

DOBLE CLICK² ECONÓMICO

Más que una columna

13

13^a EDICIÓN

Expectativas Inflacionarias en Chile: La Importancia de la Mirada Empresarial

Por Pablo Pincheira, PhD, académico Escuela de Negocios UAI¹

En Chile, el régimen de metas de inflación y la independencia del Banco Central han sido dos pilares fundamentales para mantener la estabilidad macroeconómica. Una prueba clara de ello se observó tras el shock inflacionario postpandemia, cuando la inflación anual superó el 14%. En esa coyuntura, el Banco actuó con decisión, elevando la Tasa de Política Monetaria y comunicando con claridad los fundamentos y objetivos de su estrategia. Esa combinación de autonomía, credibilidad y determinación permitió que la inflación comenzara a descender de manera sostenida y que las expectativas de largo plazo convergieran nuevamente hacia la meta del 3% tal como lo muestra el Gráfico 1.

No obstante, la última fase del proceso ha sido la más desafiante: por diversas razones, tanto la inflación total como la subyacente han disminuido más lentamente de lo previsto, ubicándose recientemente en torno al 4%. Este comportamiento más persistente llevó a la autoridad monetaria a pausar el ciclo de reducción de la Tasa de Política Monetaria, reflejando un enfoque prudente y dependiente de los datos, consistente con la misión de asegurar la convergencia sostenible hacia la meta de inflación. de inversión.

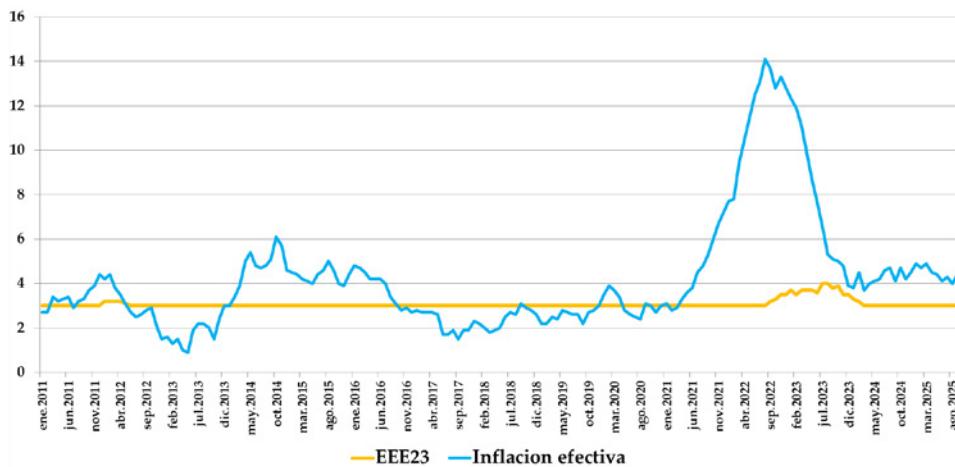


Gráfico 1: Inflación en Chile y Expectativas de Largo Plazo (EEE23)

Notas: El Gráfico 1 muestra la evolución de la inflación en Chile, expresada como variaciones del IPC en 12 meses (curva celeste) así como las expectativas inflacionarias a 23 meses que se reportan en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central (curva amarilla).

Fuente: Banco Central de Chile e ICARE.

¹ Se agradecen los comentarios de Kevin Cowan y Magdalena Aninat, los cuales han ayudado a enriquecer enormemente este documento. También agradezco la valiosa colaboración de Renato Palma.

