

**E**n el ojo del huracán estuvo esta semana la presidenta del Banco Central, Rosanna Costa. La estimación del fuerte impacto sobre la inflación que tendrá el alza de las cuentas de la luz, y que transmitió el instituto emisor en su Reunión de Política Monetaria (RPM) -en la que acotó a 25 puntos base el recorte de su tasa de interés, llevándola a 5,75%- y en la presentación del Informe de Política Monetaria (Ipom) de junio, acrecentó el debate económico y político sobre las tarifas eléctricas. Pero no solo eso, generó además una fuerte crítica desde el gobierno al ente rector, en la voz del ministro de Energía Diego Pardow, quien cuestionó que el Banco Central (BC) no hubiese incluido antes en sus cálculos los efectos de un aumento de los precios de la electricidad que ya se conocía.

En esta entrevista, Costa refuta los dichos del secretario de Estado, señalando que "los efectos en la inflación de la actual ley (de tarifas eléctricas) y la anterior son distintos", y que trabajan con la información "oficial", la que en este caso se publicó el 23 de mayo.

Pero no quiere quedarse solo en la polémica y destaca cómo gracias a la estabilización previa que el BC ya había logrado en materia de inflación, este shock, si bien retrasará el regreso a la meta de 3% para 2026, podrá enfrentarse sin una política monetaria más restrictiva en términos reales.

**¿El Ipom trae mejores o peores noticias para la economía chilena este año y el próximo?**

**¿O es un escenario mixto?**

Más que calificar las noticias que trae el informe, el análisis del BC es factual. Dice que la economía ha estado bastante alineada a lo que se esperaba, con algunas sorpresas algo positivas por el lado de la demanda. Se confirma el fin del ajuste del consumo y ya cierta estabilización de la inversión desestacionalizada. A ello se suma que en el exterior la resiliencia de la economía de EE.UU. y mejores resultados en algunos países en el primer trimestre, han incidido en un alza del precio de los metales, y entre ellos la del cobre ha sido importante. Vemos algunos factores más persistentes en el precio del cobre, lo que nos llevó a subir la proyección. En la medida que eso se incorpora como algo más permanente, empieza a movilizar la inversión, primero en la minería, pero luego en otros sectores; y genera expectativas positivas para el consumo, aumentando la demanda en el margen.

Lo otro que incorporamos dice relación con cifras oficiales, entregadas por la Comisión Nacional de Energía (CNE), respecto de las tarifas eléctricas, que además tiene efectos de segunda vuelta. Esto, dado que tiene impactos directos e indirectos en la inflación, y también tiene un efecto en el ingreso disponible de los hogares.

Con ello, cuando proyectamos la economía, el rango de crecimiento del PIB estimado para 2024 se corta por la parte baja (leve mejora) y en los próximos dos años tenemos cifras similares a las previas, con una mayor incidencia por el lado de la demanda, y una inversión que se recupera antes, impulsada por una suma de factores donde el mejor precio del cobre es el más importante. Mientras



## "Podemos acomodar este shock de las cuentas de electricidad sin aumentar la restricción de las tasas reales"

**Frente a las críticas del ministro de Energía, la presidenta del Banco Central enfatiza que sus estimaciones consideran "la información (...) oficial", y afirma que "los efectos en la inflación de la actual ley y la anterior son distintos". En cuanto a las mejores perspectivas para la inversión que trajo el Ipom, señala que "el BC es autónomo y tiene sus propios modelos".**

Una entrevista de OLGA BUSTAMANTE FUENTES / Foto ANDRÉS PÉREZ

que por el lado de la inflación, hay estimaciones más altas para 2024 y 2025.

**Sin duda, lo que se tomó el debate fue ese impacto que el BC advierte de la tarifa eléctrica sobre la inflación. ¿Significa un deterioro muy fuerte para la economía?**

Por el lado de la inflación el aumento más importante es en 2025, donde considerando el conjunto de elementos y comparado con la proyección de marzo, es del orden de un punto porcentual de mayor inflación. Según la in-

formación oficial de la CNE, a la cual nosotros le incorporamos los supuestos del Ipom, el aumento de las cuentas de luz, en promedio, será de un 57% para los hogares y de un 39% para las empresas sujetas a tarifa regulada, en un período relativamente corto. Eso genera un efecto directo sobre la inflación en los próximos 12 meses, y algunos indirectos. En total, hablamos de un impacto de 1,45 puntos porcentuales (pp) de aquí a mediados de 2025, de los cuales 1,22 pp corresponden

al efecto directo. En cuanto a los otros efectos, está que las firmas sujetas a tarifa regulada tendrán un costo más alto, el que en algún momento y en algún porcentaje deberán traspasar a precios, dependiendo de las condiciones, de los márgenes, etcétera. Además, hay un proceso indexatorio en el que los salarios van a ir recogiendo este efecto de la inflación con algún rezago y en alguna proporción, y lo mismo los precios indexados. Ahora, a dos años el impacto total es de -0,22 pp, es decir se revierte y en parte es porque la CNE considera algunas caídas de las tarifas eléctricas entre el segundo semestre de 2025 y el primero de 2026.

