

A. DE LA JARRA LEIVA

Así con la misma intensidad de una agenda marcada esta semana por la Reunión de Política Monetaria, la presentación de nuevas proyecciones económicas, citas con autoridades, la baja de tasas de la Fed y un dólar que por momentos atraviesa los \$1.000, la presidenta del Banco Central, Rosanna Costa, admite que la inflación enfrenta desde mediados de año una ola de shocks que desmoronó parte de lo ganado en el control de precios. Y su institución, asegura, está decidida a revertirla.

Desde su despacho en calle Agustinas, con una lata de bebida light, su computador portátil, un bloc de notas y un lápiz, la primera mujer en gobernar el Banco Central de Chile aborda con "El Mercurio" el volátil año de la inflación, el estancamiento del empleo y el bajo crecimiento económico contemplado en el Informe de Política Monetaria (IPoM). Lo presentó el miércoles en la comisión de Hacienda del Senado, un día después de bajar la tasa de interés referencial a 5% y esbozar que los futuros recortes serían más distanciados.

—Si tuviéramos que escoger un término que resuma tanto el comunicado de la reunión de tasas como el Informe de Política Monetaria, ¿cuál sería ese concepto? ¿Cautela, por ejemplo?

—Este es un informe que subraya una inflación desafiante, que se da en un contexto de incertidumbre con sesgo de inflación al alza, y en un contexto global que lo alimenta. Por lo tanto, es un informe que llama a la cautela (...) y donde las decisiones del Banco Central apuntan a una trayectoria decreciente de la tasa de interés, pero la oportunidad en que se den las bajas las vamos a definir en cada momento con la nueva información que vayamos acumulando.

—Usted destaca que el panorama inflacionario se ha tornado desafiante. ¿Qué sorprende al Banco Central para corregir al alza su proyección de inflación de este año (a 4,8%)?

—Después de haber logrado rebalsar la economía, llevando la inflación desde 14% a un valor cercano a la meta de 3% a principios de año, hemos experimentado shocks de costos simultáneos importantes. Además, lo estamos viviendo en un momento de mucha incertidumbre global. En el primer semestre del próximo año y de manera transitoria, la inflación va a llegar a un nivel de 5%, que me parece incómodo y costoso para las familias. Estamos y vamos a trabajar para llevarla a la meta. Como hemos hecho siempre, estamos decididos a bajar esa inflación.

—¿Pero qué sorprende más al Banco Central como factores determinantes de esta mayor inflación?

—Los elementos distintivos de este informe son la incertidumbre que vemos afuera y, en parte, está alimentada por la economía de Estados Unidos. Una apreciación global del dólar, que introduce un nuevo elemento de costos. También hay costos laborales por un aumento mayor al estimado de las remuneraciones, especialmente julio, agosto, septiembre, que se suma al incremento de las tarifas eléctricas. Entonces, tenemos shocks que son por una vez, que no son persistentes per se, pero que son simultáneos y de una magnitud relevante (...).

Escenario externo y dólar

—¿Qué shocks desde el ámbito internacional están mirando con mayor atención?

—Hemos visto volatilidad de los mercados internacionales. Desde hace un tiempo que nosotros estamos remarcando que en el sector externo existen fuentes de incertidumbre.

—¿Cuáles serían esas incertidumbres?

—Hemos estado remarcando como el nivel de endeudamiento público de varios países, incluidas economías desarrolladas, genera incertidumbre en los mercados. A esto se suma el déficit fiscal en muchos de estos países todavía muy alto, con niveles de corrección poco claros. Hay incertidumbre respecto a cuál va a ser la velocidad y el punto de llegada de la política monetaria de la Fed. Vemos un escenario geopolítico global que se ha ido complejizando. Ya no solamente vemos guerras, sino que una serie de elementos que configuran tensiones en países y democracias avanzadas que no vemos hace mucho tiempo (...). Está la elección en Estados Unidos y tenemos la incertidumbre de qué camino van a tomar las políticas comerciales, económicas, en ese país.