La autoridad monetaria no solo vigila la evolución de la inflación observada, sino que también monitorea las expectativas inflacionarias de distintos agentes económicos. **Este monitoreo cumple un rol clave: permite anticipar la dinámica de precios y evaluar el nivel de anclaje de expectativas a largo plazo, pilar fundamental para el actuar del Banco Central.**

Con este fin, el Banco Central de Chile realiza periódicamente dos encuestas para monitorear expectativas económicas. Por un lado, la **Encuesta de Expectativas Económicas (EEE)** es un levantamiento mensual dirigido a académicos, consultores y ejecutivos o asesores de instituciones financieras, cuyo objetivo es recopilar proyecciones sobre distintas variables macroeconómicas. Los resultados publicados corresponden a la mediana de las respuestas recibidas, reflejando la visión central de un sector del mercado. Por otro lado, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se orienta a quienes toman decisiones financieras en el mercado chileno, así como a entidades extranjeras que operan activamente en el país. Entre los participantes locales se incluyen bancos, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguros, corredoras de bolsa, fondos mutuos, cooperativas de ahorro y crédito, entre otros. La EOF recopila expectativas sobre variables macroeconómicas y financieras como inflación, tipo de cambio y tasas de interés, ofreciendo una visión representativa del consenso de los actores más relevantes del sector financiero.

En forma paralela a las encuestas elaboradas por el Banco Central, ICARE, en colaboración con la Universidad Adolfo Ibáñez (UAI), construye el **Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE)**. Este índice sintético de difusión se obtiene a partir de la agregación ponderada de cuatro indicadores sectoriales: Industria, Construcción, Comercio y Minería. Estos índices se construyen a partir de encuestas a un grupo amplio de empresas, lo que permite captar de manera representativa la percepción y expectativas del sector empresarial respecto de la situación económica del país y de sus respectivos sectores. Interesantemente, la encuesta que sirve de base para el IMCE sectorial (Industria y Comercio) incluye preguntas sobre la inflación esperada a 12 meses, proporcionando información adicional relevante para el análisis de expectativas de precios.

Expectativas de Inflación: Comparación de encuestas

En esta nota analizaremos por qué la encuesta del IMCE constituye un complemento valioso a la información provista por la EEE y la EOF del Banco Central, destacando los elementos diferenciales de cada instrumento y la forma en que sus resultados pueden enriquecer la lectura del panorama macroeconómico. Adicionalmente, revisaremos qué nos está indicando la encuesta empresarial en el ciclo actual y cómo sus señales pueden contribuir al entendimiento de la dinámica inflacionaria y de la actividad económica en Chile.

Nuestro análisis comprende el período enero 2011–septiembre 2025 y utiliza el pronóstico de inflación del IMCE a 12 meses correspondiente al sector Industrial que, en todo caso, entrega una serie extremadamente parecida a la del sector Comercio. **Llamaremos a esta serie IMCE12.** Además, consideraremos los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas a 11 y 23 meses (EEE11 y EEE23) así como los pronósticos de la Encuesta de Operadores Financieros a 12 meses (EOF12).

Si bien la EEE reporta expectativas de inflación a 11 y 23 meses, y tanto la EOF como el IMCE lo hacen a 12 meses, esto no impide utilizarlas para evaluar su capacidad predictiva en otros horizontes de interés. En efecto, una proyección declarada para 12 meses puede ser igualmente examinada como predictor de la inflación a horizontes más cortos o más largos (por ejemplo, a 1, 3 o 15 meses), sin necesidad de realizar ajustes adicionales. Esta perspectiva permite estudiar la información contenida en cada encuesta respecto de la dinámica inflacionaria, y comparar su valor predictivo más allá de los plazos formalmente consultados, enriqueciendo así el análisis del comportamiento de formación de expectativas en la economía chilena. Análisis en esta línea no son extraños en la literatura académica, como se desprende de Pincheira y Neumann (2020)².

