



POLÍTICA MONETARIA EN UN CONTEXTO DE ALTA INCERTIDUMBRE (*)

Rosanna Costa
Presidenta, Banco Central de Chile
7 de abril de 2026

Buenos días. Agradezco una nueva invitación a este foro, que nos permite compartir el análisis que hemos realizado acerca de nuestra economía y sus perspectivas. Compartimos esta vez la instancia con el Ministro Jorge Quiroz, a quien le deseamos el mayor de los éxitos, pues ello redundará en el beneficio de todos.

Hace unos días publicamos nuestro primer Informe de Política Monetaria (IPoM) del año. Como resaltamos, su elaboración y difusión ha estado marcada por la guerra en Medio Oriente y sus implicancias para el escenario macroeconómico global y local.

Atendido el espacio y para dar tiempo a una conversación, haré una revisión rápida de los mensajes principales de nuestro IPoM.

El punto de partida de la política monetaria ante el shock externo

En primer lugar, es importante dar cuenta que la economía chilena parte de una situación en que ha estado creciendo en torno a su potencial y la inflación se ubica en niveles algo por debajo de la meta de 3%, mientras las expectativas de inflación están ancladas y la tasa de política monetaria (TPM) dentro de su rango de valores neutrales.

Es decir, encuentra a la política monetaria sin tareas pendientes, tras haber alcanzado la convergencia a la meta inflacionaria. De este modo, desde el punto de vista del control de la inflación —que es uno de los objetivos del Banco Central—, partimos este nuevo ciclo en una posición que nos ofrece algún grado de flexibilidad para enfrentar un período incierto y exigente.

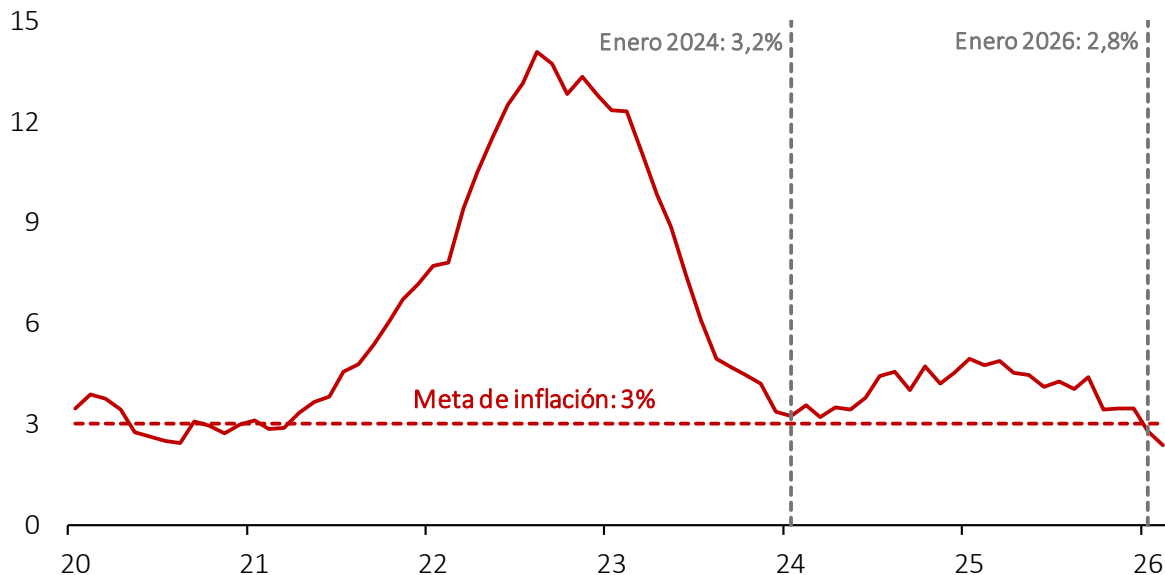
(*) Presentación realizada en el Seminario Nuevos Vientos de la Economía 2026, organizado por la Sociedad de Fomento Fabril (SOFOFA) y la Universidad del Desarrollo.

Permítanme un breve espacio para revisar la evolución de la inflación en el último par de años. A principios del 2024, concluimos la convergencia de la inflación a la meta tras el shock de demanda que provocaron los excesos de liquidez generados por los retiros de fondos de pensiones y las transferencias fiscales universales. Recordemos que este shock llevó la inflación a 14,1% en agosto de 2022, cifra desde la que descendió a 3,2% en enero de 2024.

Unos meses después, en junio de 2024, sobrevino un nuevo shock inflacionario, el descongelamiento de las tarifas eléctricas. Este mantuvo la inflación por sobre 4% por varios trimestres, diluyéndose su efecto en enero de 2026, mes en el cual se alcanzó la convergencia a la meta nuevamente (gráfico 1). De este modo, el nuevo shock que enfrentamos no implica retrasar la convergencia de la inflación a la meta, ésta ya se logró a inicios de año.

Gráfico 1
Inflación (1)

(variación anual del IPC total, porcentaje)



(1) Previo a 2025, la serie de inflación total considera la canasta de referencia 2023 y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

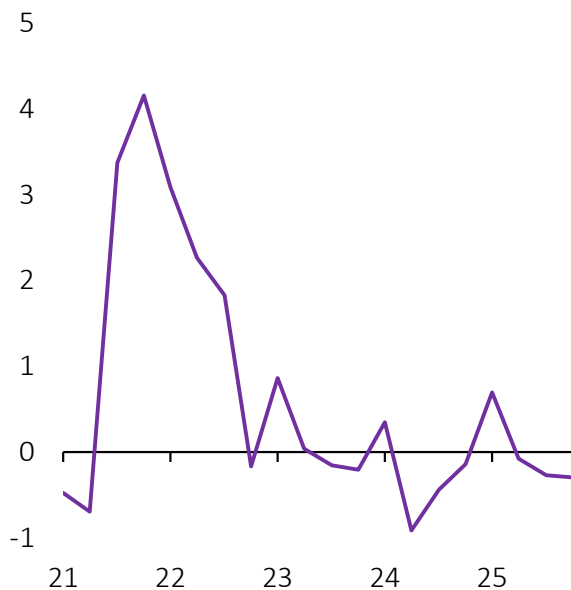
Un segundo aspecto a destacar es que el significativo proceso de reducción del shock inflacionario de 2021 y 2022 se realizó a un costo acotado. Este tuvo su origen en un shock de demanda que dio paso a significativos desbalances del lado de la brecha de

