

¿SIGUE ANCLADO EL 3%?

LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN CHILENAS ANTE SU SEGUNDA PRUEBA

Carlos Smith C.

Centro de Investigación Empresa y Sociedad (CIES), Universidad del Desarrollo

RESUMEN EJECUTIVO

Este Debate Público se hace una pregunta central: ¿el ancla nominal del 3% del Banco Central de Chile sigue cumpliendo su función de evitar que los shocks transitorios se incorporen de manera persistente en las expectativas de inflación de mediano plazo, tras el shock de 2021–2023 y ante el nuevo shock de oferta de 2026? Para responderla seguimos tres series oficiales: la inflación efectiva (IPC, INE), las expectativas a uno y dos años (EEE y EOF) y la TPM del Banco Central. Los hallazgos:

- El ancla de mediano plazo resistió la primera prueba. Con la inflación efectiva en 14,1% (agosto 2022), las expectativas a dos años subieron solo de forma acotada (EEE hasta 4,0%; EOF hasta 5,1%) y reconvergió en torno a 3%, sin seguir a la inflación efectiva.
- La convergencia fue rápida. La inflación bajó de 12,8% (2022) a 3,9% (2023) y 3,5% (2025), y la TPM se recortó unos 675 puntos base, de 11,25% a 4,5%, sin reanclar al alza las expectativas.
- Pero el ancla es de mediano plazo, no de corto. Tras un mínimo de 2,37% en febrero de 2026, la inflación repuntó a 3,9% en mayo y se proyecta en 4,1% a diciembre (EEE de junio). La inflación de corto plazo se desvía recurrentemente de la meta, lo que eleva los riesgos de indexación, reajustes y efectos de segunda vuelta.
- La fragilidad está en los segmentos donde el ancla siempre fue más débil. La evidencia internacional (Coibion et al., 2020; Kumar et al., 2015; Weber et al., 2022) muestra que hogares y empresas tienen, en promedio, expectativas más altas y dispersas que los operadores financieros, un flanco que las encuestas de profesionales no capturan.
- El valor del ancla es de primer orden y se está probando en vivo. El FMI (2026a) sostiene que son las expectativas bien ancladas las que permiten a Chile mirar a través del shock petrolero de 2026 sin endurecer la política. Es un activo construido en 25 años; perderlo encarecería todo ajuste futuro.

En síntesis: el 3% sigue anclado donde más se mide, el segmento profesional y de mercado a mediano plazo, pero con un margen más estrecho de lo que sugiere el promedio. La política debe blindar el ancla en su flanco débil, hogares, comunicación, independencia y coordinación fiscal, antes de la próxima prueba.

I. CONTEXTO

Un **ancla nominal** es un compromiso público y creíble del banco central con un valor de la inflación hacia el cual las decisiones de precios y salarios pueden coordinarse. En Chile, ese compromiso se institucionalizó con el régimen de metas de inflación. Conviene precisar el objetivo vigente, porque es central para el análisis: el Banco Central conduce su política buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3% (BCCh, marco de metas de inflación, 2020). El compromiso es con ese 3% proyectado a dos años, en un esquema de flotación cambiaria y autonomía del Banco Central; no con una banda de tolerancia formal. El rango de ± 1 punto en torno al 3% que solía citarse es hoy, a lo sumo, una referencia comunicacional, no el objetivo de política. Que el ancla sea el 3% a dos años, y no la inflación de los próximos meses, es precisamente lo que permite que el régimen tolere desvíos transitorios sin perder credibilidad. La pregunta relevante para la política monetaria moderna ya no es solamente cuánto sube la inflación, sino cuán ancladas están las expectativas que la propia inflación futura refleja.

La literatura reorientó el análisis en esa dirección. Bernanke (2007) planteó que el grado de anclaje de las expectativas es una de las variables clave para distinguir un régimen monetario sólido de uno frágil. Coibion et al. (2020) formalizaron el uso de las expectativas como instrumento de política y mostraron que su gestión es tan relevante como el nivel de la tasa. La distinción operativa es nítida: una expectativa anclada no responde de manera persistente ni desproporcionada a shocks transitorios, el agente mira a través del shock, mientras que una desanclada incorpora cada sorpresa de corto plazo al horizonte largo. Natoli y Sigalotti (2018) proponen medir el desanclaje por el co-movimiento de cola entre expectativas de corto y largo plazo; Contreras (2021), del Banco Central de Chile, sistematiza esa evidencia internacional para el caso chileno.