Profundiza que cuando asumió la presidencia del Banco Central, coincidió con la guerra en Ucrania y las estimaciones de que se extendería por un par de meses y "lleva casi tres años. Empezó la guerra en Israel, Siria. Comenzaron a haber problemas en Corea, en Francia (...). Entonces, esta tensión geopolítica que venimos describiendo en muchos informes ha ido creciendo. O sea, ese escenario de riesgo se ha ido incrementando".

—En ese contexto se da entonces la mayor apreciación del dólar a niveles globales.

—Se han ido sumando elementos en el camino y ese escenario lleva a una apreciación del dólar entre un informe y otro. Esto es un cambio destacado. Sí, vemos una apreciación del dólar (global) muy fuerte, con elementos que le indican que puede quedarse

ROSANNA COSTA, PRESIDENTA DEL BANCO CENTRAL:

"La inflación va a llegar a un nivel de 5%, que me parece incómodo y costoso para las familias... Estamos decididos a bajarla"

Sobre el desempeño de la actividad, la timonel del ente rector remarca que el crecimiento tendencial de la economía es 2%, "la pregunta es si el 2% es un crecimiento suficiente para atender todas las expectativas y necesidades que tenemos. Y parece que no, mi impresión es que no".



"Dejemos que trabajen en una reforma (previsional) que sea institucionalmente fuerte"

—¿Faltan medidas en Chile que permitan contar con un mercado de capitales más profundo que fomenten el ahorro y préstamos a largo plazo?

—Sin duda que el ahorro es esencial, la institucionalidad del mercado de capitales es bien importante (...). Hay algunas iniciativas que se han estado trabajando desde el Gobierno. Nosotros tenemos también nuestra propia agenda. Estamos trabajando desde hace mucho tiempo, por ejemplo, en la internacionalización del peso y en fortalecer infraestructuras e instrumentos que apoyen la liquidez entre otros.

—La reforma de pensiones que se discute en el Congreso también potenciaría el ahorro y el mercado de capitales que aún no se recupera de los retiros previsionales?

—Hay distintos mecanismos para aumentar el ahorro (...). La reforma de pensiones y otro tipo de reformas que se están discutiendo están en el Congreso.

INVERSIÓN: "El escenario considera condiciones financieras externas más apretadas"

—¿Por qué ajustaron a la baja la estimación de crecimiento de la inversión de 2025 (de 5,0% a 3,0%)?

—Si bien la inversión hasta ahora ha estado en línea con nuestras proyecciones, el escenario considera que tenemos condiciones financieras externas más apretadas.

—¿Eso qué significa?

—Dentro de la inversión hay un componente maquinaria y equipo, que dentro de la trayectoria débil que traía era el más dinámico, pero que se ve inmediatamente afectado por el tipo de cambio. Y está construcción, donde las tasas largas también tienen un impacto, y las tasas largas afuera siguen teniendo una trayectoria alta. La inversión minera va a seguir más dinámica que otros sectores.

—Esta semana, la Fed recortó las tasas de interés, al igual que el Banco Central. ¿Era lo que esperaban?

—Nosotros teníamos considerada la rebaja y otras tres rebajas para el 2025. Eso es lo que tenemos en nuestro informe.

por un tiempo antes de que empiece a descender.

—¿Al Banco Central le incomoda un dólar pisando los \$1.000 para efectos de la dinámica de su política monetaria?

—Les hace ruido? —Trabajamos con el tipo de cambio real. Nosotros tenemos un marco de política monetaria en el cual el tipo de cambio es flexible y, por lo tanto, para nosotros el tipo de cambio es una variable

que contribuye al ajuste de la economía. Precisamente cuando hay shocks, el tipo de cambio contribuye a hacer el ajuste y suavizar el impacto en la parte real de la economía. De manera que para nosotros el nivel del tipo de cambio es parte de este marco que se va ajustando a lo que la economía requiere, dados los shocks que está recibiendo.

—¿Eso significa que lo miran o no lo miran?

—Por cierto que lo vemos. Es una variable que está reaccionando a shocks, por lo tanto, estamos mirando los impactos del mismo y, a su vez, los efectos que ese movimiento del tipo de cambio tienen en la macroeconomía. Analizamos los fundamentos que hay detrás, y el efecto que todo ello tiene en las proyecciones macroeconómicas y en la inflación. El tipo de cambio, una apreciación o una depreciación, tiene impacto en la economía, ciertamente.