El gráfico 2 muestra las cuatro series de interés: IMCE12, EOF12, EEE11 y EEE23. La evolución histórica de las expectativas inflacionarias muestra un estrecho co-movimiento entre la EEE a 11 meses (EEE11) y la EOF a 12 meses (EOF12), especialmente en períodos de estabilidad macroeconómica, con ambas series tendiendo a situarse en torno al 3%. Por su parte, la EEE a 23 meses (EEE23) exhibe una variación muy acotada: se mantiene prácticamente constante en torno al 3% durante casi todo el período muestral, lo que suele interpretarse como evidencia de expectativas de largo plazo ancladas. Solo hay dos excepciones relevantes a esta estabilidad: entre enero y mayo de 2012, y luego desde septiembre de 2022 hasta octubre de 2024, períodos en los que la incertidumbre macroeconómica aumentó y la inflación mostró desviaciones respecto de su tendencia de largo plazo.

² Pincheira P y F. Neumann (2020). *Can we beat the random walk? The case of survey-based exchange rate forecasts in Chile*. *Finance Research Letters*, Elsevier, vol. 37(C).

En contraste, las expectativas del IMCE presentan mayor volatilidad y una sensibilidad más marcada a las condiciones macroeconómicas, reaccionando con fuerza durante el shock inflacionario post-pandemia y corrigiendo más lentamente tras el peak inflacionario de 14.2% alcanzado en agosto de 2022.

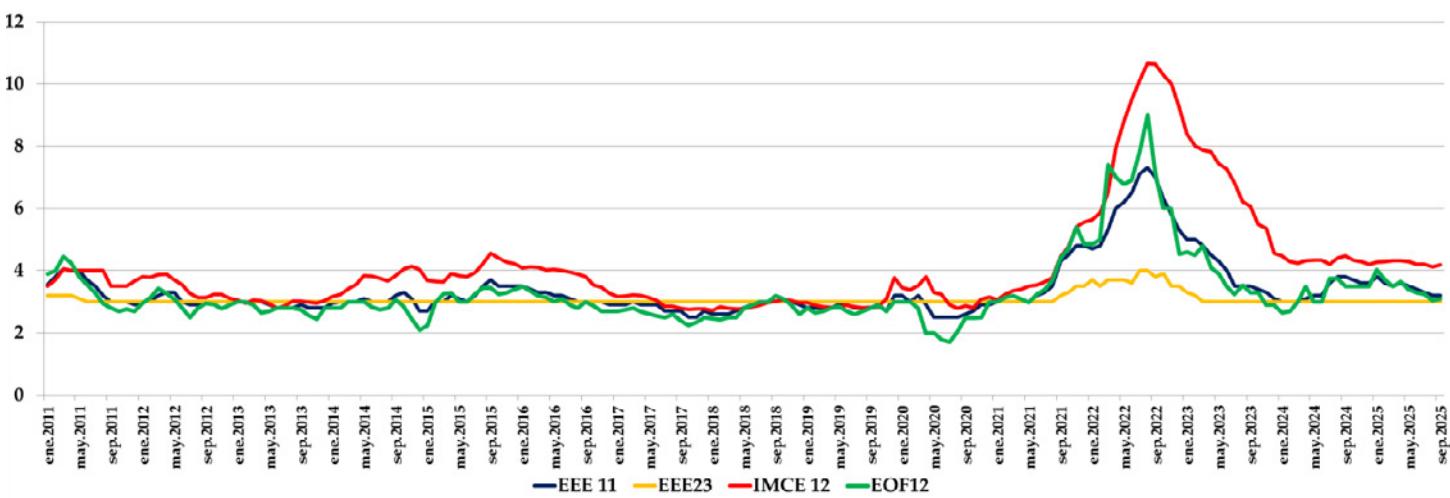
El gráfico 2 también muestra que las expectativas empresariales han sido sustancialmente más altas que las de la EEE y EOF. De hecho, durante el período analizado, el IMCE12 promedia 4.06%, mientras que las EEE11, EOF12 y EEE23 promedian solo 3.34%, 3.27% y 3.06% respectivamente.