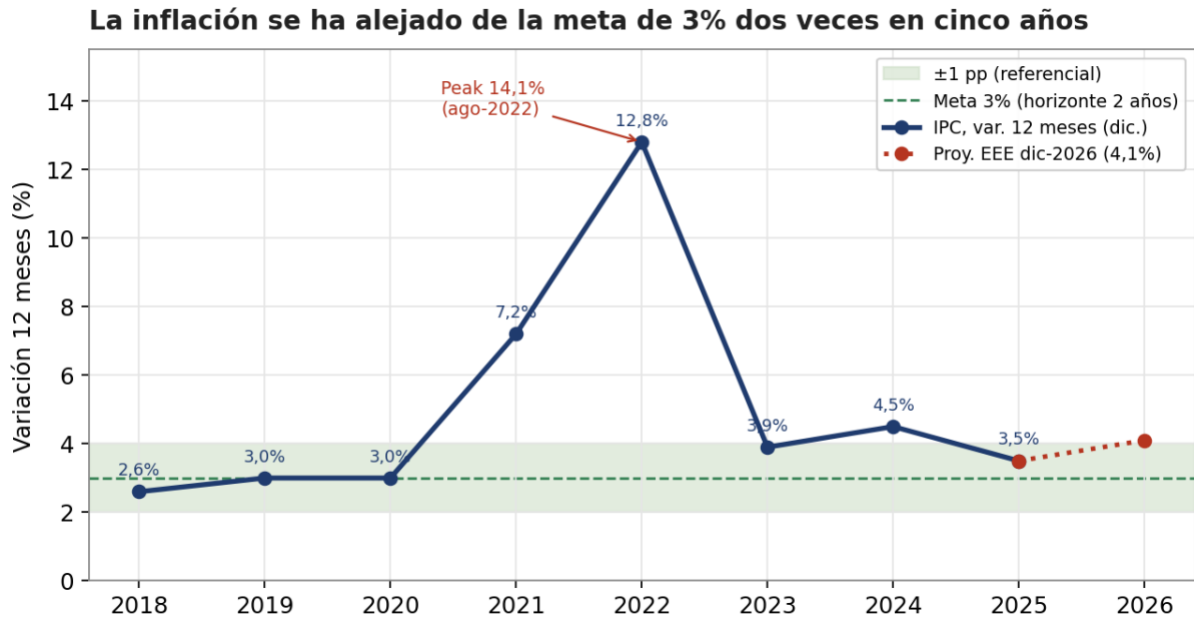
Este documento aplica esa mirada a la experiencia chilena reciente, que ofrece un cuasi-experimento ideal: el mayor shock inflacionario en tres décadas (2021–2023) seguido, sin solución de continuidad, de un segundo shock de oferta en 2026. La pregunta que organiza el análisis es si el ancla del 3% pasó la primera prueba, si está pasando la segunda, y dónde quedan sus puntos débiles.

II. LO QUE SÍ FUNCIONA: EL ANCLA DE MEDIANO PLAZO

Conviene empezar por lo que la evidencia respalda con claridad. Entre 2021 y 2023 la inflación chilena se disparó muy por encima de la meta: tras cerrar 2021 en 7,2%, alcanzó un peak de 14,1% en agosto de 2022 y terminó ese año en 12,8% (Figura 1). Era el escenario en que un ancla débil se rompe. No ocurrió.

