

Alameda 3363
Estación Central-Santiago
Tel. +56 2 7180765
<http://www.economia.usach.cl>

Universidad de Santiago



Departamento de Economía

Serie de Documentos de Trabajo

Las dificultades para controlar la inflación post Pandemia en Chile

Autor:

Víctor Salas Opazo (Universidad de Santiago)
Joaquín Núñez Huenchual, (OPPEs-USACH)

Las dificultades para controlar la inflación post Pandemia en Chile¹

Víctor Salas Opazo, Departamento de Economía
Joaquín Núñez Huenchual, OPPEUSACH

Resumen

Es sabido que la dinámica macroeconómica de Chile en el período 2020 – 2021 (en pandemia) fue el origen del “recalentamiento” inflacionario en nuestro país. A fines de 2020 y mediados de 2021, el M1 creció en 53,9% interanual, impulsado por grandes aumentos en los saldos de cuentas corrientes de empresas y depósitos a la vista, lo que ocurrió por: la política monetaria expansiva tomada por el BCCh en marzo de 2020 (TPM bajó a su mínimo técnico: 0,5%); los estímulos fiscales de pandemia (IFE universal, bonos y transferencias públicas); y los retiros de los fondos previsionales de las AFP. El 2022 se combinó la inercia del exceso de gasto interno de 2021 con choques externos severos (guerra Rusia-Ucrania, alza de precios de energía y alimentos), entre otros. La inflación se disparó a tasas de dos dígitos (IPC agosto fue de 14,1% interanual) y a diciembre 2022 fue de +0,3% mensual y 12,8% interanual, resultados logrados con una política monetaria extremadamente contractiva entre 2021 y 2022 con efectos rezagados (el *rezago de la política monetaria* fue entre 16 y 18 meses), lo que siguió desde 2023 en adelante, período de desaceleración inflacionaria y un primer acercamiento a una normalización en nuestro país. Hasta aquí se veía un exitoso control inflacionario al que colaboraba la política fiscal, principalmente la reducción del presupuesto de 2022 en 22,5%. En 2023 se confirmó la tendencia a la baja de la inflación que finalmente en diciembre se situó en 3,9% anual, retornando por primera vez a la meta desde 2021. Varios elementos contribuyeron a este resultado: la disipación del shock de commodities de 2022, la estabilización del tipo de cambio (el peso se apreció respecto al peor momento de 2022), y sobre todo la contracción de la demanda interna debido al ajuste de políticas. Junto a esto, la política fiscal de este período mantuvo moderación. El balance fiscal empezó a mejorar, en donde el déficit efectivo de 2023, según Hacienda, fue de 2,4% del PIB. El gobierno se comprometió con una trayectoria fiscal prudente hasta 2025, aunque no se salvó el gasto de posibles presiones, por año electoral. Esta combinación de medidas ayudó a anclar las expectativas inflacionarias del mercado cerca del 3% y facilitar la estabilización del nivel de precios internos. Pero en 2024 y 2025 la inflación se mantuvo cercana y sobre 4%, dificultando su control. Durante 2024 la inflación se mantuvo contenida entre 4%-5% anual y no pudo bajar a la meta de 3%. Se inició en torno a 5% y terminó el año ligeramente más baja, en 4,5% (dic 2024). La inflación dejó de caer, básicamente por el *rezago de la política monetaria*, lo que implica que las políticas contractivas de 2023-24 aún no habían impactado de forma plena en la economía local. A la vez, las reducciones de la TPM suavizan el efecto de la contracción de la misma forma que estimulan el gasto interno al bajar las tasas de interés reales, sosteniendo la demanda interna, contrarrestando parcialmente la tendencia a la baja inflacionaria. No obstante, a fines de 2024 surgió cautela al observarse aumentos leves en los riesgos para la inflación, por el aumento de costos a nivel nacional e internacional. En 2025, el consenso (Banco Central y mercado) estima que la inflación seguirá bajando, pero de forma más gradual hacia la meta, proyectando que la inflación anual descenderá a alrededor de 3,8% en diciembre 2025. Esto implica que, por tercer año consecutivo, la meta puntual no se cumplirá estrictamente, aunque sí habría una clara convergencia hacia ella. En conclusión, el manejo óptimo de la TPM en adelante se puede resumir en gradualismo, data-dependencia y firmeza en el objetivo. La TPM debería acompañar la baja inflacionaria, sin apresurarse, probablemente manteniéndose algo contractiva hasta comprobar que la inflación converge a 3%. Si todo evoluciona según lo previsto, hacia fines de 2025 la TPM podría situarse cerca de su neutral nominal (en torno al ~4%), permitiendo a la economía crecer en torno a su tendencia con la inflación ya encarrilada al 3%.

Correspondencia a: Departamento de Economía, Universidad de Santiago de Chile. Av. Bernardo O'Higgins 3363. Santiago, Chile 562-718-0769. Dirección electrónica: victor.salas@usach.cl

¹ Este documento de trabajo se enmarca en el área de investigación en Política Económica del Departamento de Economía de la Universidad de Santiago de Chile y fue desarrollada en el ámbito del Conversatorio de Política Económica, ECPE-USACH dirigido por el profesor Víctor Salas en el cual participan el profesor Carlos Yévenes Ortega y Sebastián Cuéllar Pedreros, como coordinador de los ayudantes de investigación: Pía Inostroza, Emanuel Espinoza, Kevin Hernández, Arael González y Joaquín Núñez. Cualquier error es, sin embargo, de responsabilidad de los/as autores

Dinámica Macroeconómica de Chile en el período 2020 – 2021: el origen del “recalentamiento” inflacionario.

Chile, durante los últimos años, ha sido un ejemplo para el resto de los países con respecto a la autonomía del BCCh y las decisiones de Política Monetaria. Tras la recesión inducida por las decisiones tomadas en la pandemia, en 2020, nuestro país vivió un repunte económico excepcional en 2021, producido por distintos factores actuando en su conjunto. La combinación de una reapertura rápida del mercado, estímulos fiscales masivos como bonos y retiros de ahorros previsionales desencadenaron un boom de consumo privado para inicios de 2021, al final del periodo de pandemia. Consecuentemente, la inflación anual saltó a 6,5%-7% hacia fines de ese año, superando ampliamente la meta inflacionaria del 3%. El Banco Central había llevado la TPM a un mínimo histórico de 0,5% durante la pandemia para estimular la economía; pero ante el recalentamiento evidente, inició el retiro del estímulo monetario a mediados de 2021.

En la segunda mitad de 2021, la TPM subió desde 0,5% hasta 4,0%, aún un nivel expansivo, pero marcando el giro hacia una postura contractiva, persiguiendo los factores internos que dominaron el alza de precios. Según el Banco Central, la inflación de 2021 fue explicada “fundamentalmente por la extraordinaria expansión de la demanda interna”, junto con la depreciación del peso por factores locales. Esto se sumó a fenómenos globales como alzas del precio internacionales de commodities o por disrupciones logísticas que las mantenían. La autoridad monetaria respondió en consecuencia con agresividad, preparando el terreno para mayores alzas de tasa en lo que se presumía en ese momento, era el corto plazo. Estas subidas estaban dirigidas principalmente a moderar la ya fuerte demanda interna, sin embargo, los efectos de política monetaria tienen rezago y este ajuste terminó siendo un fenómeno que pudimos percibir en el mediano plazo.

