

DOCUMENTO DE TRABAJO N°44

La política monetaria en Chile a la luz de referencias cuantitativas

Valentina Apablaza
Mauricio Villena

JULIO 2026

FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y ECONOMÍA



La política monetaria en Chile a la luz de referencias cuantitativas

Valentina Apablaza ¹ & Mauricio Villena ²

Resumen

- Este informe evalúa la conducción de la política monetaria en Chile mediante una comparación sistemática entre la Tasa de Política Monetaria (TPM) efectiva y dos referencias cuantitativas: la Regla de Taylor estándar y una adaptación trimestral del modelo econométrico de Apablaza y Ortiz (2024). El análisis utiliza información desde 2001T3 hasta 2026T1 e incorpora una proyección para 2026T2 construida con expectativas de mercado sobre actividad e inflación.
- El ejercicio de la Regla de Taylor considera 16 variantes obtenidas al combinar cuatro medidas de brecha inflacionaria —inflación total, inflación sin volátiles y expectativas de inflación a 11 y 23 meses— y cuatro medidas de brecha de actividad —PIB y PIB no minero, con y sin desestacionalización—. La especificación econométrica preferida, por su parte, utiliza expectativas de inflación a 11 meses, la brecha del PIB no minero desestacionalizado, expectativas de depreciación, variables dicotómicas para episodios excepcionales y un rezago de la TPM.
- Para 2026T2, las distintas variantes de la Regla de Taylor prescriben una TPM entre 2,90% y 3,98%, con un promedio de 3,42%. La aplicación de la función de reacción estimada a los fundamentos proyectados para 2026T2 entrega una predicción condicional de 4,40%. A su vez, las evaluaciones de las proyecciones fuera-de-muestra de los métodos recursivo y rolling se ubican en 4,40% y 4,28%, respectivamente.
- La actual Tasa de Política Monetaria de 4,50% se encuentra por encima de todas estas estimaciones puntuales, aunque permanece dentro de los intervalos de predicción al 80% del modelo.
- La lectura conjunta sugiere que la postura monetaria mantiene un sesgo restrictivo respecto de las referencias cuantitativas. Dado que las decisiones de TPM suelen implementarse en incrementos discretos de 25 puntos base, un recorte hasta 4,25% constituye el movimiento operacional más cercano a la señal conjunta de las tasas referenciales, en vista del debilitamiento de la actividad económica en medio de una brecha de inflación positiva pero acotada.
- Este ajuste es algo mayor que la reducción de 10 a 22 puntos base sugerida por las predicciones centrales del modelo econométrico, pero permanece dentro de sus intervalos de predicción. Una reducción más agresiva no está respaldada de manera uniforme. En cualquier caso, las diferencias entre la TPM efectiva y las reglas deben leerse como indicadores de postura y timing, no como errores en la conducción de la política monetaria en Chile.

¹ Investigadora del Observatorio del Contexto Económico de la Universidad Diego Portales (OCEC UDP).

² Decano de la Facultad de Administración y Economía de la Universidad Diego Portales (UDP).

I. Introducción

Desde la consolidación del régimen de metas de inflación, la política monetaria chilena se ha apoyado en una meta explícita de 3% anual, un tipo de cambio flexible y una comunicación sistemática de las decisiones del Banco Central. Este marco no implica que la autoridad siga una ecuación predeterminada; sí permite, sin embargo, evaluar ex post si la trayectoria de la TPM ha sido coherente con movimientos de la inflación y de la actividad económica como lo sugiere la teoría económica.

La Regla de Taylor ofrece un benchmark sencillo para esa evaluación. Su atractivo no reside en reemplazar modelos estructurales, proyecciones, ni juicio experto, sino en condensar en una sola tasa de referencia la respuesta convencional a dos brechas: la distancia entre la inflación y la meta, y la distancia entre el producto efectivo y su potencial. En ausencia de ambas brechas, es decir, un escenario de “equilibrio económico”, la regla de Taylor sugiere que la TPM converge a su nivel neutral. Sin embargo, en cualquier otro escenario, la existencia de brechas de inflación y/o actividad económica inducen a una postura activa de la TPM, que adopta un sesgo restrictivo cuando se encuentra por sobre su nivel neutral, y adopta un sesgo expansivo cuando se ubica por debajo de su nivel neutral.

Si bien la Regla de Taylor destaca por su simplicidad, su calibración original no fue diseñada específicamente para Chile. La ponderación de 0,5 asignada a cada brecha constituye un benchmark convencional y no necesariamente reproduce la función de reacción del Banco Central de Chile, cuyo objetivo prioritario es la estabilidad de precios. La brecha de actividad sigue siendo relevante, pero principalmente por la información que contiene sobre presiones inflacionarias presentes y futuras.

En este contexto, una segunda referencia cuantitativa utilizada en este documento es una adaptación del modelo econométrico presentado en Apablaza y Ortiz (2024). De esta forma, se deja que la misma historia contenida en las series de tiempo revele la importancia relativa que se otorga a la brecha de inflación y a la brecha de actividad en la conducción de la política monetaria en Chile. Este enfoque permite a su vez modelar la alta persistencia que afecta la TPM, controlar desviaciones del comportamiento sistemático en respuesta a perturbaciones atípicas como ocurrió durante la Crisis Financiera y el COVID-19 y corregir -parcialmente- el problema de variables omitidas, por ejemplo, a partir de la inclusión de las expectativas de depreciación.