La divergencia entre las expectativas inflacionarias del IMCE y sus contrapartes de la EEE y EOF se ha hecho más evidente en los últimos años. El gráfico 2 muestra que, a mediados del año 2022, surge una separación importante entre la mayoría de las encuestas, todo esto asociado al peak inflacionario derivado de la pandemia del COVID-19 y las medidas adoptadas para mitigar sus efectos económicos. Recordemos que, en su punto más alto, la inflación local alcanzó el 14.2% en agosto del 2022. Notablemente, la encuesta del IMCE fue la única que anticipó una inflación superior al 10%.

Esta divergencia en las expectativas inflacionarias ha persistido tras la crisis del COVID. De hecho, en la parte final del gráfico 2, se aprecia con nitidez que las proyecciones del IMCE han permanecido estables por encima del 4%, superando ampliamente a las demás proyecciones. En particular, en octubre del 2025, la proyección del IMCE se ubica en 4.2%, mientras que la EEE11 marca 3.2%, la EOF12 3.10%, y la EEE23 se ubica en 3%.

Gráfico 2: Evolución de Expectativas Inflacionarias del IMCE, EEE y EOF

Notas: El Gráfico 2 muestra la evolución de las expectativas inflacionarias que se reportan en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central tanto a 11 como a 23 meses (curvas azul y amarilla, respectivamente). El gráfico también muestra las expectativas inflacionarias a 12 meses reportadas en el IMCE Industrial (curva en rojo), y en la Encuesta de Operadores de Financieros del Banco Central.



Fuente: Banco Central de Chile e ICARE.

En suma, hemos visto que las expectativas de los empresarios difieren de las de los expertos consultados en la EEE y la EOF. Dado el rol que cumplen las empresas en la economía (en particular al reajustar salarios y precios), esta divergencia sugiere que la información contenida en el IMCE puede ser especialmente relevante para comprender las presiones inflacionarias futuras y el proceso de formación de expectativas en distintos agentes económicos.

Sin embargo, que las expectativas empresariales difieren de las de los expertos no implica, por sí solo, que sean mejores o peores como herramienta de pronóstico. Sin duda ellas capturan información valiosa y complementaria, propia de quienes toman decisiones reales de precios y salarios, pero también podrían mostrar menor precisión en ciertos contextos. En la próxima sección evaluaremos sistemáticamente la capacidad predictiva de estas encuestas y analizaremos hasta qué punto las diferencias observadas se traducen en un mejor (o peor) desempeño al anticipar la inflación efectiva.

Evaluación predictiva

Existen múltiples métricas para evaluar la calidad de los pronósticos, pero en esta nota nos centraremos en dos medidas particularmente relevantes y ampliamente utilizadas: el sesgo y el Error Cuadrático Medio (ECM).

El **sesgo** corresponde al error promedio de los pronósticos; es decir, a la diferencia promedio entre la inflación observada y la pronosticada. Un sesgo positivo indica que, en promedio, la encuesta subpredice la inflación, mientras que un sesgo negativo refleja sobre predicción. Idealmente, un buen pronóstico debería ser insesgado, con un sesgo cercano a cero. Además de su relevancia para evaluar desviaciones sistemáticas en los pronósticos, el sesgo es una herramienta fundamental para analizar el grado de anclaje de las expectativas inflacionarias, especialmente en horizontes más largos.

El **Error Cuadrático Medio**, por su parte, mide la magnitud de los errores de pronóstico penalizando más los errores grandes. Puede descomponerse en dos términos: la varianza de los errores y el cuadrado del sesgo, lo que permite identificar si las inexactitudes provienen de una mayor dispersión de los errores o de un patrón de error sistemático de sub o sobre predicción. Si bien no resume todos los aspectos posibles de desempeño predictivo, el Error Cuadrático Medio es una medida estándar y ampliamente utilizada para comparar precisión entre encuestas y modelos.

En este análisis nos concentraremos en dos horizontes de proyección: uno y dos años hacia adelante.