Adicionalmente, durante el estallido social (octubre 2019) y la pandemia (2020 y parte de 2021), la oferta monetaria básica, M1, se disparó notablemente. En cifras, el Banco Central reportó que a fines de 2020 y mediados de 2021, el M1 creció en 53,9% interanual, impulsado por grandes aumentos en los saldos de cuentas corrientes de empresas y depósitos a la vista. Esto fue debido a varios factores, entre ellos la política monetaria expansiva tomada por el BCCh en marzo de 2020, donde se recortó la TPM a su mínimo técnico (0,5%), los estímulos fiscales entregados en pandemia, como el IFE universal, bonos y transferencias públicas. El punto más destacable e importante fueron los retiros de los fondos previsionales de las AFP.

Sobrecalentamiento local: la evolución del M1

Entre 2020 y 2021 se aprobaron 3 retiros masivos del 10%, donde el Banco Central calcula que fue una inyección de liquidez al mercado de alrededor de 18%, pasando a CC y consumo de corto plazo.

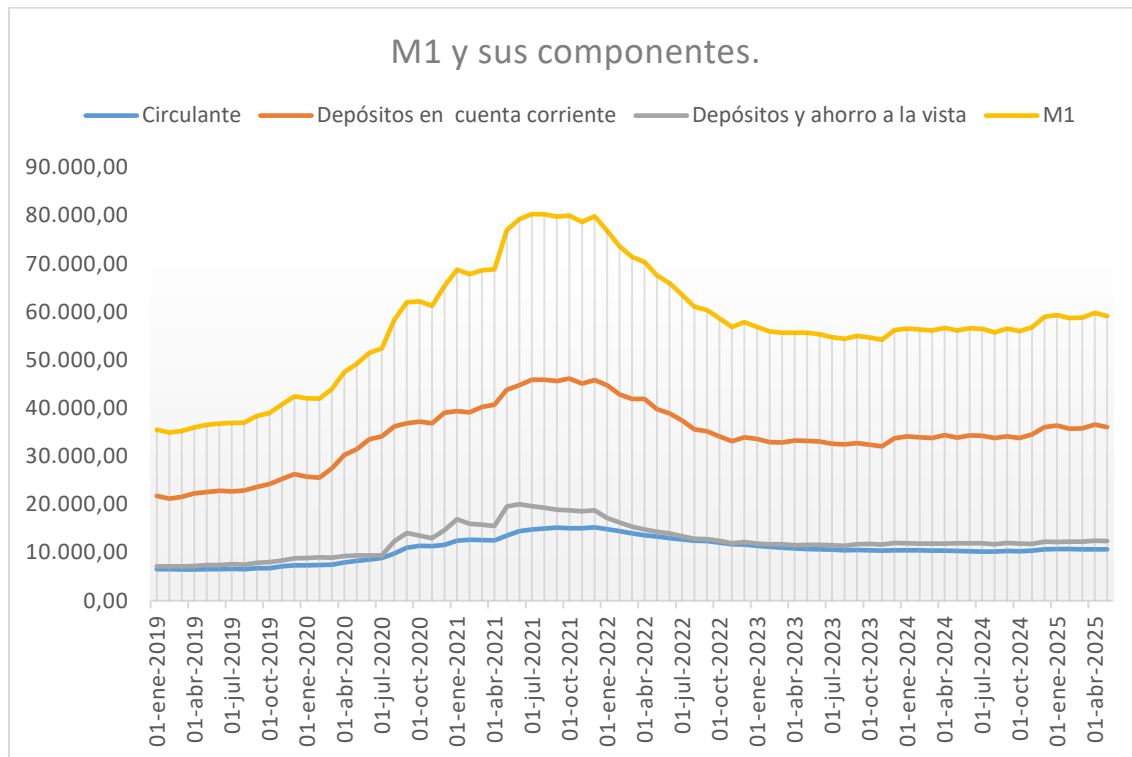


Gráfico: M1 y sus componentes. Circulante, Depósitos en CC y Ahorro a la vista. Se visualiza en el gráfico como empieza a subir el M1 desde mediados de 2020 hasta alcanzar su máximo en 2021, para luego de este período quedar con un nuevo equilibrio macroeconómico.

Primera etapa de inflación y de su control “rezagado” por TPM

El 2022 representó el mayor desafío inflacionario en décadas para Chile. Se combinaron la inercia del exceso de gasto interno de 2021 con choques externos severos, como lo fueron la guerra en Ucrania con Rusia, precios de energía al alza junto a alimentos, entre otros.

Desde inicios de año, la inflación sorprendía al alza: en marzo de 2022 alcanzaba ya ~8% anual, excediendo lo proyectado. El Banco Central aceleró el paso para frenar este desbordamiento y en marzo 2022 subió la TPM en 150 puntos base en una sola reunión. No sería el único incremento de gran tamaño: le siguieron +125pb en mayo y +75pb en junio llevando la TPM de 5,5% a 9% durante el primer semestre. Para junio 2022, el BCCh había elevado la TPM a 9% y anticipaba que serían necesarios ajustes adicionales menores para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en dos años. En efecto, realizó un par de alzas más y en octubre de 2022 la TPM alcanzó 11,25%, punto en el que el Consejo decidió detener el ciclo alcista. En total, desde julio 2021 a octubre 2022 se efectuaron 11

alzas consecutivas (de 0,5% a 11,25%) una de las más rápidas contracciones monetarias en la historia reciente de Chile.

En términos de inflación, el IPC se disparó a tasas de dos dígitos. A la ya mencionada dinámica interna se sumó la guerra en Ucrania (desde feb-2022) que encareció combustibles y alimentos globalmente, así como los rezagos de la crisis global en la logística de transporte. Hacia agosto 2022 la inflación alcanzó un 14,1% interanual, máximo en 30 años. Afortunadamente, para fines de 2022 se empezó a ver una moderación. La inflación mensual de diciembre 2022 fue apenas +0,3%, la más baja del año, cerrando la inflación anual en 12,8% (por debajo del peak histórico del 14,1%).

Efectivamente, la política monetaria extremadamente contractiva de 2022 comenzó a hacer efecto con lo que se conoce como el *rezago de la política monetaria*, el cual fue de aproximadamente 16 - 18 meses. Esta misma empezó a mostrar un fuerte efecto a comienzos de 2023 en adelante, el cual fue un período de desaceleración inflacionaria y un primer acercamiento a una normalización en nuestro país.

En paralelo, se inició una contracción fiscal decidida. El gobierno aplicó el decreto de Política Fiscal y además el “Plan Chile Apoya”, que consistió en canalizar recursos directamente a hogares vulnerables, a la vez que se retiraron estímulos generales. Por acuerdo parlamentario en 2021, el gasto público se ajustó fuertemente para el año 2022, aprobando una caída real de 24,5% respecto a 2021, lo que reflejó el fin de las transferencias extraordinarias como el IFE y subsidios COVID, como también un plan presupuestario más sólido y austero. Esta contracción redujo la demanda interna, siendo un buen complemento a la política monetaria.