Los resultados muestran que una regla simple resulta informativa, pero no puede interpretarse como una descripción mecánica de las decisiones del Banco Central. De todos modos, estas reglas pueden constituir un elemento de influencia en el componente discrecional de la decisión de la autoridad monetaria, al capturar -en mayor o menor medida- la sensibilidad de la política monetaria frente a los principales desequilibrios que afectan la economía.

La especificación preferida muestra una elevada persistencia de la TPM: el coeficiente de la tasa rezagada es 0,831. Las expectativas de inflación a 11 meses, la brecha del PIB no minero desestacionalizado y la brecha de depreciación esperada presentan coeficientes positivos y estadísticamente significativos bajo los errores estándar MCO convencionales reportados. En el largo plazo, la respuesta reducida a la brecha inflacionaria es superior a la unidad, aunque su magnitud debe interpretarse con cautela por tratarse de una función de reacción descriptiva y no de una estimación estructural de las preferencias del Banco Central.

En conjunto, los resultados sugieren que la política monetaria chilena reacciona de manera gradual, con una fuerte inercia y una respuesta acumulada relevante frente a desviaciones persistentes de la inflación esperada. Las diferencias entre la TPM efectiva y las reglas deben leerse como indicadores de postura y timing, no como errores automáticos de política.

El documento se organiza de la siguiente manera. La sección II presenta el marco teórico de las referencias cuantitativas. La sección III describe la base de datos, su construcción y sus limitaciones. La sección IV analiza los resultados de la Regla de Taylor y de la función de reacción estimada. La sección V concluye y discute las implicancias de política económica.

II. Marco teórico

1) Regla de Taylor (1993)

La Regla de Taylor (1993) surgió como una descripción empírica de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos y rápidamente se convirtió en un benchmark estándar para evaluar la conducción de la política monetaria en economías desarrolladas y emergentes.

En su formulación estándar, la regla de Taylor puede escribirse como:

$$i_t^T = \pi_t + r_t^* + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta \tilde{y}_t \quad (1)$$

donde i_t^T es la tasa nominal prescrita por la regla; π_t es la inflación anual promedio del trimestre; r_t^* es la tasa real neutral; π^* es la meta de inflación; $\tilde{y}_t$ es la brecha del producto; y α y β son los coeficientes de respuesta a las brechas inflacionaria y de actividad, respectivamente.

En su calibración original, la regla asigna $\alpha = 0,5$ y $\beta = 0,5$. Taylor (1993) utilizó además una tasa real neutral y una meta de inflación iguales a 2%. Para Chile se mantiene la ponderación convencional de las brechas, pero se reemplaza la meta de inflación por 3% anual y se utiliza una tasa real neutral variable en el tiempo.

Así, por ejemplo, un aumento de un punto porcentual en la inflación anual eleva la tasa nominal prescrita por la regla en 1,5 puntos: uno por la inflación incluida directamente en la ecuación y 0,5 por la brecha inflacionaria. De esta forma, se satisface el principio de Taylor que implica una respuesta nominal más que proporcional a la inflación.

Para propósitos de este documento, la aplicación de la regla de Taylor para el caso chileno requiere las siguientes consideraciones. En primer lugar, se considera una meta de inflación anual de 3%. Por otra parte, se utiliza una tasa de interés real neutral que varía a lo largo del tiempo.

Respecto de la brecha de inflación, se evalúan cuatro escenarios. Los dos enfoques contemporáneos utilizan la variación anual del IPC total y del IPC sin volátiles. Los dos enfoques forward-looking utilizan las expectativas de inflación anual a 11 y 23 meses reportadas en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile. Esta comparación permite distinguir entre señales sujetas a shocks transitorios y expectativas más ancladas.

Por último, se utilizan estimaciones propias de la brecha de actividad económica, de modo que:

$$\tilde{y}_t = 100 [\ln(Y_t) - \ln(Y_t^{HP})] \quad (2)$$

donde Y_t corresponde al PIB real observado y Y_t^{HP} a su componente tendencial, estimado mediante el filtro Hodrick-Prescott aplicado al logaritmo de la serie. La

diferencia logarítmica multiplicada por 100 aproxima la brecha porcentual del producto.

2) Modelación empírica de Apablaza y Ortiz (2024)

Apablaza y Ortiz (2024) presentan un modelo mensual para caracterizar el comportamiento sistemático de la TPM frente a desequilibrios que pueden amenazar la estabilidad de precios y el normal funcionamiento de los pagos. Para este informe, la especificación se adapta a frecuencia trimestral y se expresa como:

$$TPM_t = c + \rho TPM_{t-1} + \gamma_\pi \text{gap}_\pi + \gamma_y \tilde{y}_t + \gamma_e \text{gape}_t + \delta_{09} D_{09,t} + \delta_{21} D_{21,t} + \varepsilon_t \quad (3)$$

En esta ecuación, TPM_t es la tasa promedio del trimestre; gap_π es la brecha entre la inflación relevante y la meta de 3%; $\tilde{y}_t$ es la brecha del producto; gape_t corresponde a la diferencia, medida en pesos por dólar, entre el tipo de cambio esperado a 11 meses y el tipo de cambio observado; D_{09} y D_{21} controlan episodios excepcionales; y ρ recoge la suavización de tasas. Un valor positivo de gape_t indica una depreciación esperada. La especificación preferida utiliza la expectativa de inflación a 11 meses y la brecha del PIB no minero desestacionalizado.

