escalada de aranceles?**

—No, pero hay un escenario de riesgo donde podemos ver efectos mayores en la actividad de mediano plazo.

De hecho, en el Ipom alertan que de darse una situación externa mucho más severa, la política monetaria debería hacer ajustes significativos para apoyar la convergencia de la inflación a la meta. ¿En qué dirección?

—Bueno, si tenemos un escenario de riesgo en el cual la política comercial avanza significativamente y se suma a condiciones geopolíticas más adversas, lo que vamos a ver es un impacto global en la actividad mucho mayor, que nos va a repercutir. Vamos a tener otras condiciones financieras, que nos van a repercutir, y por lo tanto en el mediano plazo la actividad va a caer. En ese contexto, habría que recalibrar la política monetaria para que la inflación llegue al 3%.

¿Eso significa que se requerirían tasas de interés más bajas?

—Ese escenario de riesgo, en que pasan cosas más severas, puede requerir tasas más bajas.

Y de ocurrir, ¿lo estiman más probable este año o hacia 2026?

—No es para nada clara la probabilidad de ese escenario, ni el momento en que venga. La forma en que se han ido presentando las decisiones arancelarias, contribuyen poco a darse una idea de cuál puede ser la tendencia hacia adelante. Sabemos que hay focos de tensión en diversas partes, por lo tanto hay que estar atentos más bien a cómo vengan los desarrollos y tomar con flexibilidad, en ese caso, la política que se requiera.

Al revés, ¿mayores aranceles no implican más presión sobre la inflación?

—El efecto puro de los aranceles en el corto plazo puede ser un aumento o una presión inflacionaria adicional. Pero hasta ahora, los productos que estamos viendo, lo que nos afecta directamente a los términos de intercambio, es relativamente favorable.

¿No es muy factible entonces un escenario con menos crecimiento y más inflación, producto de la guerra comercial?

—En el mediano plazo, el impacto sobre la economía real tiende a mitigar las fuerzas iniciales de los aranceles en la inflación. Lo que sí, no sabemos durante cuánto tiempo se van a estar tomando medidas sobre los aranceles. Forma parte del escenario de incertidumbre.

En cuanto al cobre, se ha abierto una brecha entre el precio de los futuros en Nueva York, sobre US\$5 la libra, y el precio spot en Londres, en torno a US\$4,5. ¿Se debería tender a cerrar y en qué dirección?

—Una hipótesis plausible es que la diferencia esté muy relacionada con la expectativa de un arancel al cobre. Lo que debiera homologarse es el precio sin arancel, con la Bolsa de Metales de Londres (BML). Nuestra proyección es que el cobre -proyectamos la BML-, converja al US\$4,3. Buena parte de nuestra producción de cobre se vende en la BML y solo entre 10% y 15% se vende en EE.UU.

Escenario interno

A nivel local y en materia de inflación, ¿no quedaron un poco cortos con la proyección de inflación 2025 a diciembre, ya que si bien la



subieron a 3,8%, el mercado está en 4% y con varias estimaciones sobre eso?

—Nuestra proyección de inflación está fundada en todo el análisis contenido en el informe. Ahora, uno puede comparar la inflación a diciembre, la inflación promedio, o puede centrarse en cuál es el momento en que convergemos a la meta. La verdad es que, en todos los casos, la diferencia es leve con la trayectoria que teníamos en el Ipom de diciembre. No veo que por allí haya un gran tema.

Y de las tres medidas que mencionó, ¿cuál es la mejor para evaluar si hay más o menos inflación en la economía, porque algunos analistas consideran que es la promedio, y allí la estimación del BC bajó?

—Todas son medidas que entregan información relevante.

El vicepresidente del BC Pablo García dijo esta semana en una entrevista radial que guiar la política monetaria sobre la base de la proyección a diciembre era una reliquia de los 90. ¿Qué responde a eso?

—Ni yo ni el BC comentamos, persona a persona, sobre la mirada de cada uno. Nuestro marco es la meta de inflación dentro del horizonte de dos años, y hoy como política monetaria, nuestro foco de atención, nuestra mirada y nuestro mensaje es bien preciso: si bien la inflación no ha cambiado esencialmente respecto a los lineamientos que teníamos, sigue siendo cierto que está alta. Estamos con una inflación en el primer semestre entre 4,5% y 5%, después de un periodo en que hemos tenido inflaciones altas también. Además, vemos riesgos al alza de la inflación en el corto plazo, por lo tanto nuestro foco está en la cautela.