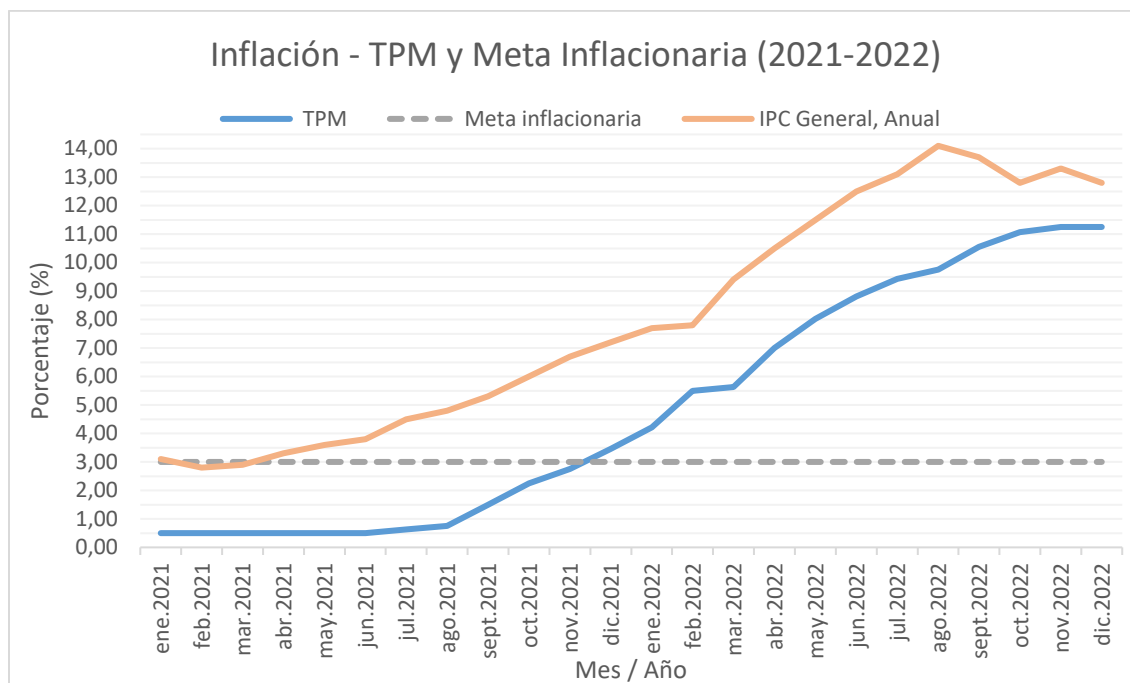


Gráfico: TPM, Inflación y Meta inflacionaria durante 2021 – 2022. Se visualiza el alza del IPC General, seguido por la subida de la TPM.

Control de la inflación: Estabilización económica en 2023

En 2023 se confirmó la tendencia a la baja de la inflación. El año comenzó aún con índices elevados, sobre 10% anual en el primer trimestre, pero cada mes fue disminuyendo la inflación interanual. Hacia abril-mayo ya se había reducido a un rango de ~9-10%, en agosto ~6-7%, y finalmente en diciembre se situó en 3,9% anual, retornando por primera vez a la meta desde 2021.

Varios elementos contribuyeron a este resultado: la disipación del shock de commodities de 2022, la estabilización del tipo de cambio (el peso se apreció respecto al peor momento de 2022), y sobre todo la contracción de la demanda interna debido al ajuste de políticas. Junto a esto, la política fiscal de este período mantuvo moderación. El balance fiscal empezó a mejorar, en donde el déficit efectivo de 2023, según Hacienda, fue de 2,4% del PIB. El gobierno se comprometió con una trayectoria fiscal prudente hasta 2025, aunque no se salvó el gasto de posibles presiones, por año electoral. Esta combinación de medidas ayudó a anclar las expectativas inflacionarias del mercado cerca del 3% y facilitar la estabilización del nivel de precios internos.

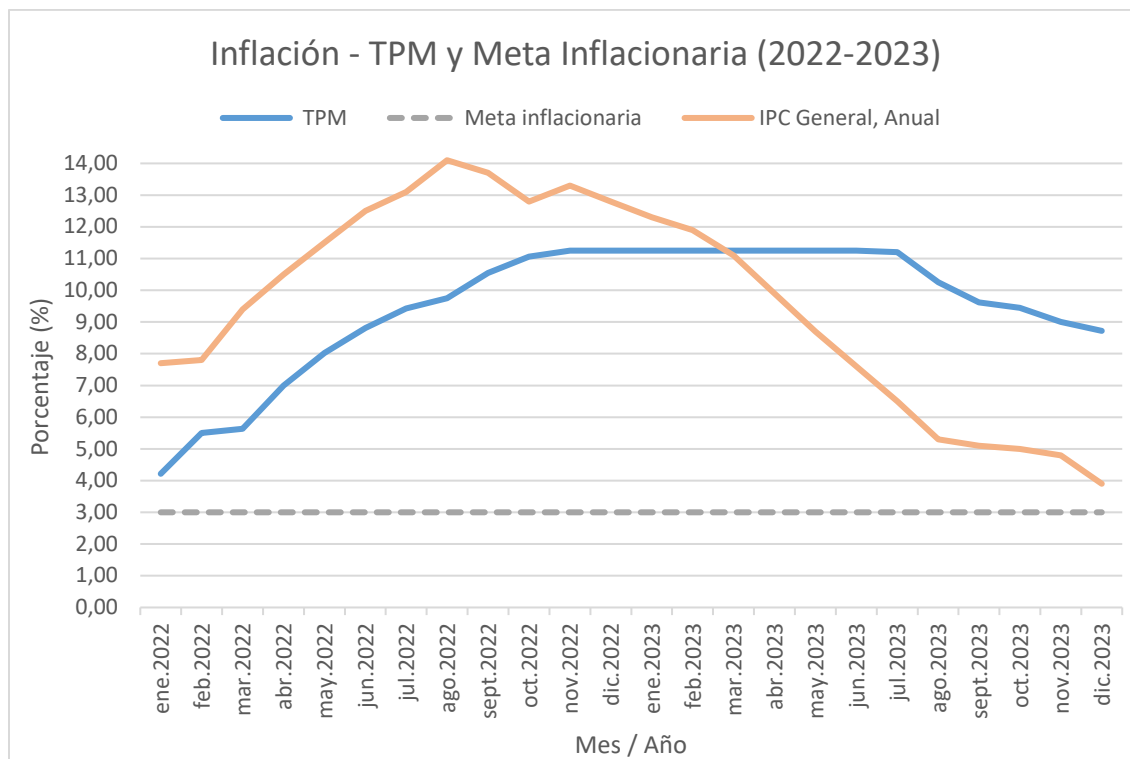


Gráfico: TPM, Inflación y Meta inflacionaria durante 2022 - 2023.

