

Roberto Zahler: "Cuesta recordar un gobierno que se inicie con mejores condiciones macroeconómicas internas"

El expresidente del Banco Central señala que la economía chilena entra al 2026 sin desequilibrios macro y un contexto extremadamente favorable. "Es una irresponsabilidad mayúscula hablar de que estamos en una emergencia económica", afirma.



POR DAVID LEFIN

El crecimiento del Imacec de apenas 1,2% en noviembre decepcionó al mercado, que apuntaba, en promedio, a una expansión sobre el 2%. Sin embargo, para el expresidente del Banco Central Roberto Zahler el dato no altera en nada las mejores perspectivas para el año 2026. "Era esperable un menor crecimiento del Imacec en el cuarto trimestre de 2025", afirma.

El economista estima que en 2025 la economía creció en torno a 2,3% y para este año está trabajando con 2,7%, "con cara de que puede incluso acercarse al 3%".

—¿Por qué es más optimista para el 2026?

—El año 2026 está partiendo con condiciones macroeconómicas internas extraordinariamente favorables. El escenario internacional nos favorece, aunque hay algunos riesgos, pero en lo interno, cuesta recordar un gobierno que se inicie con mejores condiciones macroeconómicas internas como el que comienza en 2026.

—¿En qué se notan esas mejores condiciones?

—En primer lugar, la economía chilena hoy día no presenta des-

equilibrios macroeconómicos. El Producto Interno Bruto está creciendo en torno a lo que probablemente será el nuevo cálculo del PIB potencial, que va a estar más bien cercano al 2,5%.

Segundo, eso ocurre en un contexto en que las cuentas externas están extraordinariamente controladas. Por tercer año consecutivo, en 2026 tendremos un déficit en la cuenta corriente inferior al 3% del Producto. Y el déficit fiscal está cerca de 2% del PIB, con la deuda pública en torno al 42% del Producto. Se dice que un nivel de 45% sería el prudente, lo que, en mi opinión, es discutible, porque incluso un 50% sería muy bueno, y no estamos ni cerca de eso.

En tercer lugar, la inflación se encamina claramente a la meta, como lo dijo el Banco Central. En mi proyección, probablemente el primer trimestre llegue a 3% en 12 meses e incluso pueda estar por debajo.

En precios macroeconómicos, con el tipo de cambio en torno a \$900, en términos de tipo de cambio real, estamos en un nivel bastante cercano al que podría ser el de equilibrio para la economía chilena. Y las tasas de interés de corto y largo plazo

claramente son las más bajas de Latinoamérica, lo cual es una gran ventaja comparativa.

Agregaría a lo anterior que Chile se mantiene hoy, al igual que desde hace varios años, con el menor riesgo país relativo al de los países con los que solemos compararnos en la región.

Por lo tanto, yo soy super optimista. ¿Dónde está la emergencia económica que hemos visto que se advierte?

—La emergencia económica es uno de los ejes del programa del presidente electo José Antonio Kast...

—Difiero completamente de esa visión. Creo que estamos en una situación extraordinariamente favorable. Otro dato: La inversión, como formación bruta de capital fijo, viene creciendo ya por cuatro trimestres consecutivos en 12 meses en términos reales, y las importaciones de bienes de capital están creciendo a dos dígitos desde hace ya bastante tiempo. Entonces, me parece que es una irresponsabilidad mayúscula hablar de que estamos en una emergencia económica.

Dicho eso, hay que reconocer que un área donde tenemos aún un problema importante es en el

“ Con estos precios del cobre, la cuenta fiscal va a mejorar enormemente, pero eso no significa que se pueda gastar. Al contrario, ese precio tenemos que utilizarlo para ahorrar en los fondos soberanos, que se han reducido muy fuertemente”

mercado laboral. Ahí hay un desafío grande que, en mi opinión, es un problema mucho más estructural y que requiere enfrentarlo pensando en el mediano y largo plazo.

—¿A qué atribuye usted el mejor ánimo para la inversión?

—No me cabe duda de que el resultado de la elección presidencial del mes de diciembre es apoyado por el sector empresarial, porque ve una política económica claramente proempresa. Ojalá fuese también promercado. Y, por otro lado, la ley de permisos sectoriales también está ayudando a que los proyectos de inversión que estaban en carpeta hoy se vean más cercanos. Esos no son proyectos que aparecieron en los últimos meses, sino que vienen de años, pero muchos estaban frenados por los permisos. Hay un ánimo indudablemente más bien positivo desde el punto de vista empresarial, pero el crecimiento de la inversión

lleva varios trimestres, previo incluso a que se supiera quiénes serían los candidatos presidenciales.

—El Banco Central estimó un crecimiento de 7% de la inversión en 2025 y 4,9% para 2026, ¿qué le parece?

—Yo tengo cifras un poquito menores. Estoy trabajando con un 4,2% para este 2026, con sesgo al alza, por lo que la proyección del IPoM está dentro del rango de lo posible.