La inclusión de la depreciación esperada reconoce la relevancia del tipo de cambio en una economía pequeña y abierta. Una ampliación positiva de la brecha entre el tipo de cambio esperado y el observado puede anticipar presiones sobre la inflación de bienes transables y sobre las condiciones financieras, por lo que su coeficiente esperado es positivo.

Se incluyen además variables dicotómicas para episodios en los que la TPM se apartó de su dinámica habitual. D_{09} controla la reducción acumulada de 775 puntos base entre diciembre de 2008 y agosto de 2009, mientras D_{21} recoge el ciclo de normalización iniciado en 2021, que culminó con un aumento acumulado de 1.075 puntos base hasta noviembre de 2022.

La adaptación trimestral reemplaza el IMACEC no minero por el PIB no minero desestacionalizado. De esta forma, la función de reacción y la Regla de Taylor utilizan una medición coherente de la holgura de actividad, aunque debe recordarse que la brecha HP es una estimación ex post y revisable.

III. Datos

La base contiene 99 observaciones trimestrales entre 2001T3 y 2026T1, obtenidas principalmente de la Base de Datos Estadísticos del Banco Central de Chile. La TPM corresponde al promedio de cada trimestre. Debido a la inclusión de un rezago de la tasa, las regresiones utilizan 98 observaciones efectivas. La proyección de 2026T2 se agrega únicamente para construir las referencias más recientes y no forma parte de la muestra de estimación.

Las medidas de inflación se construyen a partir de la variación anual del promedio trimestral del IPC total y del IPC sin volátiles, y del promedio trimestral de las expectativas de inflación anual a 11 y 23 meses de la Encuesta de Expectativas Económicas. La meta se fija en 3% durante toda la muestra, en línea con el objetivo operacional de inflación del Banco Central de Chile.

La actividad se captura mediante el PIB real y el PIB no minero, expresados en miles de millones de pesos encadenados de 2018, tanto en series originales como desestacionalizadas. El producto tendencial se obtiene aplicando un filtro Hodrick-Prescott bilateral al logaritmo de cada serie. Esta decisión permite una interpretación porcentual aproximada de la brecha, pero vuelve especialmente sensibles las observaciones del final de la muestra a nuevas publicaciones y revisiones del PIB.

La tasa real neutral se construye a partir de estimaciones publicadas en distintos Informes de Política Monetaria y en Fuentes y Gredig (2008), Ceballos, Fornero y Gatty (2017) y Aldunate et al. (2019). Para 2026 se utiliza una tasa real neutral de 1,2%, lo que implica una referencia nominal neutral cercana a 4,2% cuando la inflación se encuentra en la meta.

A la fecha de elaboración del informe no se dispone de una medición oficial del PIB para 2026T2. Para aproximarla se utiliza la variación anual del IMACEC prevista por la Encuesta de Expectativas Económicas para junio de 2026 —1,2% para el IMACEC total y 1,1% para el no minero— y se combinan estas cifras con la información de abril y mayo. El procedimiento supone variaciones anuales de -0,3%, 0,7%, -0,3% y 0,8% para el PIB, PIB no minero, PIB desestacionalizado y PIB no minero desestacionalizado, respectivamente.

Las tasas prescritas se calculan sin imponer un piso de cero. Por ello, las reglas pueden producir valores negativos en recesiones extremas. Estos resultados

representan la intensidad del estímulo sugerido por la ecuación y no necesariamente una tasa nominal operacionalmente factible.

IV. Resultados

1) Regla de Taylor

La Tabla 1 compara la volatilidad de las dieciséis variantes de la Regla de Taylor evaluadas en este informe, al considerar diversas mediciones para la actividad económica y la inflación, respectivamente. Este ejercicio muestra que:

- Las prescripciones son más volátiles cuando la brecha de inflación se calcula con inflación observada -es decir, bajo un enfoque contemporáneo-, respecto a los escenarios que utilizan expectativas de inflación – es decir, bajo un enfoque forward-looking-, lo que refleja el mayor anclaje y la menor variabilidad de estas últimas respecto a la meta.
- Dentro de cada enfoque, el uso de inflación total genera más volatilidad que el uso de la inflación sin volátiles, en línea con una medición más sensible a perturbaciones que no necesariamente responden al ciclo económico. Además, las prescripciones que utilizan expectativas a 11 meses presentan mayor volatilidad que las expectativas a 23 meses, en línea con un menor anclaje de expectativas en el más corto plazo.
- Las brechas de actividad construidas con series no desestacionalizadas también elevan la volatilidad de la tasa prescrita, respecto a aquellas prescripciones que responden a series de actividad desestacionalizada, porque incorporan movimientos estacionales que no corresponden necesariamente al ciclo económico.
- Finalmente, el uso del PIB no minero en la brecha de actividad produce tasas algo más volátiles que el PIB agregado, consistente con una mayor sensibilidad de esa medida al ciclo doméstico.
- La diferencia entre la especificación más y la menos volátil ---2,67 puntos con inflación total y PIB no minero, frente a 1,53 puntos con expectativas a 23 meses y PIB desestacionalizado--- equivale a casi 1,1 puntos porcentuales de desviación estándar. Esto muestra que la elección de los indicadores que capturan la actividad económica y la inflación no es un detalle técnico menor: condiciona de forma material cuán agresiva resulta la señal de política que entrega la regla ante un mismo estado de la economía.

