

Perspectivas para la inflación y la política monetaria

Alberto Naudon D¹.

Consejero| Banco Central de Chile

PICTON Latam Summit 2025 – 16 de octubre de 2025

Introducción

Muy buenos días a todos. Parto por agradecer a Picton por la invitación a presentar mi visión sobre la evolución de la inflación y de la política monetaria en este seminario.

Las opiniones aquí expresadas son mías y no necesariamente las de otros miembros del Consejo del Banco Central de Chile.

En los minutos que siguen quiero responder dos preguntas muy concretas. Primero, ¿por qué considero que la inflación convergerá a la meta de 3% durante el tercer trimestre de 2026? Y segundo, ¿qué tipo de estrategia de política monetaria es la adecuada para asegurar esa convergencia de manera ordenada y sostenible?

Concentrarme en estas dos preguntas supone, por cierto, dejar de lado muchos otros temas importantes, pero ya habrá nuevas oportunidades más adelante, o si queda tiempo podemos abrir un espacio de preguntas.

Evolución reciente de la inflación

Para responder estas preguntas creo útil dar un poco de contexto.

La siguiente Figura muestra la evolución de la inflación —tanto total (línea negra continua) como subyacente (línea negra discontinua)— durante los últimos tres años. Ambas medidas son relevantes.

La inflación total define la meta del Banco Central, que es que la inflación total se mantenga la mayor parte del tiempo en torno a 3%.

¹ Estas notas acompañan la presentación realizada en el seminario PICTON Latam Summit 2025, el 16 de septiembre de 2025. Las opiniones que expondré a continuación son de carácter personal y no necesariamente reflejan la posición del Consejo del Banco Central de Chile.

Esta meta se operacionaliza conduciendo la política monetaria de manera que, en cada momento, la inflación proyectada a dos años se ubique en ese nivel. De ahí la importancia que el BC le da a entender la inflación esperada por los distintos agentes de mercado (es el ancla nominal de la economía)².

La inflación subyacente, por su parte, excluye los componentes más volátiles —como algunos alimentos y energía—, que tienden a reflejar *shocks* transitorios. Al dejar de lado esas fluctuaciones, la subyacente entrega una señal más limpia de las presiones inflacionarias. Esa distinción, junto con la meta operacional de que la inflación esperada a dos años esté en 3%, son cruciales, porque evitan reaccionar de forma excesiva ante movimientos pasajeros de los precios más volátiles, lo que solo generaría mayor inestabilidad, tanto en las tasas de interés como en el empleo y la actividad. De ahí que la reacción de la política monetaria sea distinta cuando lo que mueve a la inflación total sea su componente subyacente o su componente volátil.

Al mirar la Figura lo primero que salta a la vista es que la inflación ha permanecido por encima de 3% por un tiempo largo, de hecho, por más de cuatro años y medio. La desviación respecto de la meta más prolongada desde que en los 2000 implementamos el marco de metas de inflación actual.

Como se discutió intensamente, el gran aumento inflacionario que vivimos a partir de mediados de 2021, y que llevó a la inflación por sobre 14%, tuvo causas bien identificadas. En su mayor parte, se originó en políticas de estímulo a la demanda de magnitud inédita y en un clima de incertidumbre local que provocó una depreciación significativa del peso. Estimaciones internas sugieren que esos factores explican alrededor de dos tercios del alza inflacionaria observada. El resto se debió a *shocks* externos, entre los que destacó el fuerte incremento de los precios de alimentos y de combustibles tras la invasión rusa a Ucrania.

Durante 2023, la inflación descendió con rapidez, tanto en su componente subyacente como volátil. Esa baja fue fruto, en parte importante, de una combinación de política monetaria y fiscal muy decidida. El Banco Central actuó con firmeza y anticipación, y la política fiscal contribuyó a moderar las presiones de demanda con una contracción de más de 20% del gasto fiscal en 2022. Gracias a ese trabajo conjunto, logramos llevar la inflación a niveles cercanos a 3% durante la primera parte de 2024, en un proceso ordenado y con costos acotados en términos de actividad. Todo ello pese a un entorno interno aún incierto, marcado por las secuelas del COVID-19 y por la discusión

² Esto no implica que la inflación tenga que converger siempre exactamente en dos años al 3%, sino que el proceso debe desarrollarse dentro de ese horizonte, cualquiera sea el punto de partida.

constitucional, que mantuvo elevado el tipo de cambio y, con ello, las presiones de precios.