**¿Y por qué decidieron incorporar ahora este efecto de las tarifas y no antes, como los cuestionó el ministro Pardow, quien dijo que las alzas de luz del proyecto de ley que fue aprobado en 2022 (PEC2) eran muy similares a las actuales?**

El BC realiza sus proyecciones considerando la información que está disponible de forma oficial. Esto opera no solo para las tarifas eléctricas, sino para cualquier otro precio sujeto a regulación, por ejemplo, peajes, transporte público o agua potable. La información correspondiente a la Ley 21.667 se publicó por la CNE el 23 de mayo. Con esa información oficial se obtienen los incrementos tarifarios y se estiman sus efectos en la inflación. Es lo que contiene el Ipom. La información de la que disponíamos hasta marzo, en cambio, era la referente a la Ley 21.472 (PEC2), para la cual los antecedentes eran menos precisos. En ese momento se estimó un efecto con la información entonces disponible, considerando, además, que se estaba tramitando una nueva ley. Pardow sostuvo que asignarle a la actual Ley de Estabilización "una responsabilidad en el efecto de inflación es equivoco, porque la ley anterior tenía exactamente el mismo efecto".

**¿Qué responde a eso?**

Los efectos en la inflación de la actual ley y la anterior son distintos. Por varias razones. No solo se acumuló más deuda, sino que se revisan los diferentes cargos; la ley vigente es más clara en cuanto a montos y temporalidad. En consecuencia, el efecto de las tarifas en inflación es diferente.

**¿Cómo reciben una crítica tan directa de un ministro y puede generar "ruido" en la relación del BC con el gobierno?**

El Banco Central es un organismo público de carácter técnico, con objetivos claramente definidos en su Ley Orgánica Constitucional. Por lo tanto, en su quehacer se ciñe estrictamente a ese precepto.

**¿El BC le avisó con anticipación al Ejecutivo que incluiría este factor de manera tan relevante en su análisis de la RPM y del Ipom de junio, y la magnitud del impacto que estimaban en la inflación?**

El BC mantiene una coordinación con el Ministerio de Hacienda en la que se analizan distintos temas de interés. Estas instancias quedan debidamente registradas en la agenda pública del BC.

**Esta mayor inflación temporal significa que se aplaza el retorno a la meta de 3% al menos un año y medio versus lo que proyectaban a fines de 2023.**

Efectivamente, en nuestras nuevas proyecciones tenemos que la inflación a diciembre de este año se ubicará en 4,2% en vez del

3,8% previo, y a fines de 2025 en 3,6% versus 3%, con lo cual la convergencia a la meta queda postergada para la primera parte de 2026. Pero aquí yo quiero hacer notar dos cosas. Primero, que estamos ante un shock nuevo como es el de tarifas eléctricas y algo también -pero menor- por el lado del mejor precio del cobre, que requiere una respuesta adicional. Y segundo, y esta es la buena noticia del actual escenario, que en la medida que el BC logró cerrar los desequilibrios de la economía, que la inflación hoy se ubica bastante más cerca de la meta y que tenemos expectativas de inflación ancladas en 3%, podemos enfrentar de mejor manera un shock de esta naturaleza, que es un cambio de precios por una vez, lo que se denomina un shock de oferta transitorio.

#### ¿Qué significa eso desde la perspectiva de la política monetaria?

Significa que podemos acomodar este shock de las cuentas de electricidad dentro del horizonte de política, sin aumentar la restricción de las tasas reales.

#### Pero su tasa rectora, la TPM, se va a mantener alta por más tiempo debido a esto. De hecho, en el Ipom subieron el corredor que indica su trayectoria futura...

Eso es así, pero lo explico: no hay una política monetaria más restrictiva frente a este shock de tarifas eléctricas, sino que una similar a la que teníamos en el Ipom anterior. Pero para que eso sea así en términos reales, que es lo que importa en las decisiones de los agentes económicos, es decir, descontando la inflación y dado que esta estará más alta, se requiere un acomodo en la TPM nominal. Y esa respuesta de política monetaria en términos nominales será menor al impacto de la inflación que tendremos. Entonces, en términos reales, el BC seguirá con el mismo grado de contracción para la convergencia de la inflación en el plazo de dos años.

#### ¿Y de qué magnitud será el acomodo de la TPM nominal que menciona?

La TPM seguirá con una trayectoria a la baja, pero ahora algo más lenta, porque habrá una inflación bastante mayor en 2025.