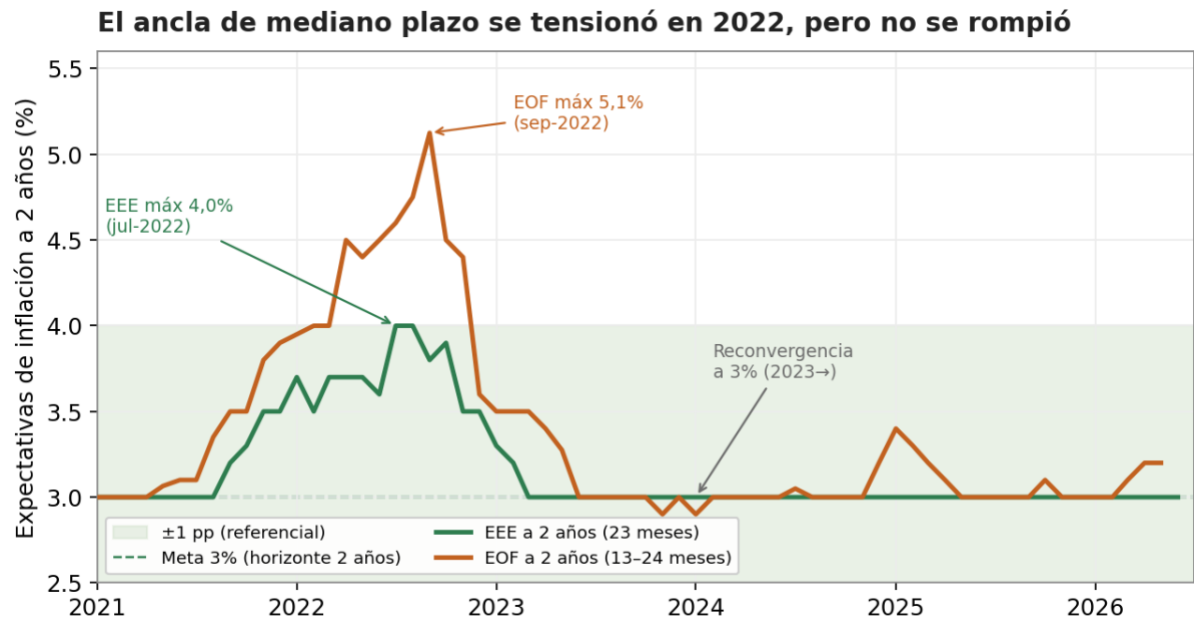
La Figura 2 muestra el resultado central, ahora con las dos encuestas por separado y a frecuencia mensual. Mientras la inflación efectiva subía a dos dígitos, las expectativas a dos años se tensionaron solo de forma acotada: la EEE alcanzó un máximo de 4,0% (julio 2022) y la EOF de 5,1% (septiembre 2022), muy por debajo del 14% efectivo, y ambas reconvergió a 3% hacia 2023 (Cuadro 1). Esa contención, y no una supuesta inmovilidad, es la definición operativa de un ancla que funciona: absorbe parte del shock sin seguirlo. El Banco Central, en su IPoM de diciembre de 2025, y el FMI, en su Artículo IV de mayo de 2026 (2026a), confirma que a 2026 las expectativas a dos años están nuevamente alineadas con la meta.

Figura 1. Inflación efectiva (IPC, var. 12 meses al cierre de año) frente a la meta de 3% (objetivo a un horizonte de dos años)



La franja sombreada de ± 1 pp es solo una referencia visual, no una banda oficial). El peak de 14,1% se registró en agosto de 2022. Fuente: Elaboración propia con datos INE y Banco Central de Chile; 2026 corresponde a la proyección EEE de junio de 2026 (4,1%; revisada a la baja desde 4,3%).

Figura 2. Expectativas de inflación a dos años: EEE (23 meses) y EOF (13 a 24 meses), mediana, dato mensual.



Las series se tensionaron en 2022 (EEE hasta 4,0%; EOF hasta 5,1%, valor de septiembre de 2022 de la serie mensual de la EOF en el BDE) y reconvergió en torno a 3% desde 2023, con desviaciones acotadas posteriores, sin seguir a la inflación efectiva (14,1% en agosto de 2022). Fuente: Elaboración propia con datos Banco Central de Chile, Base de Datos Estadísticos (series F089.IPC.V12.15.M y F089.EOF.VII.S12M.D).