Tabla 1
Desviación estándar de la tasa de interés determinada por la Regla de Taylor
para el período 2001T3 a 2026T1

		Brecha de actividad real			
		PIB	PIB No Minero	PIB desestacionalizado	PIB No Minero desestacionalizado
Brecha de inflación anual	Inflación	2,54	2,67	2,04	2,23
	Inflación Sin Volátiles	2,30	2,42	1,73	1,92
	Expectativa a 11 meses	2,19	2,27	1,59	1,75
	Expectativa a 23 meses	2,15	2,21	1,53	1,66

Fuente: Elaboración propia.

La Tabla 2 resume la correlación histórica existente entre la tasa prescrita por la Regla de Taylor en cada uno de los escenarios estudiados y la TPM efectiva para el periodo 2001T3 a 2026T1. Este ejercicio muestra que:

- La concordancia con la TPM efectiva es mayor cuando se utilizan brechas de actividad desestacionalizadas, respecto a brechas de actividad que no corrigen por factores estacionales.
- La correlación alcanza 0,66 en la combinación de inflación total y PIB no minero desestacionalizado, pero disminuye a 0,34 cuando se utilizan expectativas a 23 meses. Este patrón es consistente con una TPM que responde a información de corto plazo, pero con una dinámica mucho más suave que la regla contemporánea.
- La menor correlación de las expectativas de largo plazo no implica que sean irrelevantes; refleja que permanecen relativamente ancladas y, por tanto, explican menos de la variación trimestral de la tasa.
- El rango de correlaciones observado (0,19 a 0,66) es igualmente informativo: ninguna especificación por sí sola explica más de dos tercios de la variación trimestral de la TPM efectiva. Esto confirma que la Regla de Taylor debe leerse como un benchmark orientador de la postura de política, no como una descripción completa del proceso de decisión del Banco Central, cuyo

reglamento de política incorpora además juicio experto, proyecciones estructurales y consideraciones de balance de riesgos que la regla, por construcción, no captura.

Tabla 2
Correlación entre la TPM efectiva y la tasa prescrita por la Regla de Taylor,
2001T3–2026T1

		Brecha de actividad real			
		PIB	PIB No Minero	PIB desestacionalizado	PIB No Minero desestacionalizado
Brecha de inflación anual	Inflación	0,52	0,56	0,64	0,66
	Inflación Sin Volátiles	0,48	0,52	0,62	0,65
	Expectativa a 11 meses	0,29	0,35	0,39	0,45
	Expectativa a 23 meses	0,19	0,26	0,26	0,34

Fuente: Elaboración propia.

La Tabla 3 define la desviación promedio de la TPM efectiva respecto a la tasa prescrita por la Regla de Taylor en cada una de las especificaciones estudiadas, definida como la diferencia existente entre TPM efectiva menos la tasa de la regla de Taylor. De esta forma, los valores negativos indican que, en promedio, la TPM efectiva se ha ubicado por debajo del benchmark.

La brecha promedio fluctúa entre -1,15 y -0,81 puntos porcentuales. La diferencia es mayor bajo las medidas contemporáneas de inflación y menor cuando se emplean expectativas a 23 meses. Este resultado resume una discrepancia media entre la TPM efectiva y la tasa prescrita por la regla de Taylor, pero oculta cambios importantes de signo y magnitud entre distintos episodios macroeconómicos. De todos modos, los resultados son consistentes con una conducción de política monetaria que contiene un componente discrecional no capturado por las referencias cuantitativas.

Tabla 3
Desviación promedio de la TPM efectiva respecto de la tasa prescrita por la
Regla de Taylor, 2001T3–2026T1

		Brecha de actividad real			
		PIB	PIB No Minero	PIB desestacionalizado	PIB No Minero desestacionalizado
Brecha de inflación anual	Inflación	-1,15	-1,14	-1,16	-1,15
	Inflación Sin Volátiles	-1,11	-1,10	-1,12	-1,11
	Expectativa a 11 meses	-0,92	-0,91	-0,92	-0,91
	Expectativa a 23 meses	-0,82	-0,81	-0,82	-0,81

Fuente: Elaboración propia.

La Tabla 4 presenta las prescripciones para 2026T2 bajo las dieciséis combinaciones de brechas estudiadas. Este ejercicio, sugiere que la tasa consistente con los desequilibrios actuales se ubica entre 2,90% y 3,98%, con un promedio de 3,42%, acorde a la regla de Taylor estándar. En consecuencia, la TPM efectiva de 4,50% se sitúa entre 0,52 y 1,60 puntos porcentuales por encima de la regla. Todas las variantes se encuentran por debajo de la referencia nominal neutral de aproximadamente 4,2%, debido a que la brecha de actividad proyectada es negativa y domina a la brecha inflacionaria, que es positiva pero acotada.

Tabla 4
Tasa de interés determinada por la Regla de Taylor para el segundo trimestre
de 2026

		Brecha de actividad real			
		PIB	PIB No Minero	PIB desestacionalizado	PIB No Minero desestacionalizado
Brecha de inflación anual	Inflación	3,44	3,51	3,98	3,98
	Inflación Sin Volátiles	3,07	3,15	3,61	3,62
	Expectativa a 11 meses	3,13	3,21	3,67	3,68
	Expectativa a 23 meses	2,90	2,97	3,44	3,44

Fuente: Elaboración propia.