actividad y la cuenta corriente. La acción de la política monetaria fue fundamental en la corrección de esos desbalances, permitiendo que la economía se ajustara sin que se observaran brechas negativas significativas. El alza de la inflación en 2024 fue distinta, tanto por su origen como por su magnitud. De este modo, tras un período de desequilibrios significativos, la economía hoy muestra una brecha de actividad prácticamente cerrada y un déficit de la cuenta corriente bajo. Como mencionaba, ello es consecuencia de una economía que ha estado creciendo en torno a su potencial (gráfico 2).

Gráfico 2

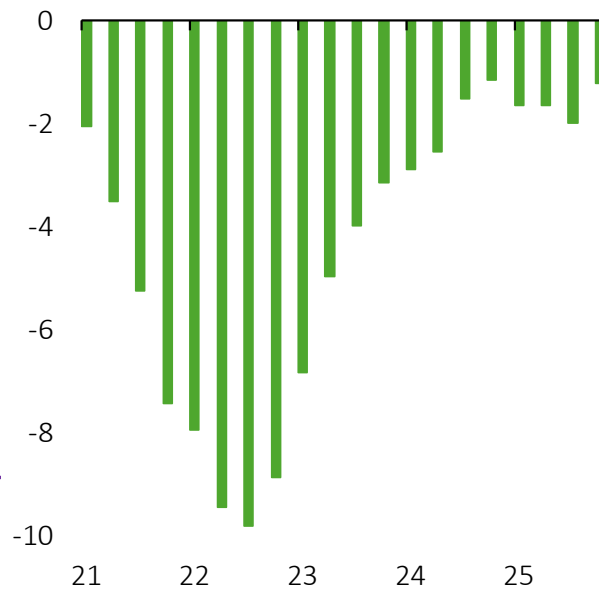
Brecha de actividad

(nivel, puntos porcentuales)



Cuenta corriente

(porcentaje del PIB, últimos 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

Por el lado de la demanda interna, los datos de Cuentas Nacionales nos muestran un consumo que retomó dinamismo en 2025 y una inversión que creció a tasas anuales importantes, aunque sigue concentrada en maquinaria y equipos, y en proyectos ligados a la minería y la energía.

Los datos de actividad de inicios de año han sido más débiles que lo previsto por el mercado, dominados por factores de oferta en la agroindustria y en la pesca, que se suman al menor turismo receptivo que tuvimos este verano. Todo esto, además, ha incidido en sectores como el transporte y el comercio. Con todo, las cifras que hemos

conocido nos sitúan dentro del rango de proyección para la actividad que consideramos en el IPoM.

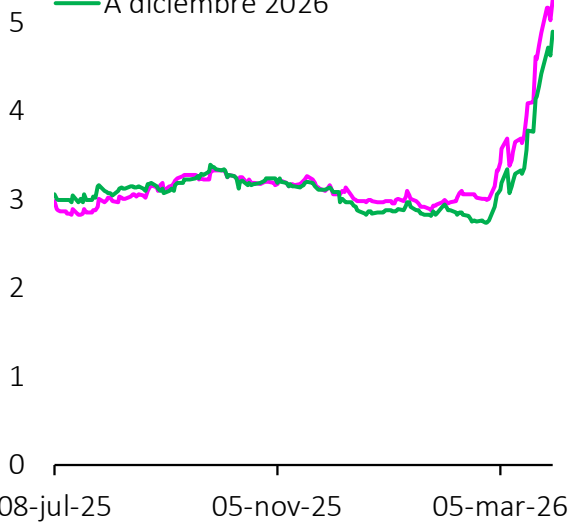
Respecto de la inflación, mañana dispondremos del dato de IPC de marzo que debemos analizar en su totalidad, atendiendo que refleja las primeras reacciones a la guerra. De forma más prospectiva, las expectativas de inflación de corto plazo han tenido un aumento importante en las últimas semanas, mientras que a dos años plazo se mantienen en torno a 3% (gráfico 3).

Gráfico 3

Seguros de inflación

(variación anual, porcentaje)

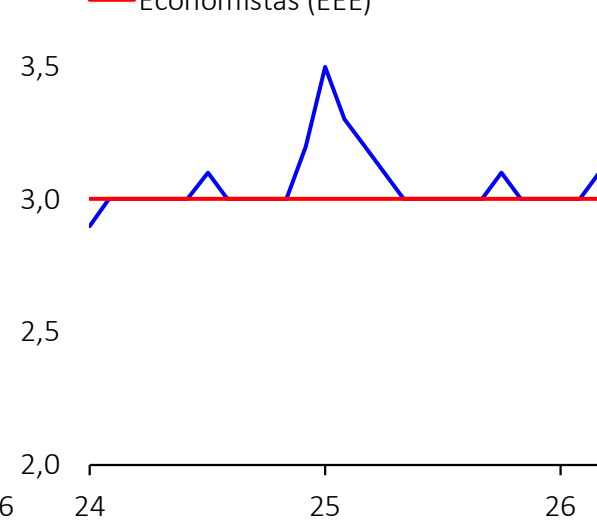
- 6 — A un año
- 5 — A diciembre 2026



Expectativas de inflación dos años (1)(2)

(variación anual, porcentaje)

- 4,0 — Operadores financieros (EOF)
- Economistas (EEE)



(1) Medianas de las respuestas de cada encuesta. (2) La EOF considera la última encuesta publicada en el mes. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

En lo que sigue será relevante monitorear cuidadosamente la formación de precios y cómo este shock se va traspasando a la economía. Eso me lleva a un tercer mensaje importante de este IPoM, al que me referiré a continuación.