La tercera pieza de evidencia es la propia política monetaria (Figura 3). La preservación del anclaje de las expectativas ayudó a que el Banco Central pudiera subir la TPM hasta 11,25% para combatir la inflación y luego normalizarla en unos 675 puntos base, hasta 4,5% en diciembre de 2025, su nivel más bajo en cuatro años, sin

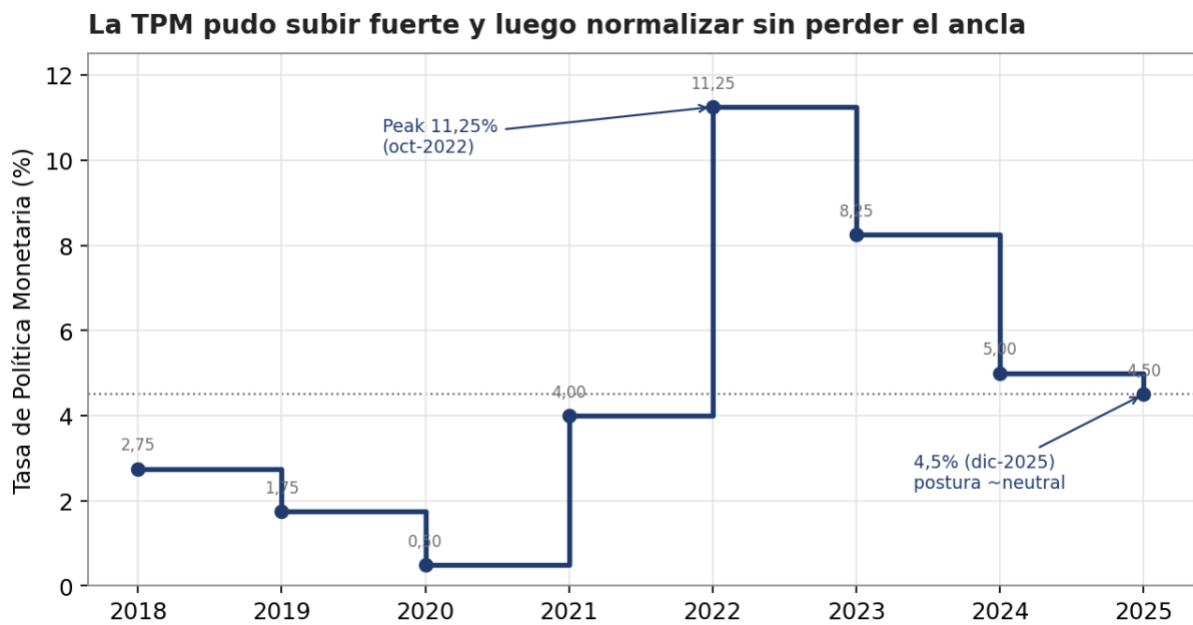
que las expectativas de mediano plazo se desbordaran. En un régimen con expectativas menos ancladas, recortes de esa magnitud habrían tenido mayor riesgo de reactivar las expectativas inflacionarias.

Cuadro 1. Inflación, expectativas a dos años y TPM en momentos clave

Momento	IPC 12m	EEE 2 años	EOF 2 años	TPM
Dic. 2020	3,0%	n.d.	n.d.	0,50%
Dic. 2021	7,2%	3,5%	3,9%	4,00%
Ago. 2022	14,1%	4,0%	4,75%	9,75%
Dic. 2022	12,8%	3,5%	3,6%	11,25%
Dic. 2023	3,9%	3,0%	3,0%	8,25%
Dic. 2024	4,5%	3,0%	3,2%	5,00%
Dic. 2025	3,5%	3,0%	3,0%	4,50%
May. 2026	3,9%	3,0%	3,2%	4,50%

Fuente: Elaboración propia con datos INE (IPC) y Banco Central de Chile, Base de Datos Estadísticos (EEE a 23 meses, EOF a 13 a 24 meses, TPM; expectativas en mediana). n.d.: serie EEE/EOF disponible desde 2021. El peak de inflación (14,1%) es de agosto de 2022 y el de la TPM (11,25%) de octubre de 2022.

Figura 3. Tasa de Política Monetaria al cierre de cada año (peak de 11,25% en octubre de 2022)



Fuente: Elaboración propia con datos Banco Central de Chile.

Cuadro 2. Metas de inflación y shock 2021–2023 en economías latinoamericanas con metas de inflación.