2) Apablaza y Ortiz (2024)

Si bien la Regla de Taylor destaca por su simplicidad, su calibración original no fue diseñada específicamente para Chile. La ponderación de 0,5 asignada a cada brecha constituye un benchmark convencional y no necesariamente reproduce la función de reacción del Banco Central de Chile, cuyo objetivo prioritario es la estabilidad de precios. La brecha de actividad sigue siendo relevante, pero principalmente por la información que contiene sobre presiones inflacionarias presentes y futuras.

En respuesta a esta limitante, este documento sigue una segunda referencia cuantitativa correspondiente a una adaptación del modelo econométrico presentado en Apablaza y Ortiz (2024). Esta referencia cuantitativa, permite que la misma historia contenida en las series de tiempo revele la importancia relativa que se otorga a la brecha de inflación y a la brecha de actividad en la conducción de la política monetaria en Chile. Además, este enfoque permite modelar la alta persistencia que afecta la TPM, controlar desviaciones del comportamiento sistemático en respuesta a perturbaciones atípicas como ocurrió durante la Crisis Financiera y el COVID-19 y corregir -parcialmente- el problema de variables omitidas, por ejemplo, a partir de la inclusión de las expectativas de depreciación.

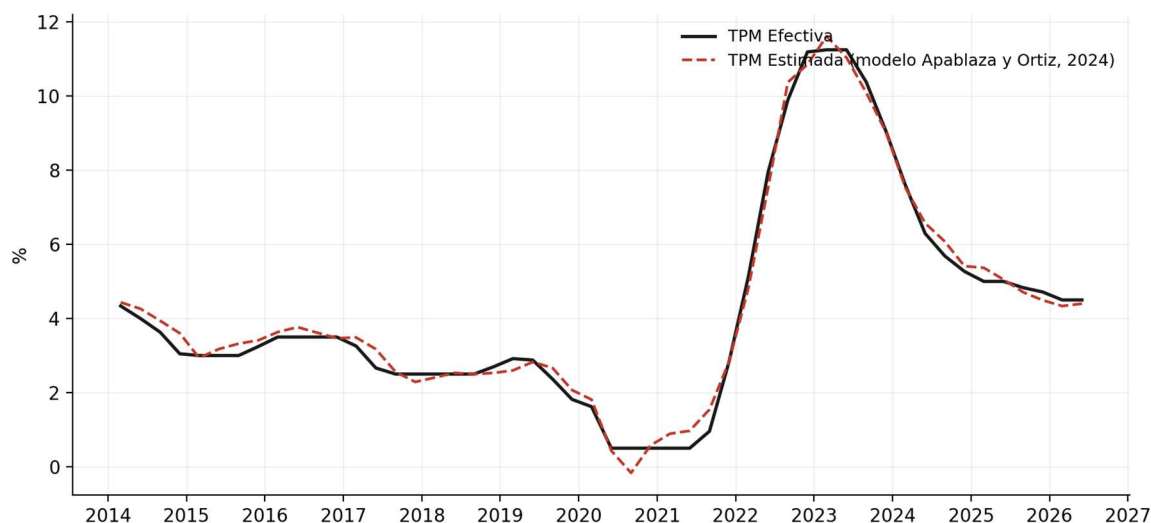
En específico, este documento evalúa el modelo sugerido por Apablaza y Ortiz (2024) pero en frecuencia trimestral, utilizando el PIB no minero en términos desestacionalizados, en vez de el IMACEC, para medir la actividad económica. Además, se evalúa las diversas medidas de inflación, para capturar las diferencias observables entre el enfoque contemporáneo y el enfoque forward-looking.

El Anexo reporta los resultados de este ejercicio, destacando la especificación de la columna (3), que combina expectativas de inflación a 11 meses y la brecha del PIB no minero desestacionalizado, donde se presenta el menor AIC (118,5), el mayor R^2 ajustado (0,969) y coincide con la especificación conceptualmente más cercana a Apablaza y Ortiz (2024). Por ello se utiliza como especificación preferida.

La Figura 1 compara la TPM efectiva con el valor ajustado por la especificación preferida, mostrando una fuerte relación entre la tasa prescrita por el modelo escogido y la TPM efectiva a lo largo del tiempo.

Figura 1

TPM efectiva y tasa de interés estimada con modelo Apablaza y Ortiz (2024)



Fuente: Elaboración propia. *Nota: Por legibilidad, la figura muestra el período 2014T1–2026T2.*

Al analizar los resultados de la especificación escogida (Columna (3) del Anexo), se observa que el coeficiente de la TPM rezagada es $\rho=0,831$ y es altamente significativo, confirmando un grado elevado de suavización. En el corto plazo, un punto porcentual adicional en la brecha de inflación esperada se asocia con un aumento de 0,884 puntos porcentuales de la TPM; un punto adicional de brecha del PIB no minero desestacionalizado, con 0,052 puntos; y una ampliación de un peso en la brecha cambiaria, con 0,0077 puntos porcentuales. Equivalentemente, una ampliación de diez pesos se asocia con un aumento de aproximadamente 0,077 puntos porcentuales.