El Banco Central mantuvo la TPM en 11,25% durante la primera mitad de 2023 con el fin de asegurar que la inflación siguiera cediendo y que las expectativas volvieran a alinearse con la meta del 3%. Una vez que surgieron señales claras de desaceleración inflacionaria y de menor dinamismo económico, evitándose por poco una recesión técnica, el Consejo inició un ciclo de recortes de la TPM, graduales. En julio de 2023 se aplicó la primera baja de 100 puntos base (a 10,25%), seguida por recortes a 9,5% en septiembre, 8,5% en noviembre y 8,25% en diciembre, acumulando -300pb en el segundo semestre. Este relajamiento, llevado adelante bajo un enfoque “gradual y cauteloso”, permitió mantener tasas reales levemente positivas, contribuyendo a la convergencia inflacionaria sin impedir un incipiente repunte de la actividad.

La política fiscal de este período mantuvo moderación. El balance fiscal empezó a mejorar (el déficit efectivo para 2023 fue de aproximadamente 2,4%, según Hacienda) y el gobierno se comprometió con una mejor trayectoria fiscal, con mayor prudencia, hasta 2025. No obstante, sigue vigilándose el gasto ante posibles presiones (e.g. precauciones por año electoral). Esta combinación de medidas ayudó a anclar las expectativas inflacionarias cerca del 3% y facilitar la estabilización de los precios.

2024, etapa de “normalización” del proceso inflacionario y retos persistentes.

Durante 2024 Chile transitó hacia la “normalización macroeconómica”, aunque con ciertos vaivenes. La inflación se mantuvo contenida en el rango del 4%-5% anual durante el año y no pudo bajar a la meta de 3%. Se inició 2024 con inflación en torno a 5% y terminó el año ligeramente más baja en 4,5% (dic 2024). Este nivel, si bien es el segundo más bajo desde 2020, siguió por encima de la meta del 3%, evidenciando que aún existen presiones inflacionarias remanentes. Pese a ello, diciembre 2024 tuvo una variación mensual negativa del IPC (-0,2%), ayudando a cerrar el año por debajo de 4,8% que proyectaba el Banco Central.

El Banco Central, durante 2024, continuó gradualmente con el ciclo bajista de la TPM. Partió el año con la TPM todavía alta (8,25% en enero 2024) y fue reduciéndola en las sucesivas reuniones, apoyado en la trayectoria descendente de la inflación. Para *octubre 2024* la TPM ya se ubicaba en 5,25%, y en *diciembre 2024* se concretó otro recorte, a 5,0%, nivel en el que entró a 2025. Estas reducciones devolvieron la TPM a un terreno mucho más cercano a la neutralidad estimada (alrededor de 3,5%-4% nominal en Chile).

Sin embargo, la inflación dejó de caer. Una razón importante es lo que hemos nombrado anteriormente y lo que se conoce como *rezago de la política monetaria*, lo que significa que este recorte de tasas se transmite con rezago. Como señaló el mismo BCCh, la fuerte política contractiva de 2022 se transmitió con un rezago de 1 año y más (entre 16 a 18 meses), lo que implica que las políticas contractivas de 2023-24 aún no habían impactado de forma plena en la economía local. A la vez, las reducciones de la TPM suavizan el efecto de la contracción de la misma forma que estimulan el gasto interno al bajar las tasas de interés reales. Finalmente, este ablandamiento de la economía ayudó a mantener y

sostener la demanda interna, contrarrestando parcialmente la tendencia a la baja inflacionaria.

En términos de la política fiscal, esta se mantuvo de forma vigilante. La regla fiscal vigente fija un déficit estructural máximo de aproximadamente 1,9% del PIB para 2024-25, lo que implica un gasto contenido en términos de los presupuestos gubernamentales. Se enfatizó durante este año la importancia de no relajar prematuramente el gasto para no reencender la demanda interna. Esta prudencia fiscal ayuda hasta el día de hoy a aliviar la presión sobre la TPM y el control inflacionario, aunque en 2024 el déficit fiscal estructural llegó a 3,2%, lo que seguramente también ha mantenido las presiones en los precios internos

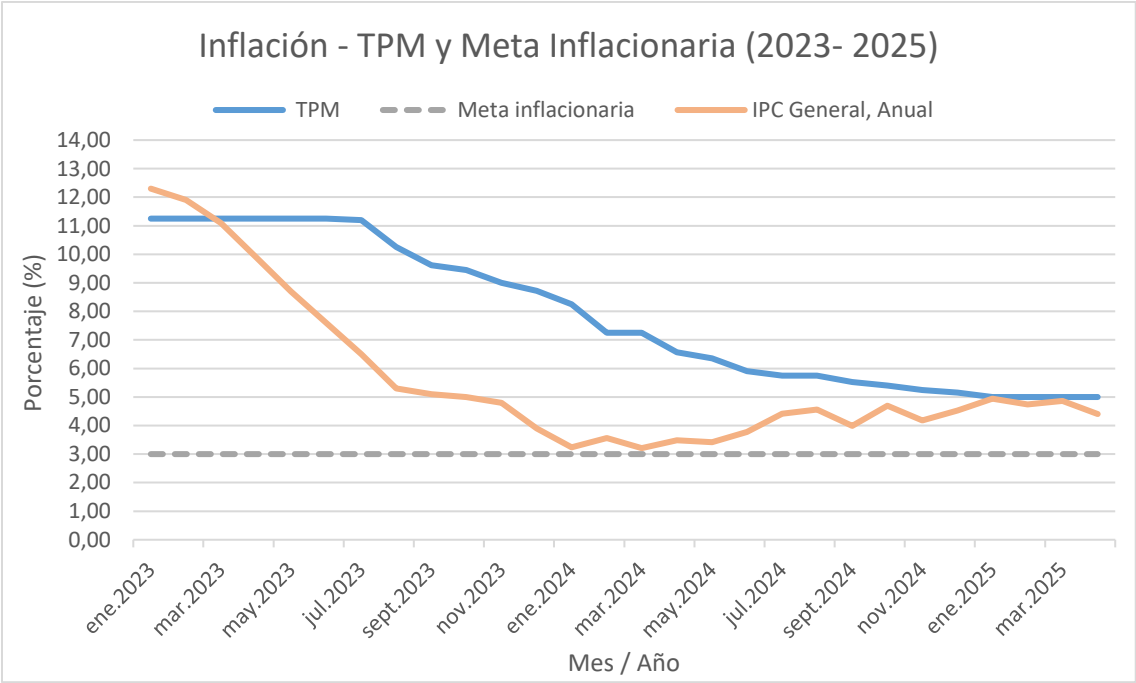


Gráfico: Inflación, TPM y Meta inflacionaria 2023 - 2025.

No obstante, a fines de 2024 surgió cautela. El Banco Central advirtió que los riesgos para la inflación habían aumentado levemente. Esto principalmente por el aumento de costos a nivel nacional e internacional. La misma entidad anunció que estos nuevos ajustes acompañarían lo que sería el escenario macroeconómico de 2025.