A mediados de 2024, la inflación volvió a aumentar. Esta vez el detonante fue el ajuste de los precios regulados de la energía, que implicó un alza acumulada cercana al 60%. Su impacto sobre la inflación total se estimó en torno a 1,5 puntos porcentuales. A pesar de la magnitud de ese aumento, proyectamos que su efecto sería transitorio, con un impacto acotado sobre la inflación subyacente. Ello porque se trataba de un cambio en un precio específico, con efectos de segunda vuelta acotados, y porque al mismo tiempo generaba un impacto contractivo sobre la demanda. La inflación subyacente, efectivamente, no aumentó de manera significativa por este canal.

Sin embargo, hacia fines de 2024, el escenario inflacionario cambió. Una combinación de mayores costos laborales, una nueva depreciación del peso y algunos aumentos de precios específicos comenzaron a presionar nuevamente la inflación subyacente al alza.

Y si bien había buenos argumentos para pensar que el rebrote sería más bien transitorio, las expectativas de inflación de distintos agentes empezaron a reflejar preocupación respecto de la convergencia de la inflación a la meta dentro de dos años. Las encuestas de operadores financieros y las compensaciones inflacionarias se situaron por varias semanas por encima del 3 % a dos años, distanciándose de las proyecciones oficiales. En la Encuesta de Expectativas Económicas, si bien la mediana seguía anclada en 3 %, crecía la fracción de analistas que dudaba de que la meta se alcanzara en el horizonte de política.

Este episodio dejó una lección importante: tras años de inflación alta, un nuevo *shock* de precios —por transitorio que fuera— podía reavivar los riesgos de persistencia y de desviación de las expectativas. Eso obligó a conducir la política monetaria con aún más cautela. Como decía el comunicado de la RPM de enero: “los riesgos para la inflación han aumentado, lo que refuerza la necesidad de cautela”.

La necesidad de cautela no supone revertir la orientación de la política monetaria. La dirección seguía siendo acercarse a la tasa de interés neutral. Esto porque las tasas estaban en terreno contractivo (aunque solo levemente) y nada indicaba que la evolución actual y esperada de la demanda amenazara con generar presiones inflacionarias hacia adelante. Pero la velocidad del proceso de normalización de tasas era menos clara y dependía del manejo de los distintos escenarios de riesgo identificados.

Y en este punto vale la pena detenernos un momento en la relación entre el tipo de cambio y la inflación, algo que, como sabemos, es clave en el comportamiento de los precios en Chile, en la evolución de las expectativas de inflación y en la relación entre la política monetaria chilena y la de EE.UU., un tema que sale y vuelve a salir en la discusión con distintos analistas.

El tipo de cambio incide en la inflación, especialmente en el corto plazo, y principalmente a través del precio de los bienes transables. Sin embargo, el tipo de cambio no es un objetivo de política. El instrumento que utilizamos es la tasa de política monetaria. Movemos esa tasa para que la inflación converja a 3 % en no más de dos años, considerando todos los canales de transmisión: el canal de actividad, el crédito, las expectativas, y también, por cierto, el tipo de cambio. Pero no lo perseguimos como fin en sí mismo. Eso es lo que define un régimen de flotación.

Por cierto, la evolución del valor de la divisa depende, entre otros factores, de la política monetaria local y de la política de la Reserva Federal de Estados Unidos, de modo que cuando el Banco mueve la tasa de interés en una dirección que la acerca o aleja de la *Fed Funds rate*, debe tomar en cuenta el efecto de ese movimiento sobre el tipo de cambio y la inflación.

Pero eso no significa que haya una relación mecánica entre lo que hace la Fed y lo que hace el Banco Central de Chile, ni que haya un número mágico que determine un diferencial de tasa objetivo.

Como se ve en la Figura que sigue, a veces las tasas en Chile y en Estados Unidos se mueven en la misma dirección, a veces no. En ocasiones la brecha entre ambas es amplia, en otras se estrecha. Eso obviamente afecta al tipo de cambio y, por ende, a la inflación, especialmente en el corto plazo, pero nuestra labor es mirar más allá del corto plazo y conducir la política de manera que la inflación total y la subyacente retornen de forma sostenida al entorno de 3%. Esto, a veces, requiere atenuar la reacción frente a aumento inflacionario asociados al tipo de cambios, por ejemplo, cuando la depreciación se asocia a una debilidad de la economía.

En lo más reciente, como se detalla en el Informe de Política Monetaria de septiembre, la inflación volvió a sorprender al alza. La subyacente aumentó más de lo previsto y la proyección para diciembre se elevó desde 3,1 % a 3,7% anual. No es un cambio menor: tanto por su magnitud como por su carácter generalizado. ¿Qué explica este movimiento?