Al dividir los coeficientes por $(1 - \rho)$, las respuestas de largo plazo son 5,23 para la brecha de inflación esperada, 0,31 para la brecha de actividad y 0,046 puntos porcentuales por cada peso de ampliación de la brecha cambiaria. La primera supera holgadamente la unidad y es consistente con el principio de Taylor en esta forma reducida. Su magnitud, sin embargo, no debe interpretarse como un parámetro estructural: puede reflejar la baja variabilidad de las expectativas, colinealidad y la dinámica particular de la muestra.

La constante de largo plazo implícita es 3,14%. Esta cifra se encuentra por debajo de la referencia nominal neutral de 4,2% utilizada en la regla calibrada siguiendo las estimaciones más recientes del Banco Central y, por ello, no debe denominarse una

estimación precisa de la tasa neutral. Es un intercepto reducido que resume el promedio de la muestra una vez controladas las brechas y las variables dicotómicas.

La brecha entre los coeficientes de corto y de largo plazo no es un artefacto de la estimación, sino una consecuencia mecánica de la persistencia: dado que el 83,1% de la tasa vigente se traslada al trimestre siguiente, una respuesta inicial modesta se acumula a lo largo de sucesivos trimestres hasta converger al multiplicador de largo plazo, que se obtiene dividiendo por $(1 - \rho) = 0,169$. Además, la razón entre los coeficientes de la brecha de inflación y de la brecha de actividad se mantiene prácticamente constante entre el corto plazo (0,884 frente a 0,052, una razón cercana a 17 a 1) y el largo plazo (5,23 frente a 0,31, la misma razón de 17 a 1). Esta consistencia es coherente con una función de reacción en que la inflación domina la respuesta sistemática de la TPM, en línea con el mandato prioritario de estabilidad de precios del Banco Central de Chile.

Las variables dicotómicas ofrecen además una lectura sobre la simetría de la política a lo largo del ciclo. D_{09} es negativa y significativa al 10% (-1,643; $t = -1,82$), lo que indica que el recorte acumulado de 775 puntos base entre diciembre de 2008 y agosto de 2009 superó lo que la función de reacción sistemática habría prescrito ante las brechas de inflación y actividad observadas en ese momento: la Crisis Financiera Global gatilló una respuesta discrecional adicional a la sugerida por el componente sistemático. D_{21} , en cambio, no es estadísticamente distinguible de cero (-0,100; $t = -0,23$), lo que sugiere que el ciclo de alzas de 2021-2022 -pese a su magnitud histórica de 1.075 puntos base- queda explicado en su mayor parte por la respuesta sistemática del modelo a las brechas de inflación y actividad de ese período, sin requerir un componente discrecional adicional de la misma naturaleza que en la crisis de 2008-2009.

La ecuación debe interpretarse como una aproximación descriptiva. La tabla no reporta pruebas completas de autocorrelación ni una estimación con información en tiempo real; además, la inflación, la actividad y la TPM trimestral pueden estar determinadas simultáneamente. Por estas razones, los coeficientes ayudan a caracterizar la reacción histórica, pero no identifican causalmente las preferencias del Banco Central.

Por último, la Tabla 5 y la Figura 2 presentan una evaluación de proyecciones fuera-de-muestra de los métodos recursivo y rolling, utilizando intervalos de predicción al

80%. Dado que la brecha de actividad se obtiene mediante un filtro Hodrick-Prescott bilateral, el ejercicio es condicional en variables explicativas estimadas con información revisada y no constituye una prueba estrictamente en tiempo real.

Desde 2023T1, la TPM efectiva se encuentra dentro de los intervalos de ambos métodos en casi todos los trimestres. La única excepción es 2023T1 bajo la predicción rolling, cuando la TPM de 11,25% se ubica 0,03 puntos porcentuales por debajo del límite inferior de 11,28%.

Para 2026T2, el método recursivo entrega una predicción puntual de 4,40% y el método rolling una de 4,28%. Sus intervalos al 80% son [3,92%; 4,88%] y [3,76%; 4,79%], respectivamente. La TPM efectiva de 4,50% se mantiene dentro de ambos rangos y se ubica por encima de las dos predicciones centrales.