Sesgo en las encuestas

La Tabla 1 presenta el sesgo promedio de los pronósticos a un año, mientras que la Tabla 2 muestra el mismo ejercicio para pronósticos a dos años. En ambos casos, el sesgo corresponde al error promedio de pronóstico durante el período muestral. Además, cada tabla reporta los resultados tanto para todo el período disponible, como para la submuestra que considera únicamente las observaciones desde enero de 2020 hasta la actualidad. Un valor positivo indica que la encuesta respectiva subestimó la inflación observada, mientras que un valor negativo refleja una sobreestimación.

Enero 2011-Octubre 2025			
EEE 11	EEE23	IMCE12	EOF12
0,90	1,18	0,18	0,97

Enero 2020-Octubre 2025			
EEE 11	EEE23	IMCE12	EOF12
2,21	2,83	0,96	2,24

Tabla 1: Sesgo de la Expectativas Inflacionarias a 12 meses

*Notas: La Tabla 1 muestra el sesgo de las expectativas inflacionarias que se reportan en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central tanto a 11 como a 23 meses (EEE11 y EEE23), así como el sesgo de las expectativas inflacionarias a 12 meses reportadas en el IMCE Industrial (IMCE12) y de la Encuesta de Operadores de Financieros del Banco Central (EOF12). Todos los sesgos reportados son calculados al pronosticar la inflación efectiva un **año hacia adelante**. Todas las cifras se interpretan como puntos base. Por ejemplo, el sesgo de 0.90 que muestra la EEE11 representa una subpredicción promedio de 90 puntos base.*

Enero 2011-Octubre 2025			
EEE 11	EEE23	IMCE12	EOF12
0,96	1,24	0,28	1,03

Enero 2020-Octubre 2025			
EEE 11	EEE23	IMCE12	EOF12
2,29	2,83	1,25	2,3

Tabla 2: Sesgo de la Expectativas Inflacionarias a 24 meses

*Notas: La Tabla 2 muestra el sesgo de las expectativas inflacionarias que se reportan en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central tanto a 11 como a 23 meses (EEE11 y EEE23), así como el sesgo de las expectativas inflacionarias a 12 meses reportadas en el IMCE Industrial (IMCE12) y de la Encuesta de Operadores de Financieros del Banco Central (EOF12). Todos los sesgos reportados son calculados al pronosticar la inflación efectiva **dos años hacia adelante**. Todas las cifras se interpretan como puntos base. Por ejemplo, el sesgo de 0.96 que muestra la EEE11 representa una subpredicción promedio de 96 puntos base.*

Los resultados presentados en las Tablas 1 y 2 revelan sesgos positivos en las proyecciones de inflación, tanto a uno como a dos años plazo, y en ambos períodos analizados (el período completo y la submuestra desde el año 2020). Lo anterior implica que las encuestas han tendido a subestimar la inflación efectiva, anticipando aumentos de precios menores a los finalmente observados.

Este sesgo es por montos relevantes. Por ejemplo, en el periodo 2011 a 2025, la EEE11 ha subestimado la inflación en 90 puntos base: **mientras que la inflación promedio del periodo fue de 4.2%, la EEE11 pronosticó en promedio una inflación de 3.3%**.

En todas las comparaciones, la encuesta que tiene el menor sesgo es la del IMCE, con un sesgo de solo 18 puntos base a 12 meses y de 28 puntos base a 24 meses, lo que refleja un notable grado de cercanía con la inflación promedio observada tanto a mediano como a largo plazo.

Asimismo, en el periodo más reciente, los sesgos de todas las encuestas han aumentado de manera significativa, lo que sugiere un entorno inflacionario más difícil de anticipar. Sin embargo, esto no ha alterado el orden relativo entre ellas: **el IMCE continúa siendo la fuente que entrega las proyecciones menos sesgadas**. En el extremo opuesto, la EEE23 exhibe los sesgos más elevados, consolidándose como la de peor desempeño relativo en términos de sesgo.