El shock del petróleo y el contexto externo

Déjenme pasar entonces al impacto que la guerra en Medio Oriente está provocando sobre la economía mundial, particularmente el aumento de la incertidumbre global. Esto es sin lugar a duda un tema central para cualquier análisis prospectivo, y lo fue para las consideraciones del Consejo en la reciente Reunión de Política Monetaria. Prueba de ello es el lugar central que ocupa su análisis en el último IPoM.

Para analizar este punto es necesario partir por colocar la situación en contexto. La guerra en Medio Oriente tiene alcances económicos y geopolíticos relevantes. Por el estrecho de Ormuz transita cerca del 25% del comercio marítimo de petróleo, al que se suman diversos químicos utilizados en procesos industriales y en la producción de alimentos. Su relevancia geopolítica también es elevada, tanto por el área en que se desarrolla como por los países directa e indirectamente involucrados.

En términos económicos, el principal impacto que hemos observado hasta ahora ha sido el aumento del precio del petróleo. Este se ubica en niveles por sobre los 100 dólares el barril, lo que medido en términos reales lo ubica en un valor inferior a los de otros episodios de alza del petróleo, como el de 1980, 2008 o 2022. Sin embargo, llevado a precios locales —ajustado por el tipo de cambio y la inflación chilena—, estas diferencias disminuyen, dando cuenta de la importancia del fenómeno (gráfico 4).

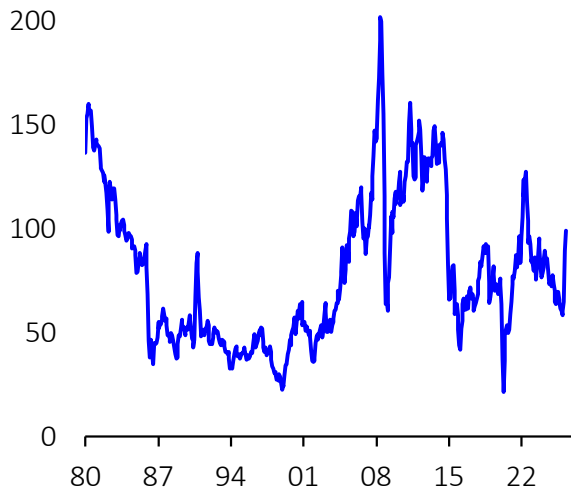
Gráfico 4

Precio del barril de petróleo WTI

Precio real en dólares

(dólares de febrero 2026)

250



Precio real en pesos

(pesos de febrero 2026, índice prom. 1980-2026=100)

250



Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y FRED.

Más importante que el nivel que ha alcanzado el precio del petróleo, es la velocidad con que ha aumentado y la incertidumbre en torno a sus perspectivas. Por un lado, comparado con fines de febrero, el precio del crudo ha subido cerca de 70%, incremento que, transcurrido un lapso de tiempo comparable, es mayor en magnitud y velocidad a lo ocurrido en 2022 tras el inicio de la invasión rusa a Ucrania, y que se asemeja algo a lo sucedido en 1990 luego de la invasión de Irak a Kuwait (gráfico 5a).

Por otro lado, los precios futuros del petróleo muestran tres hechos destacables. Primero, aunque con volatilidad, el precio previsto en el corto plazo ha ido elevándose en la medida que pasan las semanas y el conflicto se extiende, en un contexto en que la información sobre su desarrollo es confusa. Segundo, los mercados parecen anticipar un conflicto relativamente acotado o sin grandes costos de normalización de la oferta, incluido el paso por el estrecho de Ormuz, lo que se refleja en la trayectoria decreciente del precio. Tercero, se reconoce un nivel de precios persistentemente mayor en el horizonte de dos años, lo que puede estar asociado a una combinación de problemas de oferta y riesgos geopolíticos (gráfico 5b). El escenario central del IPoM

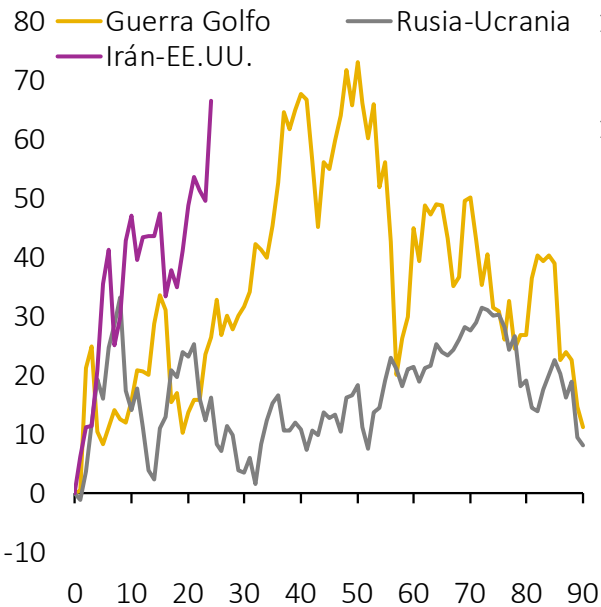
está construido a partir de las curvas de precios futuros que muestran trayectorias similares a la de la semana del 16 de marzo.