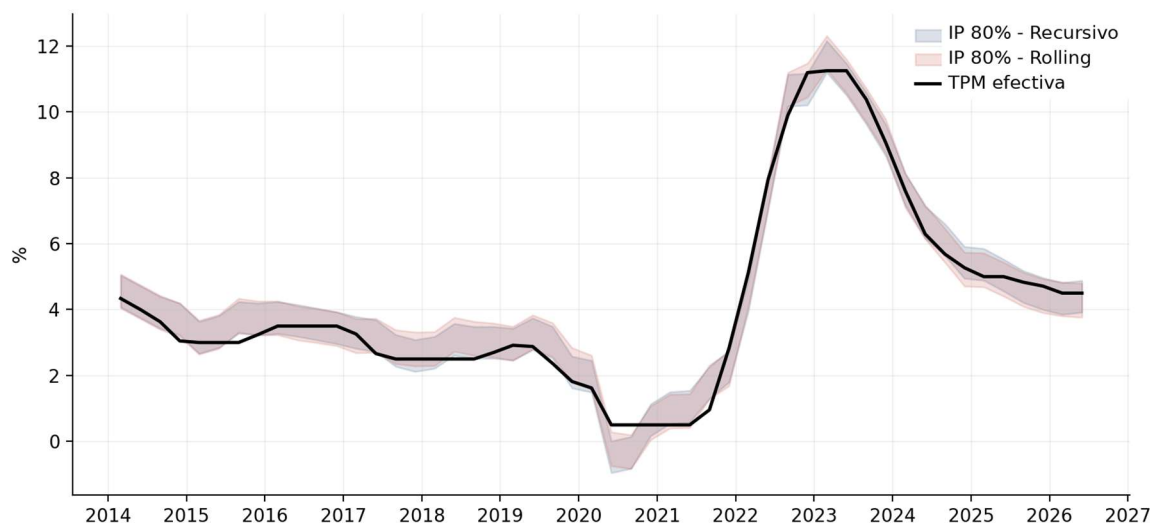
Tabla 5

Evaluación de proyecciones fuera-de-muestra de la TPM a partir del modelo de Apablaza y Ortiz (2024), 2023T1–2026T2; intervalos de predicción al 80%

Mes	TPM	Método recursivo			Método rolling		
		Límite superior	Límite inferior	En rango	Límite superior	Límite inferior	En rango
mar-23	11,25	12,16	11,19	Sí	12,31	11,28	No
jun-23	11,25	11,47	10,50	Sí	11,60	10,57	Sí
sept-23	10,38	10,59	9,62	Sí	10,72	9,69	Sí
dic-23	9,06	9,62	8,65	Sí	9,77	8,74	Sí
mar-24	7,60	8,13	7,16	Sí	8,12	7,09	Sí
jun-24	6,29	7,13	6,17	Sí	7,17	6,14	Sí
sept-24	5,68	6,60	5,64	Sí	6,46	5,43	Sí
dic-24	5,27	5,91	4,95	Sí	5,74	4,71	Sí
mar-25	5,00	5,85	4,89	Sí	5,72	4,69	Sí
jun-25	5,00	5,53	4,56	Sí	5,44	4,41	Sí
sept-25	4,83	5,18	4,21	Sí	5,12	4,09	Sí
dic-25	4,71	4,97	4,00	Sí	4,93	3,90	Sí
mar-26	4,50	4,82	3,85	Sí	4,83	3,80	Sí
jun-26	4,50	4,88	3,92	Sí	4,79	3,76	Sí

Fuente: Elaboración propia.

Figura 2
TPM efectiva y TPM proyectada a partir del modelo Apablaza y Ortiz (2024)



Fuente: Elaboración propia. *Nota: Por legibilidad, la figura muestra el período 2014T1–2026T2. Las áreas sombreadas corresponden a intervalos de predicción al 80%.*

V. Conclusiones e implicancias de política económica

La comparación entre la TPM y la Regla de Taylor ofrece una lectura compacta de casi veinticinco años de política monetaria chilena. En promedio, la TPM efectiva se ubicó entre 0,81 y 1,15 puntos porcentuales por debajo de la regla, dependiendo de las brechas utilizadas. Esa diferencia no fue estable y cambió de signo y magnitud según el régimen macroeconómico.

El principal hallazgo econométrico es la combinación de una elevada persistencia ($\rho = 0,831$) con respuestas positivas y estadísticamente significativas —bajo los errores estándar MCO convencionales reportados— a las expectativas de inflación, la brecha del PIB no minero desestacionalizado y la brecha de depreciación esperada en un modelo de frecuencia trimestral. La respuesta de largo plazo a la inflación supera la unidad, pero debe entenderse como evidencia descriptiva de una reacción acumulada fuerte y no como una estimación estructural definitiva.

Es útil situar estas cifras en el contexto del ciclo reciente. La TPM efectiva se ha mantenido en 4,50% durante 2026T1 y 2026T2, tras un ciclo de recortes prácticamente ininterrumpido desde el máximo de 11,25% alcanzado en 2023T1. Esta pausa de dos trimestres consecutivos coincide con el punto en que las referencias

cuantitativas -tanto la Regla de Taylor como el modelo econométrico- comienzan a señalar de manera más consistente que la tasa se encuentra por sobre su nivel de equilibrio sistemático, lo que sugiere que la autoridad ha optado por evaluar la acumulación de evidencia antes de retomar el ciclo de baja.

Para 2026T2, la actual TPM de 4,50% se ubica por encima de todas las estimaciones puntuales: entre 0,52 y 1,60 puntos sobre las variantes de Taylor, 0,10 puntos sobre la predicción condicional del modelo MCO y entre 0,10 y 0,22 puntos sobre las predicciones centrales de los ejercicios recursivo y rolling. La señal común es de una postura todavía restrictiva, aunque la magnitud del espacio para reducir la tasa varía considerablemente entre metodologías. La predicción MCO de 4,40% y el extremo final del método recursivo reflejan esencialmente la misma especificación estimada y no deben interpretarse como evidencia independiente.

En términos de política, y considerando que las decisiones de TPM suelen implementarse en incrementos discretos, una reducción de 25 puntos base hasta 4,25% constituye el movimiento operacional más cercano a la señal conjunta. Este recorte es algo mayor que la reducción de 10 a 22 puntos base sugerida por las predicciones centrales del modelo econométrico, pero permanece holgadamente dentro de sus intervalos de predicción al 80%. Una reducción mayor no es una conclusión robusta del ejercicio: está respaldada por la Regla de Taylor, pero no por las predicciones centrales de la función de reacción. Cualquier decisión adicional debería condicionarse a la evolución de las expectativas de inflación, el tipo de cambio, la actividad efectiva de 2026T2 y el balance de riesgos del IPoM.