—Desde ese punto de vista, ¿qué le parece que otro eje del nuevo gobierno sea la desregulación? ¿Puede incentivar aún más la inversión?

—Creo que hay espacio para avanzar, por ejemplo, en materia ambiental, que no lo tocó el proyecto de este gobierno. Ahí hay mucho que simplificar. Pero hay que tener cuidado con que el péndulo se nos vaya para el otro lado. Que no porque haya un ánimo de desregular termi-

En \$900 el tipo de cambio real asociado a ese valor está en torno al equilibrio. Esa es la variable que yo más identifico con la competitividad de la economía chilena y si se va mucho más abajo empiezan a prenderse las luces amarillas”

–En materia fiscal, usted dice que las finanzas públicas siguen positivas, pero la meta de déficit se incumplió nuevamente y el próximo gobierno quiere recortar US\$ 6.000 millones de gasto. ¿Cuál es su mirada al respecto?

–Lo primero es que, en mi opinión, estamos lejos de una emergencia fiscal, por lo que decía antes. Y respecto del recorte, creo que no se ha hecho un análisis suficientemente profundo. Creo que efectivamente hay un gasto que en algunos casos es extraordinariamente ineficiente y, además, ese gasto responde a intereses que a veces son muy difíciles de enfrentar. Ojalá el nuevo gobierno lo enfrente. Pero respecto de la magnitud que se quiere cortar, primero hay que hacerse la pregunta de cuál es el gasto fiscal que uno considera necesario para un país como Chile. Esa es una pregunta más política, respecto del tamaño del Estado que se quiere.

En mi opinión, es muy complejo centrarse en los US\$ 6.000 millones cuando hay bastante rezago en áreas tan importantes como la cobertura y calidad de salud. La población está envejeciendo y tenemos listas de espera muy altas. Probablemente es un área donde en lugar de recortar se requiere incrementar el gasto público.

Por otra parte, si quieren bajar fuertemente los impuestos, quizá

se requeriría un recorte de más de US\$ 6.000 millones en el gasto para equilibrar las cuentas por los menores ingresos, lo que es completamente irrealizable, a menos que se esté dispuesto a generar una recesión económica que no se justifica desde ningún punto de vista.

–¿Y qué le parece la baja de 27% a 23% en el impuesto a las empresas que planea el nuevo gobierno?

–Es evidente que si se bajan los impuestos corporativos eso va a aumentar la rentabilidad para los dueños del capital, se van a entusiasmar y van a tratar de invertir más porque van a ganar más. Eso es muy básico. Yo no tengo problema en que se baje el impuesto a las empresas en la medida en que efectivamente tenga una compensación, no por el lado de bajar el gasto, sino con el aumento de otros impuestos, terminar con exenciones y enfrentar con mucha fuerza la evasión y elusión. Hay temas que se pueden abordar como el impuesto al diésel y la renta presunta, entre otros. Ahí se pueden generar más ingresos tributarios sin aumentar los impuestos.

–Entonces dice que se puede bajar el impuesto a las empresas, pero manteniendo la carga tributaria...

–Mi opinión es que debe mantenerse, porque Chile sigue siendo un país con una distribución del ingreso muy desigual. Ese es un tema que no ha estado en el último tiempo

Dólar bajo \$900: “Hay espacio para que baje más, pero no es deseable”

–Usted espera que la inflación baje a 3% en este primer trimestre de 2026. ¿Ve más bajas de tasas?

–Veo espacio, pero muy poquito. Una baja de 25 puntos base o máximo dos más, porque ya estamos entorno a la tasa de política monetaria neutral o de equilibrio, que estaría entre 4% y 4,5%. Creo que es deseable que baje un poco más, pero no hay mucho espacio. Como decía, estamos en un país con condiciones muy favorables, que no tiene la necesidad de seguir ajustando mucho más la tasa.

–El tipo de cambio inició el 2026 levemente por debajo de \$900, ¿cómo ve su evolución este año?

–Hay espacio para que baje más, pero no es deseable. Lo que planteo es que en \$900 el tipo de cambio real asociado a ese valor está en torno al equilibrio. Esa es la variable que yo más identifico con la competitividad de la economía chilena y si se va mucho más abajo empiezan a prenderse las luces amarillas, en el sentido de que estamos de nuevo sobre estimulando las importaciones, afectando a las exportaciones no tradicionales, podemos tener una cuenta corriente mucho más deficitaria y podemos estar generando un exceso de gasto.

–¿Qué va a determinar el precio dólar en los próximos meses?

–En lo económico, va a depender del diferencial de tasas de interés con EEUU, del valor del dólar en los mercados cambios internacionales, y mucho del precio del cobre y si se dan las señales de que los excesos sobre el precio de referencia se van a ahorrar y no van a generar un exceso de gasto. Y, en lo político, hay que esperar para ver el manejo del nuevo gobierno. Más allá de movimientos especulativos que podrían tirar el tipo de cambio para abajo, falta para ver si efectivamente habrá entrada de capitales para inversión productiva o financiera de largo plazo.

en la discusión económica, pero del que no hay que olvidarse.