#### Según el corredor anterior de tasas, el punto medio para la TPM a diciembre 2024 estaba algo por debajo de 5% y ahora en torno a 5,5%. ¿Ese es el nivel del cambio?

Lo que hay en el corredor es un rango, y dentro de él estaría la tasa en el escenario que hemos planteado. Pero no hay un punto, aunque el mercado haga ese ejercicio.

#### ¿También se aplaza llegar a la tasa neutral?

El nivel neutral a fines de 2023 lo estimamos entre 3,5% y 4,5%, y es posible que hagamos una revisión de esos parámetros en septiembre. De momento, según nuestro modelo, llegaríamos a su punto medio algo después del horizonte de política a dos años, en el tercer trimestre de 2026.

#### ¿Este escenario de inflación y tasas cambia en algo si aumenta el subsidio que se aprobó para paliar el incremento de las cuentas de luz, como piden los políticos?

El subsidio está incorporado cuando medimos el efecto ingreso. Lo que no sabemos es cómo se incorporará en la medición del IPC. Lo que tenemos por ahora es un efecto acotado en base a supuestos. Eso va a depender de la forma en que se contabilice por parte del INE, en base a su metodología. Si cambiara su magnitud en forma relevante, habría que ver

el impacto que tiene en ambos elementos.

#### Para minimizar el golpe en el bolsillo de la población, ¿sería recomendable, a juicio del BC, que se ampliara ese subsidio?

Esa es una decisión de política pública que no nos compete. Tomamos esa información y analizamos su efecto en la economía, pero no nos corresponde opinar más allá de eso. Tras haber acotado el BC a 25 puntos base el recorte de la tasa de interés esta semana, el mercado lee que se vienen pausas en algunos de los meses siguientes. ¿Será así?

Aquí lo que hay es un ritmo de baja de tasas que vamos a ir decidiendo en cada reunión, siguiendo los lineamientos que están en el corredor en la medida que se van dando las condiciones macroeconómicas ahí supuestas, y lograr la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política de dos años. No hay un compromiso de lo que debemos hacer en cada una de las reuniones: cuándo, cuánto y cómo. Vamos a seguir bajando la tasa, pero a un ritmo que vamos a ir viendo paso a paso.

#### Bajo su presidencia el BC lleva 19 reuniones de política monetaria. En cuatro de ellas la decisión del consejo no ha sido unánime y ha habido votos de disidencia, lo que se repitió este martes. ¿La considera una cifra normal o elevada?

En un periodo en que se han estado rebajando las tasas en hasta 75 y 100 puntos base, que se produzcan diferencias de votación de 25 puntos base, me parece más probable que cuando el recorte es de 25 puntos base, o ninguno. Entonces, no lo calificaría como algo extraordinario y no lo creo relevante. Lo importante es que el debate interno es rico en visio-

nes y hay un trabajo constructivo que nos ha llevado a tomar decisiones acertadas si se mide como resultado lo que ha sido la baja de la inflación de 14% a 3,4%. Eso domina el escenario.

#### De esas cuatro veces con voto de minoría, en tres de ellas ha estado la vicepresidenta Stephany Griffith-Jones. ¿Es la consejera más discolpa?

Yo no califico cómo son los consejeros. Para mí todos son un aporte al diálogo que hay al interior del BC. Y si tomamos buenas decisiones, me parece que el resultado es el que buscamos.

#### Inversión y PIB

#### En materia de actividad y gasto, llamó la atención la mejoría en las perspectivas de inversión del BC. ¿Qué sucedió en dos meses y medio para que este año pase de una caída de 2%, a una de 0,3%, y en 2025 de crecer 3%, a hacerlo en 5,4?

De partida, el primer trimestre fue algo mejor que las proyecciones originales. En términos desestacionalizados la inversión prácticamente se estabilizó, tanto en maquinaria y equipo, como en construcción y obras. Segundo, la apreciación que ha habido del tipo de cambio también favorece la inversión en maquinaria y equipo. Tercero, estamos reconociendo una proyección de precio del cobre que pasa de US\$3,85 a US\$4,30. Eso empieza a movilizar inversión en el sector minero y luego genera ciertos derrames en otros sectores. Esos son los elementos principales para este cambio y todos ellos no estaban presentes en el informe de marzo.

Además, el último catastro de la Corporación de Bienes de Capital también tiene un incremento relevante, y da cuenta de que se están movilizandoinversiones en el sector energético.

#### Desde el gobierno se ha planteado que el BC ha subestimado la inversión en los últimos dos años y ahora ustedes con este ajuste se alinean más con la visión de Hacienda. ¿Están recogiendo parte de esa crítica?