Precisión en las Encuestas: Raíz del Error Cuadrático Medio (RECM)

Tabla 3: RECM de la Expectativas Inflacionarias a 12 meses

Enero 2011-Octubre 2025			
EEE 11	EEE23	IMCE12	EOF12
2,62	2,84	2,74	2,60

Enero 2020-Octubre 2025			
3,94	4,34	4,10	3,88

Tabla 4: RECM de la Expectativas Inflacionarias a 24 meses

Notas: La Tabla 3 muestra la raíz del error cuadrático medio (RECM) de las expectativas inflacionarias que se reportan en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central tanto a 11 como a 23 meses (EEE11 y EEE23), así como la RECM de las expectativas inflacionarias a 12 meses reportadas en el IMCE Industrial (IMCE12) y de la Encuesta de Operadores de Financieros del Banco Central (EOF12). Todas las cifras reportadas son calculadas al pronosticar la inflación efectiva **un año hacia adelante**. La encuesta más precisa es aquella que posee la menor RECM. Los números también pueden ser interpretados en forma análoga a un error típico en valor absoluto. Así, la RECM de 2.62 que muestra la EEE11 sugiere que esta encuesta se equivoca en promedio 262 puntos base al pronosticar la inflación a 12 meses.

Enero 2011-Octubre 2025			
EEE 11	EEE23	IMCE12	EOF12
3,14	3,03	3,35	3,27

Enero 2020-Octubre 2025			
4,59	4,47	4,88	4,78

La Tabla 3 presenta los resultados de la RECM a 12 meses. A diferencia de lo observado en las Tablas 1 y 2, donde los sesgos entre encuestas eran marcadamente distintos, en términos de precisión la evidencia muestra resultados bastante similares: las diferencias en RECM no superan el 12%. Aun así, se observa un ordenamiento claro: **la EOF12 es la encuesta más precisa en ambos períodos, mientras que la EEE23 exhibe el peor desempeño, con el IMCE12 ubicándose consistentemente en una posición intermedia**. También destaca que en el subperíodo reciente los valores de la RECM aumentan para todas las encuestas, lo que sugiere que el entorno inflacionario se volvió más difícil de anticipar. No obstante, pese a esta mayor incertidumbre, el ranking relativo entre encuestas permanece estable. En conjunto, los resultados indican que, si bien existen diferencias, estas son cuantitativamente pequeñas.