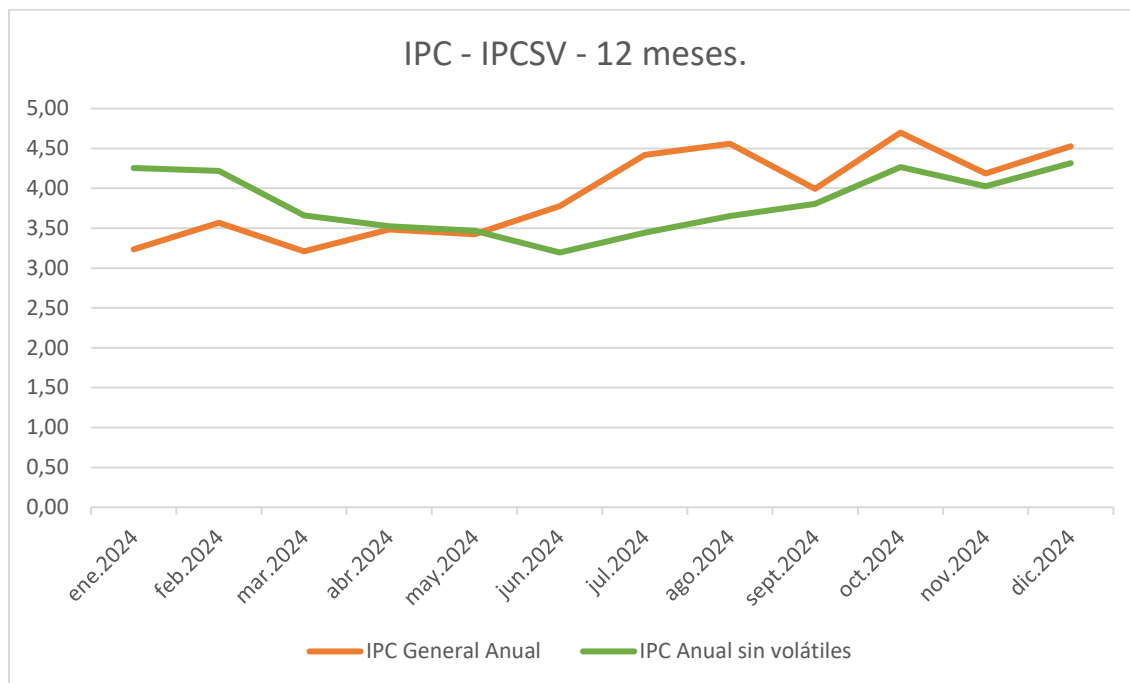


Gráfico: IPC – IPC sin volátiles durante 2024.

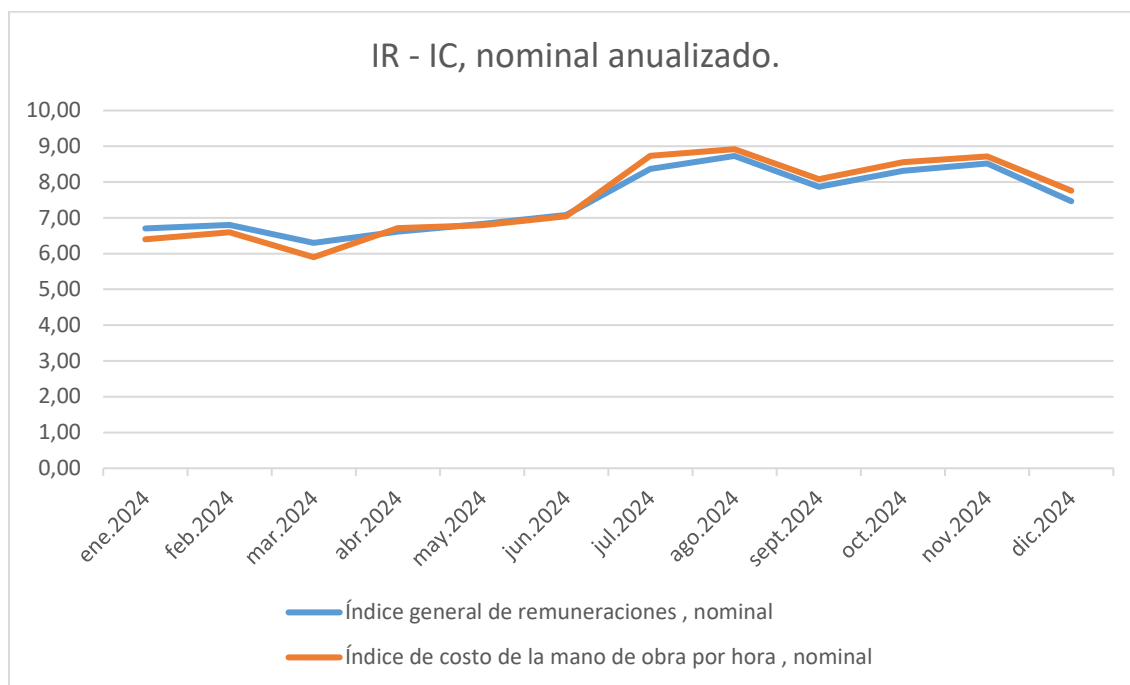


Gráfico: IC – IR durante 2024.

En conjunto, 2024 sugiere que, aunque la inflación se empezó a encaminar a niveles de un dígito bajos, no bastó únicamente la reducción de la TPM para llegar a la meta. Los choques externos, la depreciación cambiaria y la inercia inflacionaria explican por qué la inflación se

estancó dentro de un 4% aproximado, aún con tasas de política significativamente más bajas.

El Banco Central de Chile mencionó explícitamente “un escenario mundial más incierto, gatillado en gran parte por las tensiones bélicas en curso”, así como temores sobre la situación fiscal global, reconfiguración del comercio internacional, etc., que han presionado al peso. Estos factores externos complican la labor del Banco Central, ya que pueden generar volatilidad financiera (ej. salida de capitales, impacto en tipo de cambio) independientemente de los fundamentos locales.

En el contexto interno, 2024 fue políticamente más estable que 2022-2023 (años en que hubo proceso constitucional e incertidumbre). Eso favoreció algo la confianza. Sin embargo, al cierre de 2024 y entrada de 2025, temas como la discusión de reformas (tributaria, pensiones) y el panorama electoral de 2025 generan cierto ruido, pero nada comparable al shock pandémico o al estallido inflacionario previo.

Resumiendo 2024: Chile logró bajar la inflación a ~4-5%, las tasas de interés se redujeron sustancialmente, y la economía dio señales de crecimiento moderado. Aun así, no se puede declarar victoria total sobre la inflación: la meta de 3% no se ha alcanzado y las autoridades reconocen riesgos. Por ello, la TPM en adelante será manejada con prudencia, buscando un balance entre apoyar la recuperación económica y garantizar que la inflación retome el 3% de forma sostenible.