Con todo, mantuvieron el regreso a la meta de 3% para el primer trimestre 2026. ¿Qué factores van a permitir ese repliegue tan rápido de la inflación?

—La inflación que estamos observando hoy día, es un ciclo que tiene shocks de costos de magnitud relevante, que se fueron superponiendo unos con otros. Uno de ellos fue el de tarifas eléctricas. Las tarifas eléctricas ya completaron su ciclo de alza en enero de este año y en la segunda parte del año van a empezar a diluirse de la base esos factores y eso va a contribuir. También la apreciación cambiaría va a contribuir a mitigar otros factores de costos. Y el petróleo es un elemento adicional que va a ayudar en la misma dirección. Vamos a estar en el segundo semestre ya con velocidades de inflación en torno al 3%.

Sin embargo, este proceso de costos se está dando también en un contexto en que vemos que en 2024 los márgenes empresariales empezaron a estrecharse. Cuando los márgenes son más estrechos, uno esperaría un traspaso a precios algo mayor. Pero eso también está incorporado.

En ese contexto, ¿queda espacio para seguir bajando la tasa de interés este año? El mercado interpreta, del corredor que el BC presentó, que todavía podría haber dos recortes más.

—Lo primero, el corredor no es un compromiso, pero es un ejercicio de transparencia sobre lo que estamos viendo en el escenario central. Tampoco es una línea, es un corredor precisamente porque hay distintas trayectorias que podrían llevarnos a la convergencia de la inflación, y las decisiones las tomamos en cada reunión mirando cómo evoluciona el es-

Elecciones: “No anticipamos que si las encuestas dicen A, B o C, la economía va a ser A, B o C”

¿El año electoral podría tener algún impacto en las perspectivas económicas?

—Los escenarios electorales siempre pueden generar más o menos movimientos en los mercados financieros, pero las economías permanentemente están observando procesos electorarios. Esparte de la democracia y, por lo tanto, la mejor forma de ir revisando la lectura que están teniendo los mercados sobre ese proceso está en los precios de los activos financieros.

¿Pero un efecto más de fondo sobre la economía?

—Nosotros en nuestro escenario central no incorporamos un factor adicional asociado al proceso electoral, más allá de lo que esté leyendo el mercado en los precios de los activos. No hay un factor adicional que se haga cargo de un elemento electoral en una dirección u otra. En nuestro escenario no anticipamos que si las encuestas dicen A, B o C, la economía va a ser A, B o C.

¿Las expectativas respecto de un eventual cambio de signo del próximo gobierno podrían darle un impulso adicional, por ejemplo, a la inversión?

—Nuestras proyecciones normalmente se anclan en cosas que son bien concretas, que es lo que estamos visualizando. En la medida que el mercado esté leyendo algo particular, uno puede hacer un juicio y lo expresamos dentro de nuestro análisis. Cuando hay elementos que están en discusión o por definirse, normalmente esperamos que se definan para incorporarlos. Y por eso decimos, por ejemplo, que en el escenario internacional nos anclamos a lo que hay hoy día, pero estamos atentos a la evolución que pueda tener hacia adelante.

En materia de acuerdos políticos, ¿cómo evalúa el Banco Central la reforma de pensiones, cuya ley se publicó esta semana?

—En líneas generales, uno puede decir que tiene más ahorro, por lo tanto, en el largo plazo uno esperaría más financiamiento en la inversión, algo más de crecimiento, por lo que vemos un efecto positivo. Además, va a contribuir a profundizar el mercado de capitales, que es un elemento que también hemos mencionado como deseable en muchas oportunidades. ●

“Lo que hay que hacer (en Chile) es revisar la regulación para hacerla eficiente, pero el punto de partida de Argentina es muy distinto”

¿Qué visión tienen de lo que está haciendo Argentina en materia macroeconómica?

—Hay que situarlo en la condición de base de Argentina, porque tiene desbalances macroeconómicos en distintas áreas y muy grandes. Está en un proceso de ir cerrando esos desbalances. Es un país que tiene un proceso inflacionario muy grande, donde los orígenes están en un permanente financiamiento fiscal desde el Banco Central y en una economía que funciona mucho con dólares. Ha tenido logros importantes en materia de inflación, pero falta.

Eliminaron un alto déficit fiscal crónico en pocos meses, y bajaron la inflación prácticamente a la mitad en un año. ¿Es eso sostenible en el tiempo?