Gráfico 5

Precio del barril de petróleo WTI

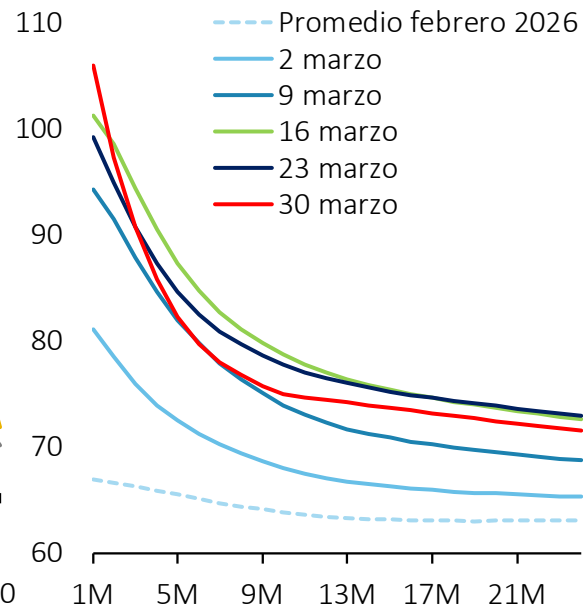
Alza respecto del inicio de la guerra

(porcentaje, días)



Curva de precios futuros

(dólares)

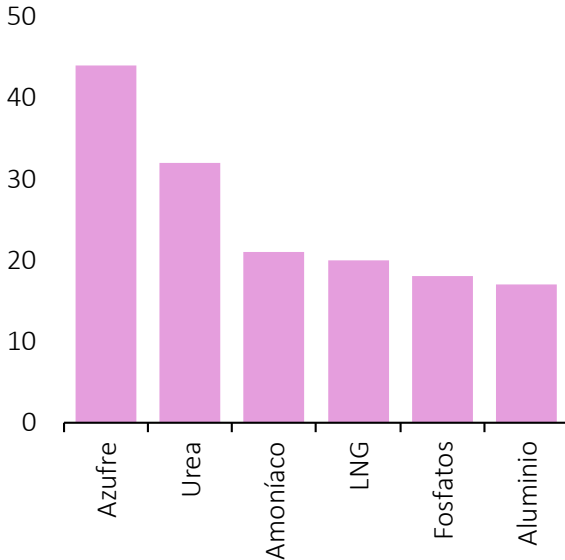


Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y FRED.

Un factor en que se ha profundizado menos es el efecto en la disponibilidad y precios de otros insumos que se proveen desde la zona del Golfo Pérsico, cuyo impacto en la cadena logística y alimentaria puede ser relevante. Destaca el alza en el precio del gas natural europeo, de casi 70% desde fines de febrero, y del azufre, insumo relevante en la producción de fertilizantes y que ha subido casi 40% en el mismo lapso (gráfico 6).

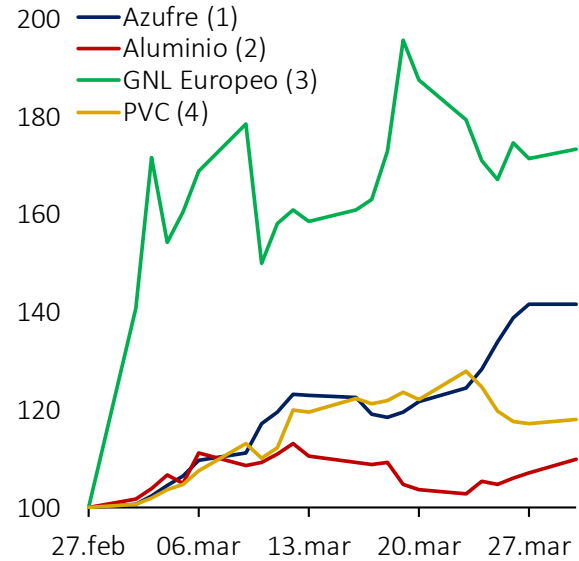
Gráfico 6
Commodities expuestos al estrecho de Ormuz
Exportaciones globales

(porcentaje que transita por el estrecho)



Precios

(índice 27.feb.26=100)

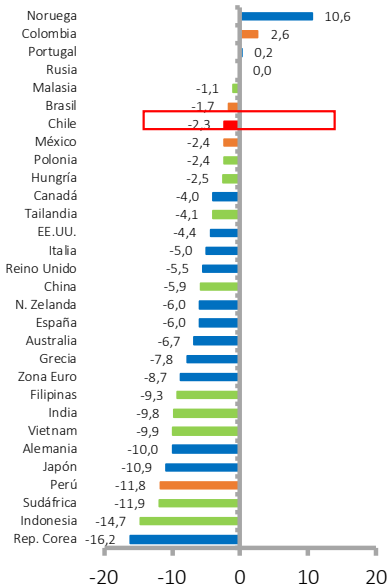


(1) Azufre FOB físico spot transado en China. (2) Primer futuro de aluminio LME. (3) *Forward* de un mes de gas natural TTF, transado en Países Bajos. (4) Primer futuro genérico de PVC. Fuentes: AIS, SourceSage, LME, CME, DCE (bolsa de futuros Dalian). Vía Bloomberg.

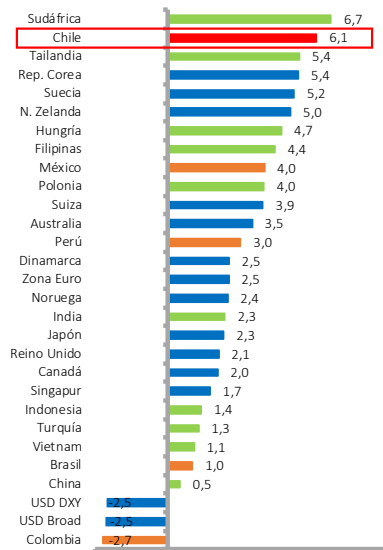
Como es de esperar, los mercados financieros también han respondido al cambio de escenario provocado por la guerra. Comparado con fines de febrero, hemos visto caídas en diversos índices accionarios, aumentos de las tasas de interés y una apreciación global del dólar, que se ha replicado en el mercado nacional (gráfico 7). Todo esto se ha dado en un contexto de volatilidad, en que declaraciones o percepciones sobre la evolución de la guerra han afectado los precios en una dirección u otra.