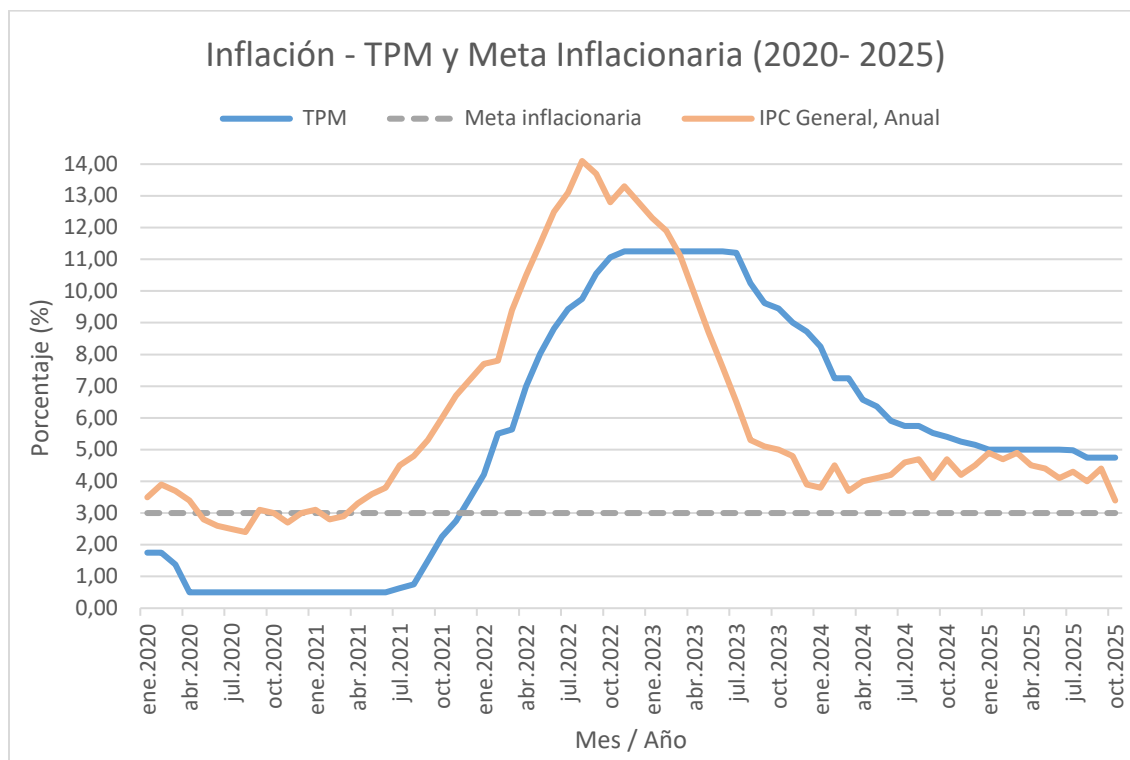


Gráfico: Trayectoria IPC, TPM y Meta Inflacionaria desde enero 2020 hasta octubre 2025. Se puede analizar la subida agresiva del IPC durante el año 2021, seguido de la subida de la TPM y con ello, el efecto de rezago de la política monetaria.

Control inflacionario en Chile: 2025

Las perspectivas para 2025 han mejorado ligeramente en los últimos meses. El Banco Central en su IPoM de marzo 2025 elevó la proyección de crecimiento del PIB para 2025 a un rango de 1,75% - 2,75% (desde un rango previo más bajo). Esto indica que se espera una expansión modesta pero positiva, por encima del crecimiento tendencial estimado (~2%). Varios factores apoyan este pronóstico al alza: Mayor dinamismo de arrastre, la actividad a fines de 2024 resultó más robusta de lo esperado, dando un mejor punto de partida en 2025; Impacto acotado de la incertidumbre externa, si bien ha habido impactos en la economía mundial, debido a guerras (como Israel e Irán) y políticas macroeconómicas que no favorecen el escenario local (como los aranceles impuestos por la administración Trump de E.E.U.U), estos impactos han sido acotados en relación a la magnitud que se esperaba de ellos. Con ello, el BCCh ha podido empezar su recorte de tasas para 2025, esperando que existan por lo menos 2 recortes en este año (en 25pp c.u); y Política monetaria más acomodaticia. Hoy en día, se espera mayor cautela por el BCCh, en términos de reducción de la TPM. Las últimas reuniones de política monetaria indican que la institución seguirá priorizando la confianza y la gradualidad para llegar a la meta inflacionaria sin incurrir en otro desequilibrio macroeconómico.

En cuanto a la inflación, el consenso (Banco Central y mercado) estima que seguirá bajando, pero de forma más gradual hacia la meta. El Banco Central proyecta que la inflación anual descenderá a alrededor de 3,8% en diciembre 2025, todavía por encima del 3%, y que recién alcanzará 3% a inicios de 2026. Esto implica que, por tercer año consecutivo, la meta puntual no se cumpliría estrictamente, aunque sí habría una clara convergencia hacia ella.

Por ello, en la reunión de enero 2025 decidió mantener la TPM en 5%, deteniendo momentáneamente el proceso de recortes. En su comunicado se enfatizó la “necesidad de cautela” y aseguró que evaluará próximos movimientos “teniendo presente la evolución del escenario macroeconómico y la convergencia inflacionaria”. Asimismo, reafirmó su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad para que la inflación proyectada se sitúe en 3% en el horizonte de dos años. Esta situación se ha mantenido de manera gradual, siguiendo específicamente el panorama nacional como el escenario global.

En otras palabras, *no se compromete con seguir bajando la TPM en un calendario fijo*, sino que dependerá de que la inflación siga bajando como espera. Estas pausas preventivas y bajas lentas de la TPM indican que el Banco Central actúa en pro de querer evitar un relajamiento excesivo que pudiese reavivar la inflación.

Riesgos macroeconómicos externos e internos

La incertidumbre mundial sigue siendo uno de los factores principales al momento de hablar de riesgos a nivel local. Las tensiones geopolíticas y comerciales recientes son un fuerte factor de riesgo, por ejemplo, medidas proteccionistas o conflictos armados elevan el riesgo en factores importantes como pueden ser la energía y materias primas. Un dólar que esté globalmente fuerte, en especial hoy en día con el recorte de las tasas FED, encarece las importaciones de combustibles como petróleo e insumos. Esto contribuye directamente a

la depreciación del peso chileno y agrega riesgos en el nivel de precios local, como lo son el encarecimiento de las tarifas eléctricas y las subidas de combustible a nivel nacional. En este contexto “la posibilidad de que se deterioren las condiciones financieras globales sigue siendo un riesgo importante para Chile” según el BCCh. De hecho, aunque la FED ya ha iniciado un período de recorte de tasas, los precios de commodities siguen volátiles, como por ejemplo el cobre que se ha apreciado por restricciones de oferta a nivel global, amenazas de aranceles y otros factores geopolíticos. Estos elementos podrían trasladarse a la economía local vía presión al alza en costos y en el nivel de precios.