En parte, una demanda interna más dinámica de lo previsto. También, una depreciación algo mayor del peso y otras presiones de costos laborales, asociados a algunos cambios legislativos.

Sin embargo, existen buenas razones para pensar que este repunte de la inflación subyacente no será demasiado persistente.

En primer lugar, el mayor dinamismo de la demanda se explica, en buena medida, por un incremento en la inversión en maquinaria y equipos, un componente que tiene menores implicancias inflacionarias que el consumo. El consumo privado también creció algo por encima de lo anticipado, pero sus fundamentos no sugieren que esa sorpresa se prolongue. El mercado laboral muestra señales mixtas, y ni el crédito ni las expectativas de los hogares indican que el consumo seguirá expandiéndose por sobre su tendencia.

En segundo lugar, el tipo de cambio real se encuentra en niveles relativamente altos, tanto en perspectiva histórica como comparado con su evolución más reciente. En este contexto, si la economía se estabiliza en torno a sus valores de largo plazo y no se producen sorpresas globales relevantes, deberíamos esperar una reducción de las presiones inflacionarias por el lado de los bienes transables. En otras palabras, el tipo de cambio no debiera contribuir de manera persistente a una inflación más elevada.

En tercer lugar, los efectos de segunda vuelta asociados al alza reciente de la subyacente debieran ser acotados. De partida, a pesar del alza en la subyacente, la inflación total —que incide en los mecanismos de indexación— ha evolucionado según lo previsto, gracias a que los componentes más volátiles sorprendieron a la baja. Además, las expectativas de largo plazo continúan firmemente ancladas en torno al 3%, lo que constituye una señal de confianza en la conducción de la política monetaria.

Por último, los datos más recientes del IPC han mostrado cierta moderación. El índice de agosto —conocido después del cierre de proyecciones del IPoM— registró una variación nula, tanto en la inflación total como en la subyacente, y los datos de septiembre (0,4% mensual en ambos índices) fueron coherentes con lo esperado.

La política monetaria

¿Qué estrategia de política monetaria se requiere para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta?

En este contexto, a pesar del aumento de la inflación subyacente y de los riesgos, la estrategia de política monetaria no ha cambiado significativamente, lo que implicaba continuar con la convergencia de la Tasa de Política Monetaria hacia su rango neutral. Eso sí, el aumento en los riesgos de la persistencia de presiones de costos y un consumo potencialmente más dinámico era adecuado pausar la reducción de la TPM y mantenerla en 4,75%, monitoreando la evolución de la inflación subyacente.

El riesgo de una mayor persistencia de la inflación sugiere que debemos acumular más información antes de continuar reduciendo la tasa de política monetaria hacia su nivel neutral.

Por otra parte, el nivel actual de tasas está muy cerca del rango estimado para la tasa neutral, que estimamos entre 0,5% y 1,5% real y que, a mi juicio, es más probable que se encuentre en la parte de arriba de ese rango (zona morada oscura). Como se ve en la Figura, la tasa real a un año lleva fluctuando en torno a estos valores desde mediados de 2024, de modo que, el Banco no está restringiendo de manera significativa la actividad económica. Esa postura es coherente con el diagnóstico de que las presiones inflacionarias recientes no son persistentes.

Esta decisión cautelosa tiene además una ventaja adicional: deja al Banco en mejor posición para responder ante eventuales escenarios adversos en la economía externa. En un contexto internacional caracterizado por una alta incertidumbre —con tensiones geopolíticas, cambios en los precios de materias primas y ajustes en las políticas de las principales economías—, mantener cierto grado de flexibilidad resulta fundamental.

Reflexiones finales

La demanda interna ha sido algo más dinámica y los riesgos de observar una mayor debilidad económica se han ido disipando.

El tipo de cambio real se ubica en la parte alta de sus registros históricos, en un contexto donde el impulso externo ha resultado algo mayor que lo esperado dado los altos niveles de incertidumbre.

En este contexto, la inflación ha evolucionado en línea con lo proyectado, pero su componente subyacente se ha acelerado, principalmente, por el efecto de mayores costos en el mercado laboral y una moneda más depreciada.

Hacia adelante, el escenario central considera que la inflación volverá a 3% durante el tercer trimestre de 2026. En esto concurren un escenario sin presiones inflacionarias por el lado del gasto, condiciones financieras globales que no se estrechan (a pesar de que la incertidumbre global sigue elevada), y que no hay nuevos shocks de costos.

En un contexto de tasas cercana a sus niveles neutrales, el riesgo de una mayor persistencia de la inflación requiere acumular más información antes de continuar el proceso de convergencia de la TPM a esos valores.