Gráfico 7
Mercados financieros (1)(2)
 (variaciones desde el 27.feb.26)

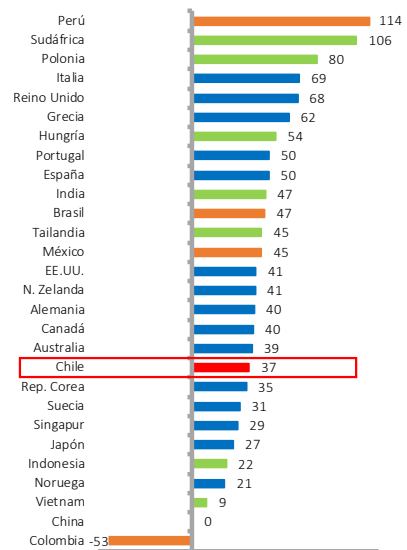
Bolsas (porcentaje)



Monedas (porcentaje)



Tasas 10 años (puntos base)



(1) Barras verdes corresponden a emergentes, naranjas a América Latina y azules a desarrollados. (2) Para las monedas, un aumento (disminución) indica depreciación (apreciación).

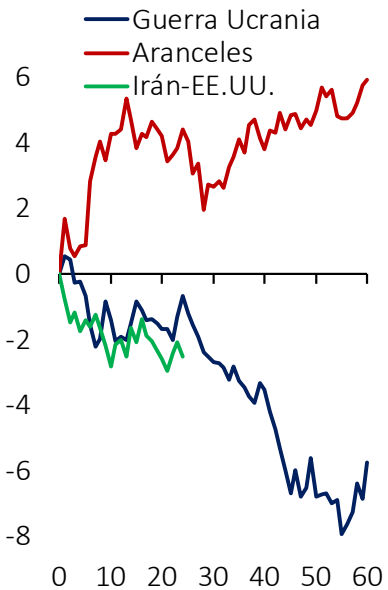
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Llaman la atención algunos elementos. Uno, es que el dólar ha retomado su rol de refugio, lo que contrasta con lo ocurrido posterior a los anuncios arancelarios de abril de 2025, cuando el dólar se depreció. Lo segundo, es que la corrección de la bolsa estadounidense ha sido más lenta que en el episodio de 2025. En tercer lugar, las tasas de los bonos estadounidenses se han elevado, lo que podría reflejar preocupaciones fiscales y mayores presiones inflacionarias (gráfico 8).

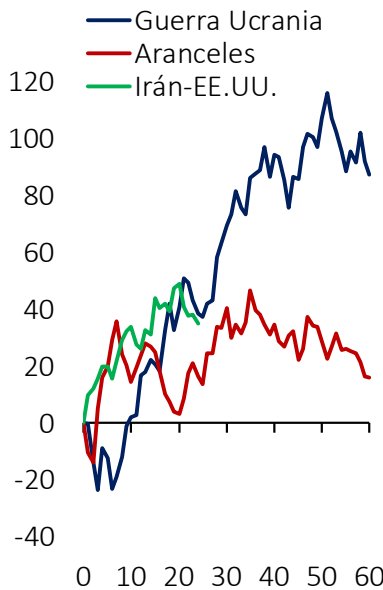
Gráfico 8

Variación acumulada desde el inicio de distintos episodios

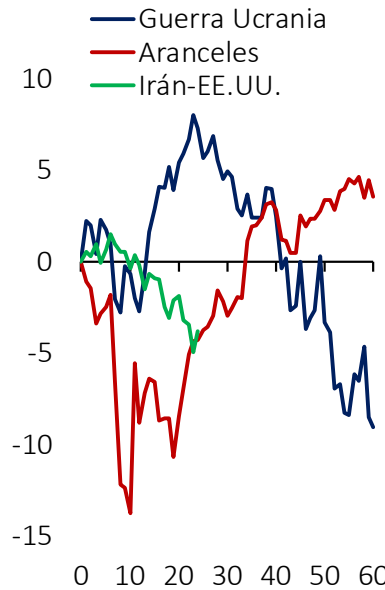
Dólar global (DXY) (1)
(porcentaje)



Tasas 10 años EE.UU.
(puntos base)



S&P 500
(porcentaje)



(1) Aumento (disminución) indica depreciación (apreciación). Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Hecha esta revisión de algunos factores del escenario externo, quiero enfatizar lo incierto de este escenario y lo difícil de anticipar su desempeño futuro. Sabemos que el shock provocado por la guerra en Medio Oriente es significativo, que ha aumentado el precio del petróleo y que sus implicancias para la actividad y la inflación son negativas.

Sin embargo, existe una elevada incertidumbre tanto sobre la extensión de la guerra como de sus secuelas. Sobre esto último, hay dudas sobre la magnitud de los daños a la infraestructura productiva en los países del Golfo Pérsico y cómo afectarán la oferta futura de diversos productos. También existe incertidumbre sobre cuándo y en qué condiciones se reabrirá el tránsito por el estrecho de Ormuz y cuál será la prima por riesgo geopolítico que permanecerá en el futuro. Desconocemos también qué rol jugará la demanda por reponer reservas estratégicas de petróleo, atendiendo su uso, la evolución del precio y los riesgos futuros que se deseen cubrir. Dilucidar estas y otras interrogantes no será fácil ni rápido, por lo que es posible que los niveles de incertidumbre nos acompañen por un tiempo.

El escenario central en un contexto de alta incertidumbre

El aumento de la incertidumbre nos lleva a otro mensaje importante del IPoM. Si bien nuestra metodología habitual de proyección nos hace definir un escenario central, que considera los eventos que estimamos más probables, hoy ese escenario está sujeto a un grado de incertidumbre mayor al habitual, por lo que adquiere importancia evaluar los escenarios alternativos. Esto, no solo considera el seguimiento de múltiples fuentes de información, sino también estar atentos a que los juicios que aplicamos pueden ir modificándose en la medida que vamos acumulando antecedentes.

Con todo, el escenario central de proyecciones del IPoM refleja nuestra mejor evaluación de las perspectivas económicas, por lo que en esta parte de mi exposición haré una breve descripción de las proyecciones del IPoM y sus riesgos.