—¿Se ha ido normalizado esto de estar sobre los \$900 y cerca de los \$1.000? —El Banco Central ha tenido siempre el mismo mensaje: nosotros tenemos un tipo de cambio flexible. ¿Eso significa que nunca hacemos nada con el tipo de cambio? No, nosotros, cuando los mercados tienen un problema de funcionamiento, ahí sí, pero el mercado está fun-

cionando y el tipo de cambio está haciendo lo que normalmente hace cuando suceden cosas en la economía".

Estancamiento y costos laborales

—En el IPoM se señala que uno de los elementos que inciden en la corrección al alza de la proyección de la inflación es el aumento de las remuneraciones. ¿Esto fue sorpresivo?

—Algo del mercado laboral habíamos perfilado en el informe de septiembre y dijimos que íbamos a profundizar el análisis. Los mayores salarios los vemos como un elemento nuevo. Son factores de costos adicionales que se traspasan en algún minuto a precios. Y ese traspaso que nosotros estábamos estimando bajo el promedio, ahora lo estamos visualizando como un traspaso de una magnitud promedio histórica, justamente porque son simultáneos y porque tienen un efecto en los márgenes de la empresa.

—¿La ley de las 40 horas también influyó en los costos laborales?

—No hemos estimado el impacto de esa reforma. Si miramos la evolución de las remuneraciones en general, donde hay un efecto del salario mínimo.

—¿Estamos frente a una dicotomía laboral, dado que vemos alzas en los costos laborales, pero, a su vez, hay un estancamiento en el empleo, como lo menciona en el IPoM?

—En el mercado laboral están pasando varias cosas. Primero, las remuneraciones reales se recuperaron del impacto de la inflación. Segundo, vemos particularmente un aumento (salarios) mayor al esperado. Vemos también, por el lado del empleo, que a nivel agregado ya llevamos varios meses en que muestra más debilidad.

Basado en datos administrativos y después de una caída importante, la presidenta del organismo rector destaca que el empleo asalariado formal empieza a estabilizarse después de trimestres de caída. "Vemos un conjunto de señales que nos indican aquí hay elementos cíclicos y puede haber elementos más estructurales, la productividad del empleo no está creciendo".

—¿Qué se puede concluir?

—Todos los elementos mencionados nos llevan a que la masa salarial, salario por empleo, que es el ingreso de los trabajadores, siga creciendo, pero a tasas menores y con una composición distinta, con más salario; que los salarios siempre tienen algún efecto sobre la presión inflacionaria y menos fortalezca por el lado del empleo. Eso es lo que vemos".

¿Banco Central agorero?

—El Presidente Gabriel Boric ha criticado este año a los "agoreros" que han estimado un bajo crecimiento. En el IPoM se ajustó a la parte baja del rango el crecimiento calculado de este año (2,3%) y ven en promedio una menor expansión para 2025 y 2026. ¿Se sienten agoreros?

—El Banco Central trabaja en realizar las mejores estimaciones, basado en un análisis completo de lo que está pasando en la economía. Va incorporando las noticias y los desarrollos económicos, porque ellos es esencial para la toma de decisiones y para el control de la inflación. Si nosotros tomamos desde marzo en adelante, los distintos rangos de crecimiento, más o menos, han ido acordados a lo previsto; estamos en la parte baja del corredor. En marzo teníamos un rango entre 2% y 3%; en junio, entre 2,25% y 3%; en septiembre, entre 2,25% y 2,75%; y ahora tenemos 2,3% en un año en que ha pasado una gran cantidad de cosas".

—Pero más allá de esta cifra, usted señala en el discurso a los senadores (esta semana) que este crecimiento no es suficiente para satisfacer las necesidades del país.

—Más allá del resultado puntual de ahora, que sin duda importa, lo que hay detrás es un crecimiento de tendencia de largo plazo o, dicho de otra manera, una capacidad de crecer de la economía de largo plazo en torno al 2%, y tenemos que trabajar en eso. El crecimiento tendencial de la economía es 2%, la pregunta es si el 2% es un crecimiento suficiente para atender todas las expectativas y necesidades que tenemos. Y parece que no, mi impresión es que no, y por lo tanto, por eso que el foco está en trabajar en el crecimiento y las capacidades de crecimiento de largo plazo.