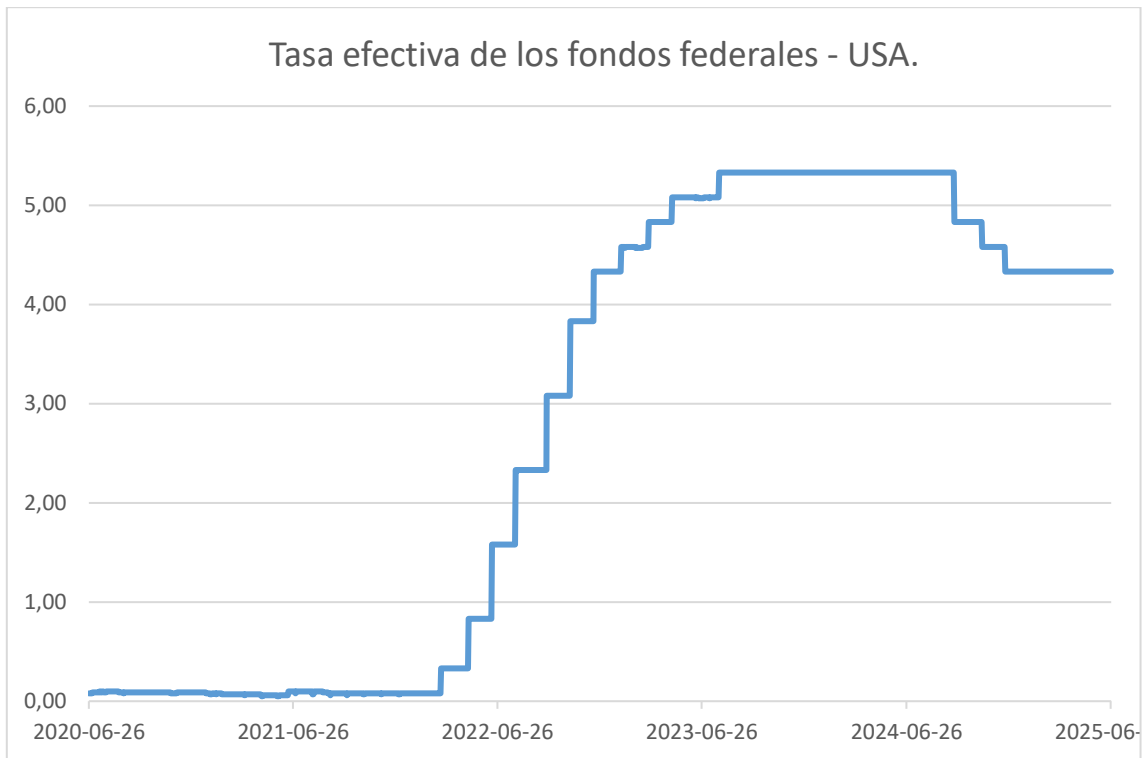


Gráfico: Tasas FED históricas. Partiendo desde el año 2020, para luego ver un fuerte ajuste de las tasas pasado 2022, producto de desajustes estadounidenses como externos (guerra Rusia – Ucrania, desestabilizaciones macroeconómicas).

Cabe resaltar riesgos que podrían desviar la convergencia a la meta inflacionaria de nuestro país. Al alza (riesgos de mayor inflación): un nuevo shock externo (p.ej. recrudecimiento de la guerra u otro evento que dispare petróleo o alimentos) o una depreciación cambiaria mayor por salidas de capital (posiblemente si el entorno político local o global se complica). A la baja (riesgos de menor inflación/crecimiento): una recesión global más intensa por instalación de aranceles de la administración Trump en 2025, que deprima los precios de exportación y la demanda externa; o shocks positivos de oferta (e.g., baja abrupta en precios de energía) que reduzcan la inflación más rápido.

En términos de la dinámica interna, la demanda interna ha sido más dinámica que lo que se prevenía del mercado, aunque en nivel del orden de un crecimiento bajo, del orden del 2%. El consumo y la inversión han crecidos impulsados por alzas salariales recientes y proyectos de inversión ligados a minería y energía, especialmente con el Litio.

Dentro del plano fiscal, las elecciones de noviembre y diciembre 2025 generan ciertas presiones adicionales, ya que, aunque el presupuesto de 2026 plantea un aumento moderado del gasto público (de aproximadamente solo un 1,7% real), existe incertidumbre sobre los ingresos fiscales futuros y sobre las propuestas de recortes de gasto público.

Cualquier déficit mayor al que fuese esperado obligaría a financiar el gasto, aumentando la situación de estrechez fiscal en la que el país está actualmente y alimentaría la inflación. Además, la presión de costos ha aumentado de forma local: reajustes salariales, subidas de sueldo mínimo y ahora recientemente las correcciones tarifarias de la electricidad están aumentando los costos de producción. Todos estos factores implican que la convergencia de la inflación al 3% podría torcerse, particularmente si la demanda no se comporta según lo esperado por el mercado y el Banco Central.

¿Qué decisiones podemos esperar desde el BCCh para el manejo de la TPM?

El reto principal de política monetaria hacia 2025 es lograr que la inflación termine de converger al 3% sin generar contracción estancamiento productivo. Para ello, el Banco Central de Chile deberá calibrar cuidadosamente la TPM, teniendo en cuenta lo siguiente: Mantener una postura vigilante y flexible. El Consejo ha enfatizado que actuará con cautela. En la práctica, esto significa que no se precipitará a seguir bajando la TPM en lo que resta de 2025 y 2026 a menos que la trayectoria de la inflación lo permita con seguridad. La entidad monetaria ya comenzó su proceso de recorte de tasas, aunque esto acompañado de prudencia para no comprometer la estabilidad macroeconómica a noviembre la TPM está en 4,75% y es probable un nuevo recorte de 25 pp en diciembre de 2025.

Por otro lado, la política seguirá siendo flexible: si aparecen sorpresas a la baja en inflación o un enfriamiento económico mayor, el Banco Central retomará recortes de TPM para no asfixiar innecesariamente la actividad. En palabras del propio Consejo, se “irá acumulando información respecto de la marcha de la economía para evaluar la oportunidad en que se reducirá la TPM en los próximos trimestres”.

También deberá evitar descuidar las expectativas. Aunque las expectativas de inflación a dos años se han alineado gradualmente a la meta (gracias a la credibilidad ganada en 2021-2023), un error de política podría desanclarlas. Por eso, el Banco Central debería comunicar claramente su análisis y compromiso. El mantener la meta de 3% a 2 años como guía central es vital. Cualquier desviación prolongada debe ser justificada en los informes (por ejemplo, explicando shocks temporales). La comunicación también debe transmitir que, si la inflación se desvía más de lo tolerable, el Banco actuará incluso revirtiendo bajas de TPM o subiéndola nuevamente si fuese necesario. Este compromiso creíble en sí mismo ayuda a que hogares y empresas no ajusten bruscamente sus expectativas al alza y así, se anclan las expectativas.

Será importante la gradualidad hacia la neutralidad. En la medida que la inflación lo permita, la TPM debería ir convergiendo hacia su nivel “neutral” real hacia fines de 2025 – mediados de 2026 (aproximadamente, para el fin del primer semestre del año 2026 se tiene prevista

la convergencia a la meta inflacionaria). El nivel neutral nominal se ubica cercano a 3,5%-4% (asumiendo 3% inflación y ~0,5%-1% tasa real). Actualmente la TPM está en 4,75%, lo que implica un sesgo aún contractivo ligero. Probablemente, en un escenario base donde la inflación baja a ~3,8% a fines de 2025, el Banco Central podrá reducir algo más la TPM, quizá llevándola a ~4,5% hacia fines de 2025 (acompañando la baja de inflación, así la tasa de interés real se mantiene positiva). Sin embargo, esa última etapa de relajación podría postergarse a 2026 si surgen complicaciones. El Banco Central ya indicó que, si el escenario previsto se concreta, la reducción de la TPM hacia neutral podría ser algo más rápida que lo anticipado, pero siempre condicionada.