En el plano externo, uno de los principales ajustes se da en los precios del petróleo. Como indiqué hace unos momentos, en el escenario central, utilizamos una trayectoria coherente con el promedio de los contratos de futuros en los cinco días previos al cierre estadístico, que fue el 19 de marzo. Esto implica precios promedio del orden de 100 dólares por barril en el segundo trimestre del año, con un promedio de 86 dólares en 2026, para luego descender hacia 2027 y 2028, pero siempre manteniéndose en valores por sobre los previstos en diciembre. Comparado con el IPoM pasado, el precio promedio del segundo trimestre de este año es 60% más alto, cifra que alcanza a 40% para el año en su conjunto. Para los años siguientes, esa diferencia disminuye a valores del orden de 20%. El precio de la libra de cobre también se situaría por sobre lo previsto en diciembre, aunque la diferencia respecto de la proyección anterior es menor que en el caso del petróleo. Así, estimamos precios de 5,4 dólares este año; 5,1 dólares en 2027; y 5 dólares en 2028.

En el escenario central, los efectos negativos de la guerra sobre el crecimiento mundial compensan gran parte de los mejores resultados observados en la última parte de 2025. Recuerden que previo a la guerra, la expansión del PIB de Estados Unidos sorprendió positivamente, revelando un mayor impulso asociado al auge de la inversión en nuevas tecnologías. Europa, China y América Latina también anotaron tasas de expansión mejores a lo esperado. De este modo, la proyección de crecimiento

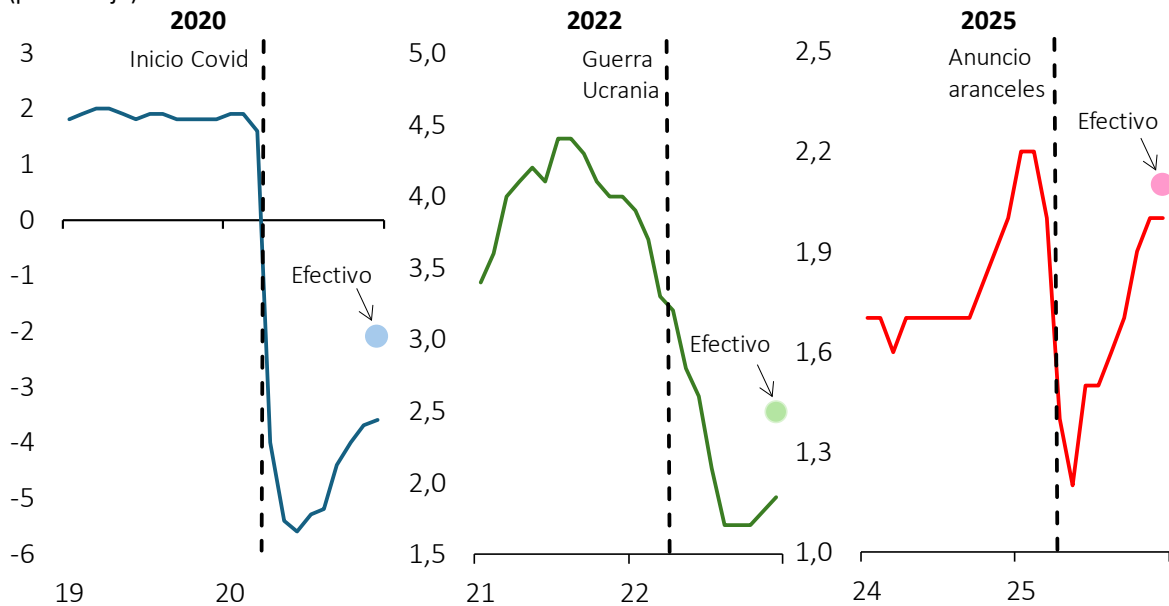
de nuestros socios comerciales no difiere mayormente de lo que estimamos a fines del año pasado, ubicándose en 2,7% este año y el próximo.

Un aspecto que ha sorprendido en eventos recientes es la resiliencia que ha mostrado la economía mundial. Si observamos la evolución del crecimiento estadounidense podemos ver que, aunque han existido distintos fenómenos que han afectado sus proyecciones, el resultado final regularmente ha terminado siendo mejor a lo esperado (gráfico 9).

Gráfico 9

Evolución de las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos

(porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

Dadas las características de la guerra, que ya comenté extensamente, no resulta evidente asumir que esta resiliencia no se verá afectada en algún grado en esta oportunidad, al menos temporalmente. Tampoco que la resiliencia puede estar más asentada. Por cierto, tampoco puede descartarse que existan respuestas de política monetaria o fiscal que reduzcan los impactos en los mercados financieros y la actividad global.

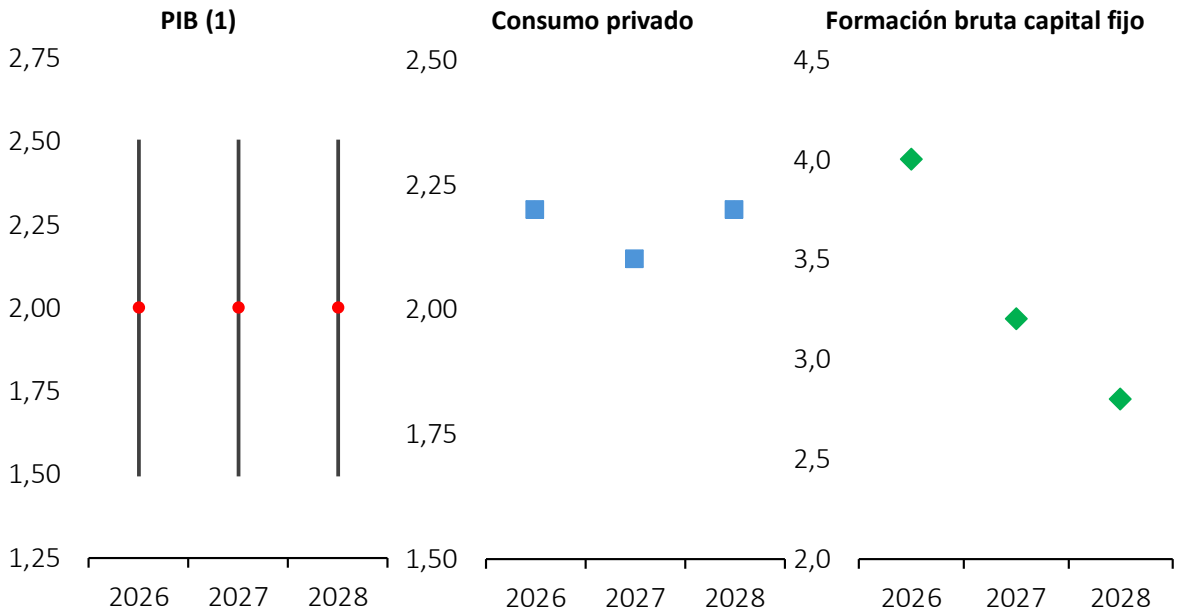
Pasando a lo local, el rango de crecimiento del PIB para este año se reduce a 1,5-2,5%. Esto recoge los efectos del nuevo escenario internacional, el ajuste del gasto fiscal anunciado por el gobierno a mediados de marzo y un peor desempeño de la minería — por la persistencia de los factores que incidieron en una menor producción durante el año pasado. Para 2027, el rango de crecimiento del PIB se mantiene en 1,5-2,5%, misma proyección que se anticipa para 2028.