—Hay que entender la situación de base de la cual parte todo este proceso. Hay un deterioro inicial muy importante, y por lo tanto, ir corrigiendo el deterioro tiene efectos muy grandes al principio. Cada vez va a ser más complejo y al proceso todavía le queda bastante.

¿Es Argentina el nuevo país estrella del continente?

—A Argentina le falta todavía mucho camino que recorrer. Más que calificarlo, me parece que es bueno para el continente que a todos los países les vaya bien. A nosotros nos va a ir mejor si le va bien a Argentina y le va bien a Brasil. Entonces, si logra continuar con un proceso que le dé buenos resultados, bienvenido sea.

¿Hay algo para emular desde Chile? Por ejemplo, su proceso de desregulación.

—El nivel de regulación que tiene Argentina es muy distinto al nuestro. Lo que hay que hacer (en Chile) es revisar la regulación para hacerla eficiente y ver dónde se puede mejorar, pero creo que el punto de partida de Argentina es muy distinto. Nosotros como país, independientemente de lo que pase en Argentina o en otras partes, tenemos un desafío, que poco a poco hemos ido coincidiendo y ha ido creciendo la importancia de mejorar el crecimiento de largo plazo. Y ahí tenemos que mirar dónde están nuestros desafíos, atendiendo nuestra realidad. ●

cenario macroeconómico. La orientación más nítida que hemos dado es la que acabo de decir: estamos mirando con precaución la evolución de la inflación hacia adelante.

¿Pero actualmente cuál es el sesgo de la política monetaria, pasó a neutral o sigue siendo algo expansivo?

—El sesgo de la política monetaria es que el Banco Central está cauteloso mirando una inflación que está alta y que tiene en el corto plazo riesgos al alza, y eso lo va a analizar con atención en las próximas reuniones. Las decisiones van a depender de si el escenario (de convergencia) se consolida, y de si los riesgos se mueven más en una dirección u otra. Hoy no estamos dando la decisión de política monetaria de las próximas reuniones. Estamos diciendo que los movimientos futuros de la política monetaria se van a definir en cada reunión según la evolución de la macroeconomía y cómo afecta la inflación.

¿Y a esa mirada se han alineado también los consejeros que en algún minuto eran partidarios de seguir bajando la tasa de manera más rápida?

—Al Informe de Política Monetaria adhieren todos los consejeros.

Con respecto a la actividad económica, ¿es relevante la mejora en la proyección del PIB 2025 o responde más bien a factores puntuales?

—La revisión que tenemos en la actividad, llevándola a un rango entre 1,75% y 2,75%, obedece, primero, a un factor base que es relevante, porque hemos visto mejoras en el nivel de actividad a fines de 2024. Indicadores parciales o de mayor frecuencia indicarían que algunos de ellos a principios de año se sostendrían. Hubo un mayor dinamismo desde el sector exportador. Algunos de esos elementos son estacionales, como las cerezas, y otros son menos estacionales. Dicho lo anterior, hacia adelante el crecimiento converge al tendencial, en torno al 2%. Entonces, es positivo tener algo más de crecimiento este año, pero no vemos factores que estén incidiendo en el crecimiento tendencial o de largo plazo.

Si el gobierno hace un ajuste adicional de gasto público para cumplir con la meta fiscal de este año, cuyo requerimiento el Consejo Fiscal Autónomo cifra en US\$1.500 millones, ¿eso cuánto puede afectar el crecimiento del PIB 2025?

—El ajuste que haga el Fisco puede ser por el lado del gasto, puede ser por el lado de los ingresos, y dentro del gasto, puede ser de consumo o de inversión. Nosotros vamos a incorporar el impacto de las decisiones que comunique el gobierno en su momento. Y ese efecto va a depender de la magnitud que lo que el gobierno comunique que va a hacer.

En 2024 se incumplió la meta fiscal. ¿Cuánto importa que este año sí se cumpla?

—Lo pongo de la siguiente manera: la política fiscal ha sido un pilar significativo para nuestra economía y tiene valor que siga siéndolo.

Se ha hablado de generar un acuerdo político para reencauzar la ruta fiscal. ¿Es necesario y lo ve posible?

—Es valioso que haya apoyo y que siga existiendo una mirada común del valor que tiene este pilar fundamental de la macroeconomía, que es una política fiscal responsable, que cumple las metas. ●