País	Meta de inflación	Peak inflación 12m (mes)	Inflación a dic-2023
Chile	3% (±1 pp ref.)	14,1% (ago-2022)	3,9%
Perú	2% (rango 1–3%)	8,8% (jun-2022)	3,2%
Colombia	3% (rango 2–4%)	13,3% (mar-2023)	9,3%
México	3% (±1 pp)	8,7% (sep-2022)	4,7%

Fuente: Elaboración propia con datos de INE/BCCh (Chile), BCRP (Perú), DANE y Banco de la República (Colombia) e INEGI/Banxico (México). Peak: máxima variación a 12 meses del IPC durante el episodio.

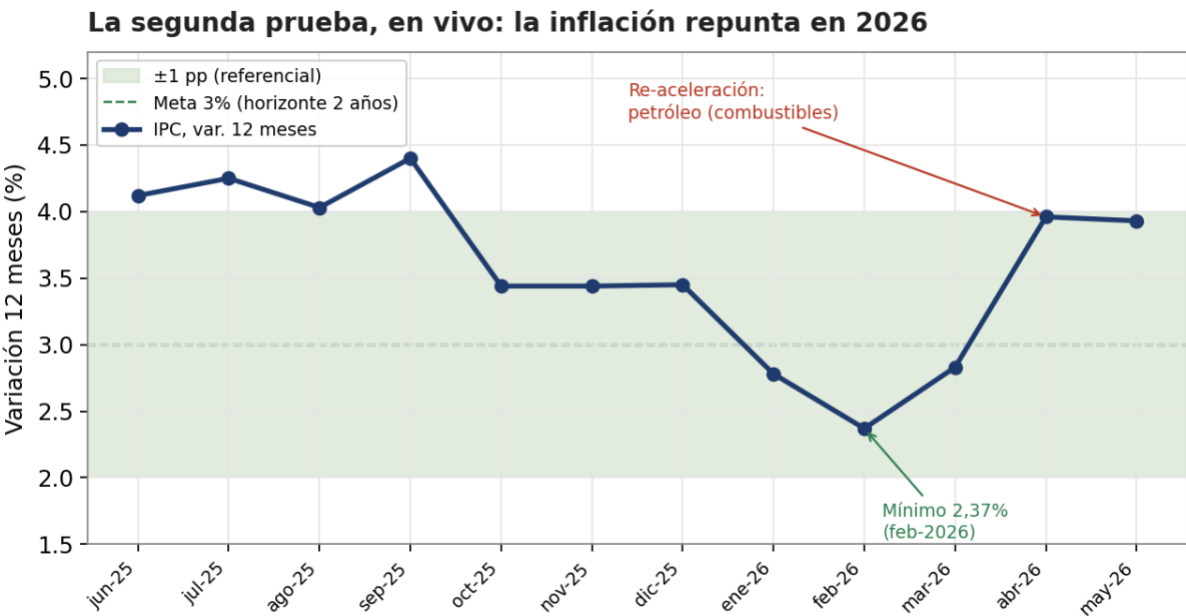
Este desempeño no es casualidad ni un fenómeno solo chileno. El FMI (2026b) atribuye el buen anclaje de América Latina a reformas institucionales iniciadas hace cerca de 25 años, la adopción de metas de inflación, el fortalecimiento de la autonomía de los bancos centrales y el fin de la dominancia fiscal, y subraya que esas expectativas bien fundamentadas limitan la transmisión de los shocks de costos a los precios al consumidor (Cuadro 2)

III. DÓNDE EL ANCLA ES FRÁGIL

El anclaje del promedio de mediano plazo, sin embargo, esconde tres fragilidades que conviene explicitar:

Primero, la inflación y las expectativas de corto plazo se desvían recurrentemente de la meta. El desvío de corto plazo no equivale por sí mismo a un desanclaje: el ancla del régimen es a 24 meses y nada garantiza la inflación de los próximos doce. De hecho, las expectativas a un año de la EOF alcanzaron 9,0% hacia mediados de 2022 (serie mensual de la EOF en el BDE), muy por encima de las de dos años (máximos de 4,0% en la EEE y 5,1% en la EOF); contener el mediano plazo mientras el corto plazo se dispara es justamente lo que un ancla de mediano plazo hace. La fragilidad no está, entonces, en el desvío mismo, sino en su mecanismo de transmisión, que opera aunque las expectativas profesionales sigan ancladas, por dos vías. La primera es mecánica: en una economía donde la UF y las cláusulas de reajuste trasladan la inflación pasada a arriendos, créditos, tarifas y contratos, cada desvío de corto plazo se propaga hacia adelante sin que nadie necesite revisar sus expectativas. La segunda es conductual: hogares y empresas no forman sus expectativas mirando la meta a 24 meses, sino la inflación que experimentan (Weber et al., 2022), de modo que desvíos frecuentes erosionan el ancla precisamente en el segmento donde es más débil. Cuanto más recurrentes los desvíos, mayor es la probabilidad acumulada de reajustes y efectos de segunda vuelta que terminen tensionando el propio mediano plazo. La Figura 4 lo ilustra: tras un mínimo de 2,37% en febrero de 2026, la inflación repuntó a 3,9% en mayo y se proyecta en 4,1% a diciembre (EEE de junio de 2026).