Ahorrar la bonanza del cobre

–Una sorpresa en el último tiempo ha sido el precio del cobre, que supera los US\$ 5,6 la libra, ¿qué efecto se puede anticipar para la economía?

–Efectivamente, otro elemento favorable para el año 2026 van a ser los términos de intercambio, que podríamos decir que es la razón del precio del cobre al precio del petróleo, y es muy probable que sea superior al 2025. Esa es una noticia muy positiva. Con estos precios del cobre, la cuenta fiscal va a mejorar enormemente, pero eso no significa que se pueda gastar. Al contrario, ese precio –así está dispuesto en la política fiscal– tenemos que utilizarlo para ahorrar en los fondos soberanos, que se han

reducido muy fuertemente. Si a eso agregamos las oportunidades que genera la nueva empresa del litio, con el vínculo Codelco–SQM, eso podría ser otra fuente de ingresos fiscales para los próximos años.

Por otra parte, con ese precio se va a dinamizar más la actividad del sector y se debieran acelerar sus proyectos, lo que, a su vez, genera más dinamismo en general en la economía.

–¿Cree que este nivel de precios se mantenga?

–Los estudios de las empresas en Chile e internacionalmente indican que, por motivos de oferta, pero sobre todo por una mayor demanda asociada al cambio tecnológico, es bastante factible que el precio del cobre se mantenga sobre US\$ 5 en los próximos dos a tres años, lo que sería muy positivo para Chile. 

nemos con más zonas de sacrificio y más problemas con las comunidades, porque ahí podemos tener problemas con la sustentabilidad de ese crecimiento. Y esos problemas probablemente no se verían en 2026, sino que a mediano plazo.

“Estamos lejos de una crisis o emergencia fiscal”

“El principal riesgo interno sería que haya un exceso de entusiasmo con la desregulación, con medidas más proempresa que promercado”

–¿Cuáles son los riesgos que advierte para la economía?

–Afuera el escenario hoy se ve mejor. Luego de todo lo que planteó el 1 de abril Trump para incrementar fuertemente los aranceles, se generó un ambiente tan negativo de lo que podría venir, que tuvo que echar pie atrás. Hoy incluso es probable que el Banco Central de Estados Unidos relaje su tasa de interés por lo menos una vez, quizás dos o hasta tres este año. Eso también estimula mucho a los mercados. Los riesgos están en las cuentas fiscales en países desarrollados, que podrían volverse más complejas y que se requieran aumentos de las tasas de interés y, por otra parte, persiste el riesgo geopolítico en Ucrania, Estados Unidos bombardeó Nigeria y podría atacar también a Venezuela.

En lo económico, hay además otros dos grandes riesgos. Uno es el temor de que las empresas tecnológicas estén demasiado sobrevaloradas en los mercados accionarios y el otro es el papel que están jugando las criptomonedas en la economía

mundial. Son temas que pueden generar un ruido muy grande, porque hay mucha liquidez dando vuelta y podemos encontrar sorpresas.

–¿Internamente? ¿Ve algún riesgo?

–En lo estrictamente económico veo muy pocos riesgos. El principal riesgo interno sería que haya un exceso de entusiasmo con la desregulación, con medidas más proempresa que promercado y que se genere un crecimiento insostenible y poco sustentable. Además, un excesivo optimismo podría llevar a una economía sobrealentada y que eventualmente el Banco Central tenga que subir las tasas. Pero por ahora eso no es el escenario central. Además, hay que recordar que el mercado laboral sigue siendo un problema.

–¿Por qué teme que haya un escenario más proempresa que promercado? ¿Cuáles son los problemas que advierte?

–Primero, yo soy muy partidario de orientar la política pública hacia hacer mercados más competitivos, menos oligopólicos,

menos monopsonicos, menos monopolicos, donde el consumidor tenga realmente opciones que incrementen su ingreso y bienestar. Eso sería proempresa. En cambio, una política más pro empresa es aquella que básicamente apunta a mejorar la rentabilidad de las compañías.

–¿Y ve ese riesgo ahora?

–Desgraciadamente es un riesgo muy posible. Ojalá no ocurra, pero parte del historial de gobiernos de tendencia más de derecha es que sean muy pro empresa. Incluso si uno mira la historia de algunas personas que ahora podrían tomar cargos importantes en el próximo gobierno, está ligada a la defensa de intereses más proempresa que promercado.

–¿Se refiere a Jorge Quiroiz?

–A nadie en particular. Experiencias de gobiernos de orientación de derecha, con fuerte apoyo empresarial, como por ejemplo la ley de pesca, indican que este es un tema delicado, al que hay que estar muy atentos. Obviamente, si a las empresas les empieza a ir bien se crea más empleo y a todo el mundo también le va bien. No se puede desconocer eso que es evidente, aunque no garantiza ni sustentabilidad ni una mejora en la distribución del ingreso. Pero en mi opinión, las políticas públicas tienen que diseñarse e implementarse pensando en la sociedad en su conjunto y no solo en grupos o sectores determinados.