Las perspectivas para el gasto de hogares y empresas se corrigen levemente a la baja. En ello tiene un rol la situación externa y el menor gasto fiscal. En todo caso, esto es en parte compensado por el continuo crecimiento de los ingresos, expectativas que han mejorado en el último año y una cartera de proyectos de inversión superior a la de años previos (gráfico 10).

Gráfico 10

Proyecciones de actividad y demanda IPoM marzo 2026

(variación real anual, porcentaje)



(1) Puntos rojos corresponden al punto medio de los rangos de crecimiento, para fines comparativos entre proyecciones. Fuente: Banco Central de Chile.

Respecto de la inflación, las revisiones se concentran en el corto plazo, asociadas principalmente al impacto de la guerra en los precios internacionales de los combustibles. La variación anual del IPC total se ubicaría en torno a 4% anual a partir del segundo trimestre, volviendo a 3% hacia el segundo trimestre de 2027.

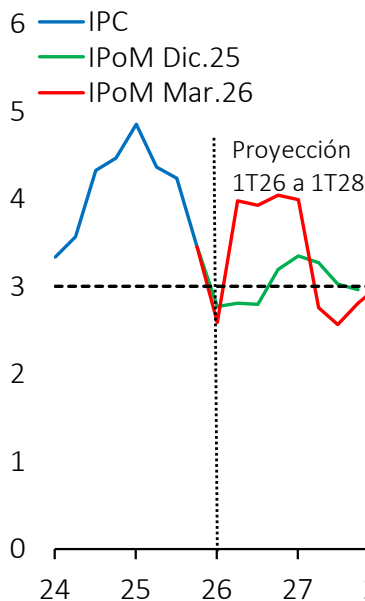
La inflación subyacente también se revisa al alza en el corto plazo, aunque en una magnitud más acotada, recogiendo los efectos de segunda vuelta derivados del shock de los precios internacionales de los combustibles. La proyección considera que la propagación de este shock al resto de la economía será la habitual. Hacia el mediano plazo, empieza a incidir el impacto del menor gasto fiscal en la demanda interna (gráfico 11).

Gráfico 11

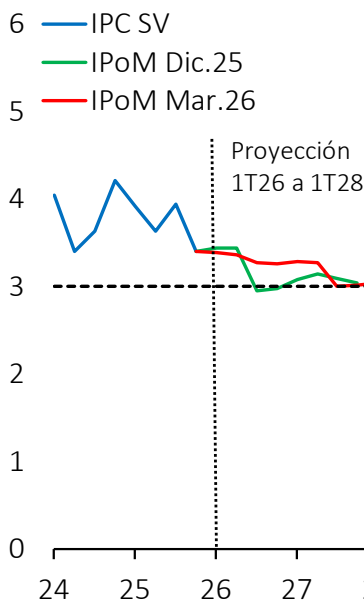
Proyección de inflación (1)

(variación anual, porcentaje)

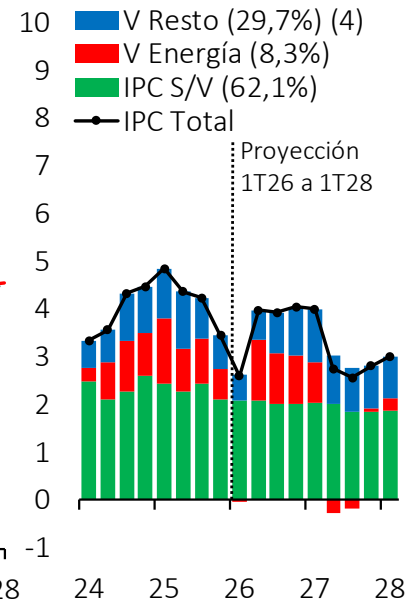
Inflación total



Inflación subyacente (2)



Incidencias inflación anual (3)



(1) Cifras consideran la canasta de referencia 2023 del IPC y el empalme realizado por el Banco Central de Chile. (2) Medida por el IPC sin volátiles. (3) Entre paréntesis, participaciones en la canasta del IPC. Abreviaciones S/V y V corresponden a "sin volátiles" y "volátiles", respectivamente. (4) Incluye volátiles alimentos y volátiles resto. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Decisiones de política monetaria Reunión a Reunión

Permítanme ahora explicar cómo evaluamos este shock desde el punto de vista de la política monetaria. En primer lugar, el escenario que enfrentamos es desafiante. En un principio, podemos pensar que la guerra es un "típico" shock de oferta. Es una perturbación exógena que impacta los precios, a veces significativamente, pero es de carácter transitorio. Su efecto permanece en el nivel de inflación por un tiempo, pero