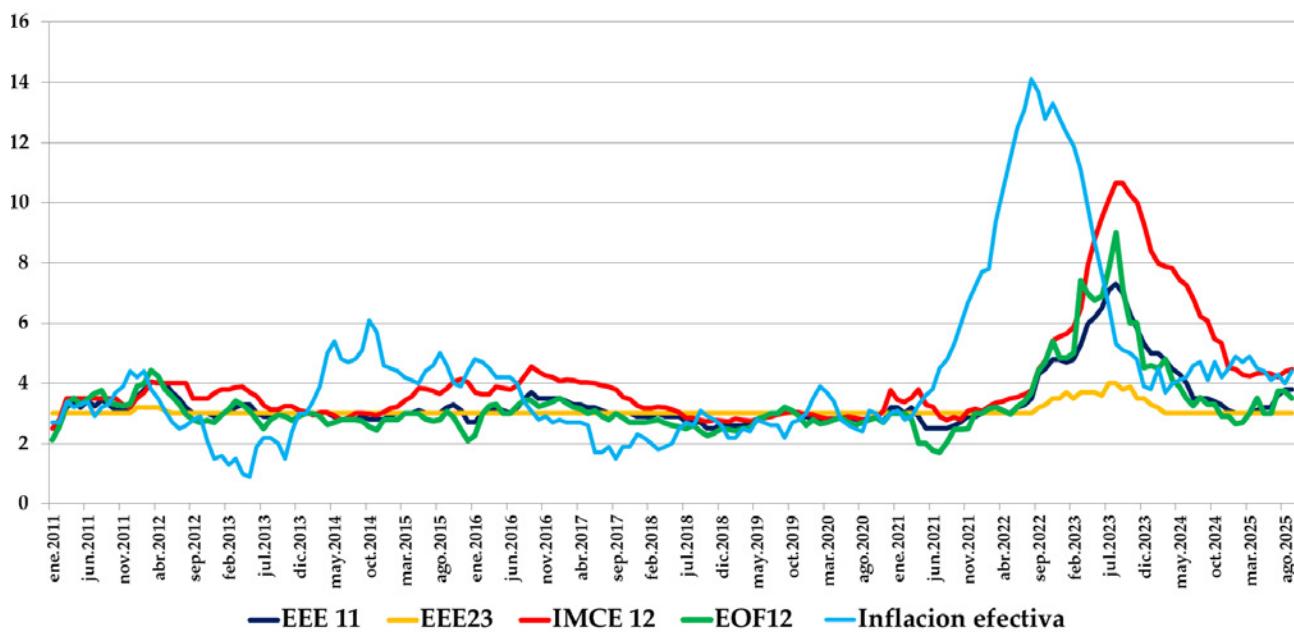
La Tabla 4 presenta los resultados de la RECM para horizontes de 24 meses. Al igual que en el caso de los pronósticos a 12 meses, las diferencias entre encuestas son acotadas (menores al 11%), indicando que, si bien existen variaciones en precisión,

estas son cuantitativamente pequeñas. En este horizonte más largo, la EEE23 muestra el mejor desempeño, seguida por la EEE11 y la EOF12, mientras que el IMCE12 se ubica en la parte baja del ranking. Como es esperable, todos los valores son superiores a los reportados en la Tabla 3, lo que refleja la mayor dificultad inherente a predecir la inflación a plazos más largos. Asimismo, se observa nuevamente un aumento generalizado en los errores durante el período 2020–2025, consistente con el contexto de mayor incertidumbre inflacionaria discutido previamente. En suma, aunque el ordenamiento cambia ligeramente respecto del horizonte de 12 meses, el mensaje central se mantiene: **las diferencias de precisión entre las encuestas son relativamente pequeñas**, incluso al extender el horizonte de evaluación a dos años.

El Gráfico 3 permite visualizar en perspectiva la capacidad predictiva de las distintas encuestas. En él se presenta la inflación efectiva junto con los pronósticos a 12 meses. La distancia vertical entre la serie observada y cada pronóstico corresponde al error de predicción de cada encuesta para ese horizonte, de modo que mayores separaciones reflejan errores más significativos.

Gráfico 3: Inflación Efectiva en Chile y Pronósticos a 12 meses del IMCE, EEE y EOF

Notas: El Gráfico 3 muestra la evolución de la inflación en Chile como variación porcentual a 12 meses del IPC (curva celeste), y la evolución de las expectativas inflacionarias que se reportan en la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central tanto a 11 como a 23 meses (curvas azul y amarilla respectivamente). El gráfico también muestra las expectativas inflacionarias a 12 meses reportadas en el IMCE Industrial (curva en rojo), y en la Encuesta de Operadores de Financieros del Banco Central.



Fuente: Banco Central de Chile e ICARE.

BOTTOM LINE

El análisis sugiere que las expectativas inflacionarias entregadas por el IMCE constituyen un insumo relevante para el diagnóstico macroeconómico y el diseño de política monetaria en Chile. Dos razones principales respaldan esta afirmación. Primero, **el IMCE refleja la visión del sector empresarial, un grupo que no necesariamente está representado en las encuestas tradicionales del Banco Central**, y cuyas expectativas pueden transmitirse a la inflación efectiva mediante los reajustes de precios y salarios que las firmas realizan en función de su percepción del entorno inflacionario futuro. Segundo, **el IMCE exhibe el menor sesgo entre las encuestas analizadas**, y aunque no es la más precisa en términos de error cuadrático medio, su desempeño es comparable al de la EEE y la EOF en esta dimensión.