Cuando las dos referencias difieren en magnitud, como ocurre aquí, conviene ponderar más la que ofrece mayor precisión estadística. La Regla de Taylor abarca un rango de 1,08 puntos porcentuales entre sus dieciséis variantes (2,90% a 3,98%) sin que el documento cuantifique la incertidumbre de cada estimación puntual. El modelo econométrico, en cambio, entrega intervalos de predicción explícitos y considerablemente más estrechos: [3,92%; 4,88%] para el método recursivo y [3,76%; 4,79%] para el rolling. Por esa razón, la función de reacción estimada -y no la Regla de Taylor- debería ser la referencia dominante al calibrar la magnitud de un eventual ajuste, mientras que la Regla de Taylor aporta sobre todo una cota superior del espacio de recorte razonable.

El balance de riesgos alrededor de esta recomendación no es simétrico. Al alza, la elevada persistencia estimada ($\rho = 0,831$) implica que un desanclaje de las expectativas de inflación a 11 meses -la variable con mayor peso relativo en la función de reacción- se traduciría en una respuesta acumulada considerable y prolongada, lo que aconseja cautela ante sorpresas inflacionarias antes de acelerar el retiro del estímulo. A la baja, el principal riesgo es de medición más que de política: la brecha de actividad utilizada para 2026T2 se construye con el IMACEC proyectado y no con el PIB efectivo, de modo que una revisión negativa de la actividad no minera desestacionalizada -escenario plausible dada la sensibilidad de la brecha HP a nuevas publicaciones señalada en la sección III- abriría un espacio de recorte mayor al hoy estimado tanto en la Regla de Taylor como en el modelo econométrico.

Como agenda metodológica, el ejercicio puede fortalecerse mediante una brecha del producto en tiempo real y con filtro unilateral, errores estándar robustos a autocorrelación, especificaciones con rezagos adicionales y parámetros variables, y una comparación sistemática con la trayectoria central de TPM publicada en el IPoM. Estas extensiones permitirían convertir el benchmark descriptivo en un sistema de monitoreo más completo.

Referencias

- Aldunate, R., Bullano, F., Canales, M., Contreras, G., Fernández, A., Fornero, J., García, M., García, B., Peña, J., Tapia, M. y Zúñiga, R. (2019). “Estimación de parámetros estructurales de la economía chilena”. Mimeo, Banco Central de Chile.
- Apablaza, V. y Ortiz, J. (2024). “Determinantes de la política monetaria en Chile”. Documento de Trabajo N° 30, Observatorio del Contexto Económico, Universidad Diego Portales.
- Banco Central de Chile. Base de Datos Estadísticos y Encuesta de Expectativas Económicas: TPM, IPC, tipo de cambio y Cuentas Nacionales.
- Ceballos, L., Fornero, J. y Gatty, A. (2017). “Nuevas estimaciones de la tasa real neutral de Chile”. *Economía Chilena*, 20(3).
- Fuentes, J. R. y Gredig, F. (2008). “La tasa de interés neutral: estimaciones para Chile”. *Economía Chilena*, 11(2).
- Clarida, R., Galí, J. y Gertler, M. (1998). “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence”. *European Economic Review*, 42(6), 1033-1067.
- Clarida, R. (2001). “The Empirics of Monetary Policy Rules in Open Economies”. *International Journal of Finance & Economics*, 6(4), 315-323.
- Hodrick, R. J. y Prescott, E. C. (1997). “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(1), 1-16.
- Taylor, J. B. (1993). “Discretion versus Policy Rules in Practice”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

Anexo. Resultados econométricos

**Tabla A1. Función de reacción trimestral inspirada en Apablaza y Ortiz (2024),
2001T3–2026T1**

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TPM	TPM	TPM	TPM
L.TPM	0.840*** (24.17)	0.889*** (23.19)	0.831*** (30.25)	0.894*** (31.57)
D09	-1.766* (-1.70)	-1.914 (-1.54)	-1.643* (-1.82)	-1.781* (-1.68)
D21	0.711 (1.59)	1.350*** (2.94)	-0.100 (-0.23)	0.256 (0.50)
gap_TCN_11m_EEE	0.00662** (2.08)	0.00635 (1.62)	0.00775*** (2.97)	0.00530 (1.55)
gap_PIB_NM_real_SA	0.0609*** (3.26)	0.0765*** (2.92)	0.0522*** (2.94)	0.0731*** (3.33)
gap_inf	0.183*** (4.21)			
gap_inf_SV		0.105** (2.01)		
gap_inf_11m_EEE			0.884*** (5.77)	
gap_inf_23m_EEE				2.830*** (3.73)
_cons	0.542*** (3.97)	0.372*** (2.64)	0.531*** (5.01)	0.312*** (2.95)
<i>N</i>	98	98	98	98
adj. <i>R</i> ²	0.954	0.939	0.969	0.957
<i>AIC</i>	157.9	184.3	118.5	150.8
F	645.5	501.7	715.2	414.7

Estadísticos t entre paréntesis. * p < 0,10; ** p < 0,05; *** p < 0,01.

Fuente: Elaboración propia.



Cada artículo es responsabilidad de su(s) autor(es) y no refleja necesariamente la opinión del OCEC UDP ni de la FAE UDP.

FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y ECONOMÍA