Es importante recalcar la relación entre TPM – Inflación. La *Tasa de Política Monetaria* es un instrumento operacional usado por el Banco Central de Chile. Un cambio en la TPM modifica el costo de endeudamiento a través de las tasas de interés para bancos, empresas y hogares, lo que influye en el consumo como también en la inversión. En la práctica, el aumentar la TPM hace que incurrir en crédito y financiamiento sea más caro, por lo que enfría la demanda agregada y por ende, contiene la inflación. Por el contrario, una reducción de la TPM abarata el acceso al crédito y estimula la actividad cuando la inflación está baja. Esto explica en parte por qué la TPM se ajusta en función del comportamiento inflacionario para conducir esta misma hacia la meta.

Seguirá siendo importante la coordinación con política fiscal y otras medidas. Aunque la pregunta se centra en TPM, vale mencionar que alcanzar la meta inflacionaria será más factible si la política fiscal colabora. En 2020-2021, la política fiscal fue expansiva (necesaria por la emergencia, pero luego procíclica exacerbando demanda). Para 2022, el gobierno siguió una trayectoria fiscal prudente, con reducción del déficit ese año. Pero, entre 2023-2025 se ha ido configurando una situación de estrechez fiscal (ver NOTA PEC 22), que ha condicionado que el gasto fiscal se mantenga en línea con los marcos comprometidos, aumentando los déficits fiscales, estructurales y efectivos. Asimismo, el Banco Central podría considerar medidas complementarias si hiciera falta (por ejemplo, intervenciones cambiarias como en 2022 si hubiera una disrupción en el mercado cambiario otra vez). Pero la herramienta principal seguirá siendo la TPM.

Comentarios Finales

En conclusión, el manejo óptimo de la TPM en adelante se puede resumir en *gradualismo, data-dependencia y firmeza en el objetivo*. La TPM debería acompañar la baja inflacionaria, sin apresurarse, probablemente manteniéndose algo contractiva hasta comprobar que la inflación converge a 3%. Si todo evoluciona según lo previsto, hacia fines de 2025 la TPM podría situarse cerca de su neutral nominal (en torno al ~4%), permitiendo a la economía crecer en torno a su tendencia con la inflación ya encarrilada al 3%. El Banco Central ha reafirmado su compromiso de conducir la política monetaria de tal manera que la inflación proyectada esté en 3% a dos años, lo que implica que no dudará en ajustar la TPM en el grado necesario (sea mantenerla, bajándola más lento o incluso subiéndola si

correspondiera) para cumplir dicho objetivo. La credibilidad ganada en estos años es y será su mejor aliada para finalmente lograr la meta del 3% y mantenerla de forma estable, preservando así la estabilidad de precios que tanto beneficia el desarrollo económico de largo plazo.

En síntesis, el panorama inflacionario 2025 es desafiante pero manejable. Desafiante porque la convergencia a 3% tomará tiempo y exige no perder el foco, pero manejable porque las proyecciones muestran una trayectoria descendente clara, lejos de los dos dígitos de 2022. Tanto el Banco Central como analistas prevén que la inflación 2025 se ubicará en torno al 4% y que para finales de 2026 debería estar en la meta técnica de 3%.

De todas formas, es importante mencionar algunos puntos importantes de cara a 2026. Se necesita un fortalecimiento entre la política monetaria y fiscal en términos de generar coordinación a nivel macroeconómico. Como destaca la misma presidenta del Banco Central, Rosanna Costa, una *“economía balanceada con espacios para la política fiscal”* permite absorber shocks externos. Un ejemplo concreto de esta idea sería el poder formular un presupuesto fiscal considerando las proyecciones inflacionarias del IPoM, de modo que este plan fiscal refuerce la estrategia de estabilización de precios, junto con mantener un panorama responsable en términos fiscales y nivel de deuda.

Otro punto importante es mantenido hasta el día de hoy por múltiples entidades, el cual es una gestión fiscal prudente. Se necesita consolidar una disciplina fiscal para evitar las estrecheces fiscales observadas recientemente. El presupuesto de 2026 aprobado recién por el parlamento (del orden de 82,6 billones de pesos) plantea un crecimiento real de aproximadamente 1,7% real, compatible con la meta fiscal (la cual plantea un déficit estructural de 1,1% del PIB). Es fundamental mantener y seguir en esta senda de consolidación, donde no se alimenten y aumenten gastos en períodos electorales y de la misma forma, reforzar y reservar ingresos extraordinarios para regular la deuda y alimentar fondos de estabilización.

Lo más importante es mantener una visión de estado y propuestas adicionales, donde se llame a una visión de largo plazo. Las autoridades deben de priorizar la estabilidad macro como una bandera en común. Una estrategia técnica y reflexiva que implique mantener la autonomía del BC, conducir la meta inflacionaria a su ancla inflacionaria de 3% como también alinear las políticas públicas en torno a este mismo objetivo manteniendo una responsabilidad fiscal.

Bibliografía y referencias

- DIPRES (2025): Informe de Finanzas Públicas 1T-2025
- DIPRES (2025): Indicador del Balance Cíclicamente Ajustado – Metodología y Resultados 2024
- DIPRES (2025): Informe de Estadísticas de la Deuda Pública
- DIPRES (2025): Deuda Bruta del Gobierno Central – Reporte trimestral a diciembre 2024
- Consejo Fiscal Autónomo (2025): Informe sobre desviaciones de las metas de Balance Estructural
- Consejo Fiscal Autónomo (2025): Propuestas del CFA para mejorar las proyecciones de los ingresos fiscales
- Consejo Fiscal Autónomo (2024): Análisis de la actualización de las bases de la política fiscal 2022-2026
- Ministerio de Hacienda (2025): Informe Ejecutivo Mensual a mayo de 2025 del Fondo de Estabilización Económica y Social
- Fondo Monetario Internacional (2024): Chile: Staff Concluding Statement of the 2024 Article IV Mission.
- Easterly, Schmidt-Hebbel (1991): The macroeconomics of public sector deficits: a synthesis.
- Larraín, Costa, Cerda, Villena, Tomaselli (2011). Una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile. (Estudio de Finanzas Públicas)
- Gavin et al. (1996): Managing Fiscal Policy in Latin America and the Caribbean: Volatility, Procyclicality and Limited Creditworthiness
- OCDE (2025) – Global Debt Report 2025
- Banco Central de Chile – Base de Datos Estadísticos
- Banco Central de Chile. (2021, diciembre). *Informe de Política Monetaria (IPoM) - diciembre 2021*. Banco Central de Chile.
- Banco Central de Chile. (2022, junio). *Informe de Política Monetaria (IPoM) - junio 2022*. Banco Central de Chile.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (s.f.). *Repositorio Digital CEPAL*.
- Diario Financiero. (2022, enero 7). *Chile cierra 2021 con la mayor inflación desde 1991*. Diario Financiero.
- Swissinfo. (2024, junio 18). *Banco Central de Chile mantiene tasa clave en 5% y pausa recortes*. Swissinfo.
- Banco Central de Chile. (2023). *Informe de Política Monetaria, diciembre 2023*. Banco Central de Chile.
- Ministerio de Economía, Fomento y Turismo. *Informe económico mensual*. Gobierno de Chile.
- Banco Santander Chile. (2023). *Informe macroeconómico trimestral*. Banco Santander Chile.