—¿Por qué mantienen una estimación



EN EL MERCADO LABORAL, LA PRESIDENTA DEL BC APUNTÓ A VARIOS FENÓMENOS. PRIMERO, LAS REMUNERACIONES REALES SE RECUPERARON DEL IMPACTO DE LA INFLACIÓN. SEGUNDO, UN AUMENTO (SALARIOS) MAYOR AL ESPERADO. TAMBIÉN, POR EL LADO DEL EMPLEO, QUE A NIVEL AGREGADO YA VAN VARIOS MESES EN QUE MUESTRA MÁS DEBILIDAD.

VIENE DE B 6

de crecimiento para 2025 de 1,5%-2,5%, si están viendo una menor inversión (en comparación a un cálculo previo) y un bajo dinamismo del consumo?

"Básicamente (por el impulso) de la demanda externa y (vemos) algo más de gasto público, pero exportación es demanda externa (...). Lo que incorporamos de gasto público es exactamente lo mismo que está en la Ley de Presupuestos y las proyecciones oficiales".

—¿En el Banco Central confían en que el Gobierno va a cumplir con la meta?

"El Gobierno está trabajando y ha hecho esfuerzos, y vemos que los sigue haciendo. Vemos que están trabajando en consolidar la meta de balance estructural y en una deuda bajo el nivel prudente que definieron. El Consejo Fiscal Autónomo ha manifestado que será desafiante. Nos parece que todos deberíamos contribuir a un ambiente para que se logre la consolidación".

Pausa en ciclo de bajas

—¿Pausar la rebaja de tasas es el escenario más factible?

"Siempre hablamos de que vamos a trabajar con flexibilidad para llegar a la convergencia inflacionaria (...). El Consejo (del Banco Central) lo que está haciendo es subrayar el balance de riesgo respecto a la inflación de corto plazo que nos llama a la cautela, y que vamos a bajar la tasa de interés, pero vamos a ver la oportunidad en que eso se va a hacer en cada reunión. No debe extrañar que veamos pausas".

—En el mercado se apuesta a que un eventual recorte se podría retomar en el segundo trimestre del próximo año. ¿Qué tan probable es eso?

"Nosotros vamos a ir acumulando información, y evaluando lo que esa información significa en el escenario central. Iremos observando cómo evolucionan los escenarios, los riesgos de que estamos hablando, e iremos tomando las decisio-

“Las decisiones del Banco Central apuntan a una trayectoria decreciente de la tasa de interés, pero la oportunidad en que se den las bajas la vamos a definir en cada momento con la nueva información que vayamos acumulando”.

“Tenemos un tipo de cambio flexible. ¿Eso significa que nunca hacemos nada con el tipo de cambio? No. Nosotros, cuando los mercados tienen un problema de funcionamiento, ahí sí, pero el mercado está funcionando y el tipo de cambio está haciendo lo que normalmente hace cuando suceden cosas en la economía”.

nes de cuándo sea la oportunidad de bajar la tasa. El mensaje es este: la oportunidad la vamos a ir viendo, y va a depender de todas esas consideraciones".

—Si bien la inflación proyectada para el cierre del presente año es 4,8%, para 2025 apuntan a un 3,6%. ¿No hay un exceso de optimismo en transitar de un 4,8% a un 3,6%?

"Lo que tenemos es que en la primera parte del 2025 esta conjunción de factores de costos simultáneos nos lleva a la parte más alta en nuestra proyección de inflación de este nuevo ciclo. Allí el efecto del traspaso de costo es el más alto. Hacia adelante el efecto de costo deja de ser un factor que domina las presiones sobre la inflación, empieza a ceder, y por lo tanto, comienza a dejar de tener impacto en la inflación. Además, hay que tener presente el impacto de las alzas en las tarifas eléctricas, que alcanza el 1,5 puntos porcentuales en la inflación anual a junio de 2025 y que irá saliendo de la base de comparación en la medida en que avance el año".