El BC no realiza sus proyecciones comparando con lo que hacen otros. El BC es autónomo y tiene sus propios modelos, tiene su propio proceso de trabajo interno para irlos perfeccionando. Y cuando analizamos los errores de proyección de nuestros modelos en perspectiva, tenemos varianzas menores que otros agentes del mercado. Entonces, en ese sentido estamos tranquilos: los modelos del BC están entregando proyecciones bastante ciertas. Obviamente, siempre estamos revisando y mejorando, pero no se puede sacar una conclusión de un punto en particular. De hecho, es nuestro conjunto de modelos y nuestro trabajo de proyecciones lo que nos ha permitido en este ciclo un resultado bastante exitoso en reducir la inflación de 14% a 3,4% en un periodo razonable y sin un costo excesivo para la economía. Eso que está a la vista, ha sido un proceso bien conducido.

#### ¿Por qué, si el BC mejora las estimaciones de inversión, no hay un correlato en las proyecciones de PIB, que quedaron casi iguales?

Porque mucho de ese mejoramiento tiene que ver con inversión importada, con minería, con importación de maquinaria y equipo, y por lo tanto, no todo es efecto directo sobre la actividad. Eso amortigua el impacto a nivel de PIB, cuyas proyecciones siguen en línea con el crecimiento potencial que tenemos hasta ahora.

#### ¿Se puede hablar de un nuevo superciclo del cobre?

Nosotros tenemos una proyección a dos años, y de eso es lo que estamos hablando. No hemos estudiado un impacto de más largo plazo. Ahora, en nuestro horizonte de política vemos algunos elementos más persistentes que otros. Por ejemplo, hay un factor geopolítico que consiste en que los países, en medio de tensiones, tienden a aumentar los stocks de metales, pero llegan a un cierto nivel. Hay otros factores que tienen que ver con la demanda de la transición energética. Eso puede ser algo más persistente, pero también puede depender del manejo presupuestario de los países.

#### Usted volvió a insistir sobre los riesgos de un nuevo retiro de fondos desde las AFP. ¿Qué implicaría en la actual coyuntura?

A diferencia del shock derivado de las tarifas eléctricas, los retiros constituyen un shock de demanda, en que la presión inflacionaria que generan es persistente y donde la única forma de solucionarlo es ajustando ese gasto a través de la política monetaria. Junto con eso, tendría efectos sobre el mercado de capitales y generaría incertidumbre y más volatilidad, sin mencionar que se estaría desprotegiendo el ahorro para la vejez. Pero, además, en esta ocasión, se montaría sobre el shock asociado al alza de las cuentas de electricidad. Los retiros son una muy mala idea y generan muchos costos. ●

## ¿Bancos "coñetes"?: "Uno esperaría que sean cuidadosos al momento de prestar"

#### En el Ipom viene un recuadro sobre el crédito comercial. ¿Qué observan en ese mercado y tiene sustento la demanda del gobierno a los bancos de prestar más?

Son dos preguntas distintas. Cuando miramos la evolución del crédito, vemos que la reducción de la TPM se ha ido trasladando a las colocaciones bancarias de consumo y a las comerciales. Las hipotecarias, en cambio, responden más a otros elementos. No vemos ahí ninguna cosa anormal. En cuanto a la oferta de crédito, aparece contenida en niveles bajos por varios trimestres, en una posición, digamos, cauta. Pero hay razones para ello, fundamentalmente, la probabilidad de impago. Y, por el lado de la demanda de crédito, también es baja, y la principal razón que se esgrime es que hay planes acotados de inversión. Tenemos un último dato que muestra una desaceleración que vamos a monitorear, pero de momento lo que hay es un comportamiento del crédito acorde con el ciclo. **A su juicio entonces, ¿son o no "coñetes" los bancos como dijo el Presidente Boric?**

Los bancos prestan recursos que han depositado las personas. Y, por lo tanto, uno esperaría que sean cuidadosos al momento de prestar, que presten donde el riesgo-retorno sea adecuado a cada momento.

#### También el Mandatario ha dicho insistentemente en el último tiempo que él se rebela a que la economía chilena tenga por delante un crecimiento promedio del 2%. Que el país puede más. ¿Es posible?

Uno puede aumentar el crecimiento tendencial, pero hay que movilizar los elementos que están detrás. El crecimiento tendencial hoy es del orden del 2% para el sector no minero, dadas las condiciones de productividad, fuerza de trabajo y capital. Pero bienvenida la toma de decisiones que pueda fortalecer alguno de esos elementos.

#### ¿Y si se busca crecer más, pero sin esas condiciones habilitantes...?

Aumentar la productividad eleva el crecimiento tendencial y eso es un proceso balanceado. Si no es así, lo que se genera es un desbalance.