En la coyuntura actual, marcada por una inflación más persistente de lo previsto y un proceso de convergencia más lento hacia la meta, resulta fundamental monitorear en detalle la evolución de las expectativas inflacionarias. Para este fin, es aconsejable observar

un conjunto amplio de indicadores provenientes de distintos segmentos de la economía, con el objetivo de capturar cómo diversos agentes, en particular las empresas, están reajustando precios, salarios, contratos y decisiones financieras. En este marco, el IMCE aporta una señal complementaria de especial relevancia, al reflejar la visión del sector empresarial, directamente involucrado en procesos de reajuste de precios y remuneraciones y, por lo tanto, con capacidad de incidir de manera inmediata en la dinámica inflacionaria.

Actualmente, esta encuesta **anticipa una inflación en torno a 4,2% a 12 meses**, cifra superior a la proyectada por las encuestas tradicionales. Desde este punto de vista, las expectativas empresariales sugieren prudencia y una pausa en el ciclo de normalización monetaria, alineándose con la decisión reciente del Banco Central en su última Reunión de Política Monetaria. En consecuencia, el seguimiento sistemático del IMCE puede contribuir no solo a anticipar presiones inflacionarias o consolidar señales de desinflación, sino también a enriquecer el set de información relevante para la toma de decisiones de política económica.

Desde la perspectiva de un observador externo, los resultados también generan preocupación. Las encuestas más tradicionalmente utilizadas muestran errores sistemáticos relevantes, lo que sugiere espacio para mejorar la calidad del sistema de formación y medición de expectativas. Una vía posible consiste en introducir mecanismos que incentiven una mayor precisión en las respuestas, premiando a quienes proyecten acertadamente y estableciendo algún tipo de penalización metodológica para quienes exhiban errores sistemáticos.

Asimismo, sería deseable que el IMCE incorporara una pregunta sobre expectativas inflacionarias a 24 meses. Contar con esta información permitiría disponer de un indicador adicional para evaluar el grado de anclaje de expectativas de largo plazo desde la perspectiva del sector empresarial.

En suma, el IMCE ofrece información valiosa y complementaria a las encuestas tradicionales. Integrarlo de manera sistemática al análisis de expectativas, junto con perfeccionar los mecanismos que impulsan precisión y disciplina en la elaboración de pronósticos, contribuirá a robustecer la conducción de la política monetaria y el seguimiento del proceso inflacionario en Chile.

SOBRE UAI Y LA ESCUELA DE NEGOCIOS

Con más de 70 años de trayectoria, la Escuela de Negocios de la Universidad Adolfo Ibáñez es una de las más prestigiosas de Chile y un referente en la formación de líderes empresariales de Latinoamérica. Su excelencia está respaldada por su triple acreditación internacional (Equis, AMBA y QS) desde el año 2015, única en el país, y por la alta calidad de sus posgrados, MBAs y cinco carreras de pregrado. Su destacado cuerpo académico contribuye con investigación de alto nivel, donde destaca el ámbito de la economía y finanzas.

NEGOCIOS.UAI.CL

SOBRE ICARE

ICARE es una corporación privada sin fines de lucro e independiente de intereses gremiales y políticos, fundada en 1953 por empresarios y profesionales vinculados a diversos sectores de la actividad económica nacional con el propósito de promover la excelencia empresarial en el país. Proporciona a los niveles directivos información relevante sobre el medio nacional e internacional, facilitando la comprensión y oportuna evaluación de las fuerzas que mueven los mercados y las tendencias que influyen en el funcionamiento de las empresas. Además sirve de punto de encuentro para la reflexión sistemática sobre la gestión empresarial y su enfoque presente y futuro.

ICARE.CL