

LA COLUMNA DE...

**ALFREDO
COUTIÑO**DIRECTOR PARA
AMÉRICA LATINA EN
MOODY'S ANALYTICS

El problema en Chile no es la inflación: es la receta monetaria

Chile no ha logrado la convergencia inflacionaria desde 2020, después de la depresión de precios ocasionada por la pandemia, a pesar de haber tenido dos años de condiciones monetarias en terreno restrictivo. La economía se encuentra funcionando a una velocidad aún por encima de su potencial, con un crónico exceso de demanda, y con una inflación subyacente más cerca de 4% que de 3%. El problema no es la terquedad de la inflación sino la insuficiencia de la receta monetaria.

Después de haber apretado las condiciones monetarias hasta su máximo nivel de restricción, desde mediados de 2022 hasta mediados de 2023, el Banco Central se apresuró a disminuir el grado de restricción en el siguiente año para llevarlas a territorio neutral en la segunda mitad de 2024. Ciertamente, el instituto emisor empezó a relajar el freno monetario cuando la

inflación aún se encontraba a una tasa de casi el triple de la tasa objetivo de 3%, es decir a mediados de 2023.

Un primer problema fue que el retiro del freno monetario se dio de manera acelerada, iniciando con un recorte de la tasa de 100 puntos base para rápidamente acumular un recorte de 300 puntos en la segunda mitad de 2023. El segundo problema fue la prisa del banco por retirar todo el freno en la primera mitad de 2024, cuando la inflación subyacente no había logrado la convergencia al objetivo.

La sorpresa vino cuando al retirar el freno monetario, en la segunda mitad de 2024, la inflación empezó a torcer al alza. Esto evidencia dos cosas. Primero, el retiro monetario fue prematuro, ya que el grado de restricción no fue suficiente para consolidar la tendencia decreciente de la inflación.

Segundo, la disminución acelerada del

“El retiro monetario fue prematuro, ya que el grado de restricción no fue suficiente para consolidar la tendencia decreciente de la inflación. Y la disminución acelerada del grado de restricción ocasionó un ajuste incompleto”.

grado de restricción ocasionó un ajuste monetario incompleto, ya que no permitió la convergencia inflacionaria al objetivo. Esto hizo que la dosis monetaria no fuera la correcta para curar el problema inflacionario.

El ajuste monetario fue incompleto porque la economía corre por encima de su

velocidad crucero. Esto se confirma porque la brecha del producto permanece positiva y se mantuvo en 0,3% del PIB potencial en el primer trimestre. Esto tiene relevancia porque la brecha positiva ha crecido ligeramente desde el tercer trimestre de 2024, precisamente cuando las condiciones monetarias entraron en el rango de neutralidad. Esto significa que la brecha de tasas, medida como la diferencia entre la tasa real ex-ante y el límite superior de neutralidad (1,6% estimada por el Banco Central), es negativa con un valor que ha oscilado alrededor de 25 puntos base en 2025.

El que la economía continúe corriendo a una velocidad superior a su potencial es resultado de la existencia de un exceso de demanda interna, el cual incluso aumentó a 1,8% del PIB en el primer trimestre desde 1,3% en el tercer trimestre de 2024 cuando la política monetaria entró en terreno neu-

tral. Esto da evidencia fehaciente de que el Banco Central se precipitó en el retiro del freno monetario y no permitió completar el ajuste. Por lo que si la economía continúa corriendo a su velocidad potencial, estimada en 2,2%, el exceso de demanda persistirá y la economía no logrará la convergencia inflacionaria en 2025.