Figura 4. La segunda prueba, en vivo: inflación anual (variación a 12 meses del IPC), dato mensual, entre junio de 2025 y mayo de 2026.



Tras el mínimo de febrero, el shock de petróleo y la depreciación puntual del peso de fines del primer trimestre reacceleran la inflación. Fuente: Elaboración propia con datos INE / Banco Central de Chile.

Segundo, el anclaje es heterogéneo entre agentes. Las series que el Banco Central reporta como “bien ancladas” provienen de operadores financieros y analistas profesionales (EOF, EEE). La literatura internacional es contundente al mostrar que ese no es el universo relevante para la formación de precios y salarios: Kumar, Afrouzi, Coibion y Gorodnichenko (2015) documentan que, incluso en Nueva Zelanda, pionera en metas de inflación, las firmas tienen expectativas que se desvían dramáticamente de las de los profesionales; Weber et al. (2022), sintetizan que las expectativas de hogares y empresas son, en promedio, más altas que las de los analistas profesionales, muestran mucho mayor desacuerdo entre sí y reaccionan más a la inflación pasada que a la meta. En otras palabras, el ancla funciona donde el banco central “habla”, los mercados financieros, pero no necesariamente donde se fijan los precios y los salarios cotidianos: entre los hogares y las empresas. Chile tiene un punto de partida para mirar ese universo con datos propios: la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) del propio Banco Central, aplicada a empresas; su explotación sistemática, junto con una medición regular de expectativas de hogares, permitiría vigilar este flanco con evidencia local y no solo comparada.

Tercero, la credibilidad puede ser asimétrica. La evidencia comparada sugiere que las expectativas reaccionan más a sorpresas inflacionarias al alza que a la baja, y que la dispersión entre pronosticadores, uno de los indicadores estándar de anclaje en la evidencia empírica comparada (FMI, 2018; Kumar et al., 2015), sube en los episodios de shock. Medir estas dimensiones en Chile requiere datos desagregados de expectativas de hogares y la distribución completa de las encuestas, no solo su mediana. Transparentar esa información es condición para vigilar el ancla por su flanco débil.

IV. ¿ES EL SHOCK O ES EL ANCLA?

La pregunta inmediata ante el repunte de 2026 es si refleja un deterioro de credibilidad o, por el contrario, el ancla operando correctamente frente a un shock transitorio. La evidencia apunta a lo segundo. El repunte de la inflación de corto plazo en 2026 es consistente principalmente con factores de oferta identificables, el alza del petróleo asociada al conflicto en Medio Oriente y la depreciación puntual del peso durante el escalamiento del conflicto (el dólar observado subió de \$854 en febrero a \$932 a fines de marzo de 2026, un alza cercana a 9%, cuyo traspaso a precios opera con rezago; desde abril el peso recuperó parte de ese terreno con el precio récord del cobre, aunque en junio volvió a cotizarse sobre \$900), mientras no se observa un deterioro persistente de las expectativas de mediano plazo, que siguen en 3%. Que la inflación a 12 meses suba mientras la de 24 meses no se mueve es consistente con un ancla de mediano plazo que continúa operando: el shock se considera transitorio.