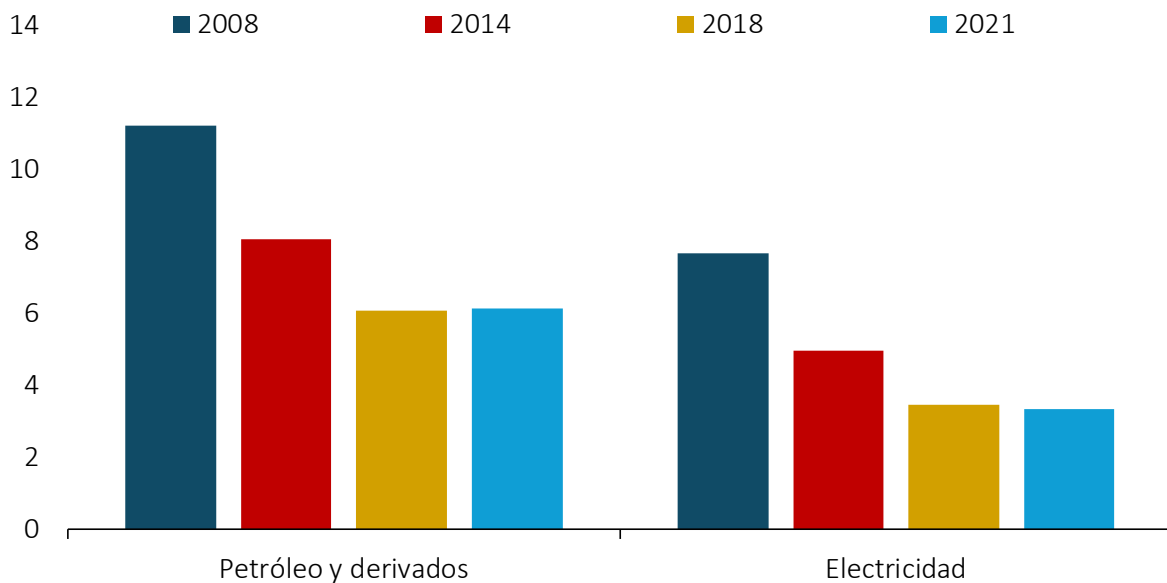
no necesariamente provoca una persistencia o propagación que cambie las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Una situación como esta fue la que enfrentamos en 2024 ante el alza de las tarifas eléctricas. Ese fue un shock significativo, cerca de 1,5 puntos porcentuales de mayor inflación. Tenía un plazo conocido, se daba en un período de siete meses, con un inicio y un final determinado. Además, el impacto estaba concentrado en los clientes regulados —mayormente hogares—, pues las empresas no habían congelado sus tarifas. Se sumaba que, si bien el shock afectaba el ingreso disponible de los hogares, no comprometía el impulso externo que recibía la economía, por lo que sus impactos en la actividad y la demanda podían estimarse más acotados que ante un shock global como el actual. Por último, la relevancia de la electricidad en los costos intermedios había ido reduciéndose y era más baja que la del petróleo y sus derivados (gráfico 12).

Gráfico 12

Consumo intermedio de petróleo (c/derivados) y electricidad

(porcentaje del consumo intermedio total, precios básico)



Fuente: Cuadros de Oferta y Uso de 2008, 2014, 2018 y 2021 del Banco Central de Chile.

En ese contexto, acomodamos el shock, permitiendo una inflación transitoriamente más alta y continuando la trayectoria esperada de la TPM hacia su rango de valores neutrales. De hecho, la inflación retornó a la meta en enero de 2026, antes del plazo de

dos años, y la TPM se redujo en 150 puntos base entre junio de 2024 y diciembre de 2025.

En el caso actual, es claro que el shock global provocará un aumento importante de la inflación en el corto plazo, pero no es tan evidente cuál será su efecto de mediano plazo. En el escenario central, como acabo de mostrar, no pone en riesgo la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de dos años. Pero pueden ocurrir escenarios alternativos. Por un lado, puede ser que su magnitud y persistencia impliquen una propagación mayor que la prevista y provoquen mayores presiones inflacionarias de mediano plazo. Por otro, puede ser que el impacto negativo de la guerra en la demanda sea mayor a lo considerado y/o se intensifique a través del canal financiero. Esto podría provocar menores presiones inflacionarias de mediano plazo. Tampoco puede descartarse un cuarto escenario, donde las dos opciones previas convivan y debemos evaluar cuál es el efecto que prevalecerá en la inflación. Con la información disponible hasta ahora, no resulta evidente cuál será el camino que tomé el escenario macroeconómico.

Conducir la política monetaria en estas circunstancias tiene una dificultad adicional. Nuestro marco de política se basa en un análisis prospectivo, que configura un escenario que llamamos más probable y sobre el cual comunicamos cuál es la estrategia de política monetaria que logrará que la inflación se ubique en la meta de 3% a dos años plazo. En este caso en particular el escenario central está sujeto a mayor incertidumbre, por lo que es especialmente relevante monitorear su evolución y evaluar escenarios alternativos.

Como Consejo, señalamos en el comunicado de nuestra última Reunión de Política Monetaria que, dada la magnitud del shock que enfrentamos, estaremos particularmente atento a señales de mayor transmisión y/o persistencia de la inflación. Agregamos que iremos evaluando Reunión a Reunión la evolución del escenario y sus implicancias tanto de corto como de mediano plazo.



Reflexiones finales

Al cierre de esta presentación quisiera reiterar que enfrentamos un shock de oferta significativo en un contexto de alta incertidumbre. En este escenario, nuestro deber como Banco Central es actuar con firmeza, comprometidos con nuestra meta de inflación y con la flexibilidad necesaria para prevenir una inflación costosa para las personas.

Como hemos reiterado en más de una oportunidad, el objetivo es uno: que la economía se mantenga en un sendero de inflación baja y estable, porque esa condición es la base sobre la cual se construyen decisiones de inversión, creación de empleo y crecimiento sostenible, condiciones necesarias para mejorar el bienestar de todos.

Muchas gracias.