El FMI (2026a) lo formaliza para el caso chileno: dado que las expectativas a dos años permanecen bien ancladas y la postura monetaria es aproximadamente neutral, el alza temporal de la inflación por sobre la meta en 2026 y comienzos de 2027 **no justificaría por sí sola un cambio de la tasa de política**. El propio FMI matiza, eso sí, que la autoridad debería reaccionar si el shock genera efectos de segunda vuelta sobre precios y salarios: tolerar un desvío transitorio no es pasividad. Esa es la diferencia material entre tener y no tener ancla: el mismo shock de costos exige, con ancla, tolerancia, comunicación y vigilancia; con expectativas menos ancladas, aumentaría la probabilidad de que se requiriera una política monetaria más restrictiva, con mayores costos sobre actividad y empleo. Conviene, además, no atribuir todo al exterior: el propio Banco Central, en *Dinámicas y Determinantes de la Inflación en Chile* (2020), subraya el papel del marco de política y de la indexación en la formación de expectativas, de modo que el componente doméstico de la persistencia inflacionaria también debe vigilarse.

V. EL VALOR DEL ANCLA

¿Cuánto vale el ancla? Un contrafactual simple ayuda a dimensionarlo. Considérese el shock de oferta de 2026 bajo dos escenarios. En el escenario real de expectativas ancladas, la inflación sube de forma transitoria (la mediana de la EEE de junio anticipa 4,1% a diciembre de 2026 y el escenario central del IPoM de junio proyecta 4,2%) y la TPM se mantiene en torno a 4,5% (neutral), porque el horizonte de 24 meses no se contamina. En un escenario contrafactual de ancla débil, en el que las expectativas a dos años se contagiaron de las sorpresas de corto plazo, como ocurre con los hogares y las firmas según la evidencia internacional, ese mismo shock elevaría la probabilidad de que el Banco Central debiera subir la tasa de interés para contener los efectos de segunda vuelta sobre precios y salarios. El ajuste tendría un costo en actividad y empleo, cuya magnitud depende de la razón de sacrificio de la economía: cuánto producto debe dejar de generarse para reducir un punto porcentual de inflación.

No ponemos aquí una cifra puntual a ese diferencial, hacerlo con rigor exige estimar la razón de sacrificio chilena y la sensibilidad de las expectativas, y sería un orden de magnitud, no una atribución causal, pero la dirección es consistente con la teoría y con la evidencia disponible: con ancla, el Banco Central puede dejar correr un shock transitorio sin mover la tasa (FMI, 2026a); con expectativas menos ancladas, aumentaría la probabilidad de que el Banco Central deba endurecer la política monetaria para contener efectos de segunda vuelta. El valor del ancla es, entonces, de primer orden, y se acumula con cada shock que la economía absorbe sin reaccionar. En un mundo de shocks de oferta más frecuentes, ese activo vale cada vez más.

En una economía pequeña y abierta, el costo de un desanclaje puede amplificarse por el traspaso cambiario y la indexación. Cuando los agentes interpretan un shock como persistente, aumenta el riesgo de que las variaciones del tipo de cambio y de los costos se propaguen a precios y salarios. Por ello, preservar expectativas alineadas con la meta reduce la probabilidad de efectos de segunda vuelta.

VI. CONCLUSIONES

El ancla del 3% sigue cumpliendo su función esencial. Pasó la primera prueba, el shock de 2021–2023: las expectativas de mediano plazo se tensionaron de forma acotada y luego reconvergió hacia 3%, lo que permitió una baja ordenada de la inflación y un ciclo de recortes de 675 puntos base; y está pasando la segunda prueba, el shock de oferta de 2026, al permitir que la inflación repunte de forma transitoria sin obligar a un endurecimiento. Es un activo institucional real, construido en 25 años.

Pero el anclaje es más estrecho de lo que sugiere el promedio. La inflación de corto plazo se desvía recurrentemente de la meta, con riesgos de indexación, reajustes y efectos de segunda vuelta; el ancla es sólida entre operadores financieros y profesionales, pero la evidencia comparada advierte que hogares y empresas son su flanco débil; y la credibilidad puede ser asimétrica. La frecuencia creciente de shocks de oferta convierte esos puntos débiles en un riesgo de primer orden. La política debe blindar el ancla antes de la próxima prueba, no después.

RECOMENDACIONES DE POLÍTICA

El diagnóstico conduce a dos recomendaciones: mantener el ancla donde está y comunicarla mejor a quienes hoy menos la conocen.

Primera, mantener el ancla donde está. La conclusión central de este documento es que la meta de 3% a un horizonte de dos años, con flotación cambiaria, autonomía del Banco Central y responsabilidad fiscal, acaba de pasar dos pruebas mayores sin perder credibilidad. Ese activo, construido en 25 años, no debe recalibrarse: revisar la meta, su horizonte o el esquema en medio de shocks de oferta recurrentes reabrirla una incertidumbre que hoy no existe, y la evidencia regional atribuye el buen anclaje precisamente a la continuidad institucional, metas de inflación, bancos centrales autónomos y ausencia de dominancia fiscal (FMI, 2026b). Mantener el ancla exige, además, protegerla desde fuera de la política monetaria: la lección de 2020–2021, cuando los retiros y las transferencias impulsaron un exceso de gasto que contribuyó al desborde inflacionario, es que la demanda agregada puede desanclar lo que la tasa de política ancla. Preservar el *statu-quo* institucional no es inercia; es la recomendación con mejor respaldo empírico disponible.

Segunda, mejorar la comunicación del anclaje con el público. El ancla es sólida donde el Banco Central habla, los mercados y los analistas, pero más débil donde se forman los precios y salarios cotidianos: los hogares y las pymes. Publicar junto con cada IPoM un resumen breve en lenguaje no técnico, que explique la meta (3%), su horizonte (dos años) y la trayectoria esperada de la inflación, difundido por el programa Central en tu Vida y por medios masivos, atacaría directamente ese flanco. La evidencia internacional respalda esta vía: el Banco de Inglaterra publica desde 2017 un resumen visual y simplificado de su informe de inflación, y estudios experimentales posteriores muestran que ese tipo de formatos mejora la comprensión y la confianza en el mensaje (Bholat et al., 2019); Coibion, Gorodnichenko y Weber (2022) muestran que mensajes simples sobre la meta y el pronóstico del banco central mueven las expectativas de los hogares.

Las dos recomendaciones se refuerzan mutuamente: el ancla se preserva ejerciéndola y explicándola. El 3% ya pasó dos pruebas; la tarea de la política es llegar a la tercera con la misma ancla y con más público que la entienda.

VII. REFERENCIAS

Banco Central de Chile (2025). Informe de Política Monetaria (IPoM), diciembre de 2025.

Banco Central de Chile. Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y Encuesta de Operadores Financieros (EOF), varias ediciones 2020–2026; en particular EEE de junio de 2026.

Banco Central de Chile (2020). Dinámicas y Determinantes de la Inflación en Chile. Diciembre 2020.

Banco Central de Chile (2020). La Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación.

Bernanke, B. (2007). Inflation Expectations and Inflation Forecasting. Discurso, Monetary Economics Workshop, NBER.

- Bholat, D., Broughton, N., Ter Meer, J. y Walczak, E. (2019). Enhancing Central Bank Communications Using Simple and Relatable Information. *Journal of Monetary Economics*, 108, 1–15.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kumar, S. y Pedemonte, M. (2020). Inflation Expectations as a Policy Tool? *Journal of International Economics*, 124, 103297. (NBER Working Paper 24788, 2018.)
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. y Weber, M. (2022). Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations. *Journal of Political Economy*, 130(6), 1537–1584.
- Contreras, G. (2021). Desanclaje de expectativas de inflación: evidencia internacional. Banco Central de Chile (mimeo).
- Fondo Monetario Internacional (2026a). Chile: Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission, 4 de mayo de 2026.
- Fondo Monetario Internacional (2026b). Anchored Inflation Expectations Help Latin America Weather the Oil Shock. IMF Blog, 26 de mayo de 2026.
- Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Índice de Precios al Consumidor (IPC), series 2018–2026.
- Kumar, S., Afrouzi, H., Coibion, O. y Gorodnichenko, Y. (2015). Inflation Targeting Does Not Anchor Inflation Expectations: Evidence from Firms in New Zealand. *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Natoli, F. y Sigalotti, L. (2018). Tail Co-movement in Inflation Expectations as an Indicator of Anchoring. *International Journal of Central Banking*, 14(1), 35–71.
- Weber, M., D’Acunto, F., Gorodnichenko, Y. y Coibion, O. (2022). The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms: Measurement, Determinants, and Implications. *Journal of Economic Perspectives*, 36(3), 157–184.