

# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2025





# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 311, celebrada el 27 y 28 de enero de 2025.**

Asisten la Presidenta doña Rosanna Costa Costa, la Vicepresidenta doña Stepanka Novy Kafka y los Consejeros don Alberto Naudon Dell'Oro, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes y don Claudio Soto Gamboa.

Asisten también el Gerente General, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de División Mercados Financieros, don Ricardo Consiglio Fonck; la Gerente de División Política Financiera, doña Rosario Celedón Förster; la Gerente de División Estadísticas y Datos, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de División Asuntos Institucionales, don Michel Moure Casabianca; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Markus Kirchner; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; la Gerente de Estudios Económicos, doña Sofía Bauducco; el Gerente de Análisis Internacional, don Guillermo Carlomagno Real; el Gerente de Operaciones y Estrategias de Mercado, don Felipe Musa Silva; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Miguel Fuentes Díaz; el Jefe del Departamento de Análisis de Información Masiva, don David Kohn; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Wagner Brizzi; la Economista Senior doña Erika Arraño González; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

## 1. Antecedentes

---

### Escenario internacional

En el ámbito externo, seguía prevaleciendo un escenario de elevada incertidumbre. Los mercados financieros globales habían mostrado volatilidad en las semanas previas a la Reunión, en el marco del cambio de gobierno en Estados Unidos de América (EE. UU.) y de otros focos de incertidumbre vigentes, como las tensiones bélicas en curso y los temores en torno a la situación fiscal global. Respecto de la Reunión de diciembre, las tasas de largo plazo habían subido de forma generalizada y el dólar se había fortalecido a nivel global, más allá de un debilitamiento en el margen.

En EE. UU., la Reserva Federal (Fed) había señalado una baja más lenta de la Fed Funds Rate (FFR) en adelante. En su reunión de diciembre, la mediana de los *dots* había incluido solo dos recortes en 2025 (cuatro en la reunión de septiembre), en línea con las expectativas del mercado. Ello, en un contexto en que la actividad de ese país se mantenía dinámica, con indicadores parciales del cuarto trimestre que reiteraban un desempeño favorable. A su vez, las señales desde el mercado laboral daban cuenta de menores dudas respecto de un sobreajuste de este. En diciembre, la inflación total había estado en línea con lo previsto por el mercado.



En China, la economía se había acelerado en el cuarto trimestre como consecuencia de las medidas de estímulo implementadas en trimestres anteriores y una mayor contribución de las exportaciones netas. Con ello, lograba un crecimiento de 5% en 2024, en línea con el objetivo de sus autoridades. En la Eurozona, la actividad continuaba exhibiendo un crecimiento bajo e importantes diferencias entre países y sectores. Mientras los sectores de servicios seguían resilientes, la producción industrial continuaba débil.

En América Latina, la actividad permanecía resiliente, aunque con cierta heterogeneidad entre países. En México y Perú, el crecimiento se había acelerado, en contraste con Brasil —cuya actividad había perdido algo de dinamismo— y Colombia —donde se observaba una leve contracción. Esto ocurría en medio de una inflación que había ralentizado su ritmo de convergencia a las respectivas metas. Los bancos centrales de las principales economías de la región habían recortado sus tasas de referencia. La excepción más destacada era Brasil, donde la autoridad monetaria acumulaba aumentos de 175 puntos base (pb) desde septiembre y las perspectivas del mercado apuntaban a un nuevo incremento en enero.

En cuanto a las materias primas, el precio del barril de petróleo se había incrementado más de 6% desde la Reunión pasada, impulsado principalmente por las nuevas sanciones de EE. UU. a Rusia y la incertidumbre sobre las acciones del nuevo gobierno estadounidense. El valor de la libra de cobre había subido 3,5% y bordeaba los US\$4,2, favorecido por las noticias más positivas desde China y algunas dudas en torno a los inventarios y la oferta global. El índice de la FAO había disminuido durante diciembre, destacando la caída de los subíndices de azúcar y aceites.

## Escenario nacional

En diciembre, la variación anual del IPC total y subyacente —IPC sin volátiles— había aumentado a 4,5 y 4,3%, respectivamente. Entonces, el dato mensual había estado por debajo de lo proyectado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de dicho mes. Ello se explicaba, principalmente, por los precios de los alimentos, mientras que en el resto de los componentes las divergencias eran acotadas. La dinámica inflacionaria reciente había estado influida por el aumento conjunto de varios factores de costos, entre los que destacaban la depreciación del peso, los mayores costos laborales y el alza de las tarifas eléctricas. Respecto de las expectativas de inflación a dos años plazo, si bien la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se encontraba en 3%, la de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) había aumentado, ubicándose en 3,5%.

Los datos disponibles para el cuarto trimestre de 2024 apuntaban a que el desempeño de la actividad local era algo mayor que lo previsto en el último IPoM. En noviembre, el impulso de algunos rubros ligados a la industria y al sector exportador —como el agropecuario— había estado detrás del crecimiento mensual (0,3%) que mostró la serie desestacionalizada del Imacec. Tanto el comercio mayorista como el minorista también habían exhibido alzas mes a mes. Los indicadores vinculados a la demanda interna sugerían una evolución en torno a lo esperado entre fines de 2024 e inicios de 2025. Las ventas minoristas (Transbank), las de automóviles (ANAC) y las importaciones de consumo habían mostrado resultados favorables en sus últimos registros. Por su parte, por el lado de la inversión, algunos antecedentes entregaban buenas señales para el primer trimestre (importaciones de consumo y catastro de la Corporación de Bienes de Capital), mientras que otros apuntaban



en dirección opuesta. La creación de empleo seguía registrando un bajo dinamismo, con una tasa de desempleo desestacionalizada que continuaba en torno a 8,5%. En tanto, el crecimiento anual de los salarios se mantenía elevado, aunque su velocidad de expansión mes a mes había descendido en los últimos registros.

El mercado financiero local se había ido acoplado a las tendencias mundiales. Desde la última Reunión, las tasas nominales de corto y largo plazo habían subido, lo que contrastaba con la caída de las tasas reajustables, particularmente a plazos cortos. El peso se había depreciado respecto del dólar, influido en parte importante por la evolución de esta moneda a nivel global.

Los recortes de la TPM habían seguido transmitiéndose a las tasas de interés de las colocaciones bancarias de consumo y comerciales. Estas se ubicaban en 23,2 y 8,7%, respectivamente, según las cifras disponibles (75 y 55pb por debajo de lo considerado en la Reunión anterior). El crédito bancario se mantenía débil, especialmente su componente comercial. La Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre de 2024 señalaba que las condiciones de oferta de crédito seguían sin mayores cambios. Por su parte, la demanda crediticia relacionada con los segmentos de consumo e hipotecario se percibía más dinámica, mientras que aquella vinculada a las empresas se observaba estable.

Tanto la EEE de enero como la EOF previa a esta Reunión esperaban una pausa en los recortes de la TPM, anticipando que esta se mantendría en 5,0%. Ello coincidía con las perspectivas implícitas en los precios de los activos financieros. A un año plazo, la EEE, la EOF y la curva *forward* preveían que la TPM se ubicaría entre 4,5 y 5,0%.

## 2. Análisis y discusión de los antecedentes

---

En el plano externo, se indicó que el escenario seguía dominado por la incertidumbre económica y las tensiones geopolíticas. El tono de la Fed había girado hacia algo más contractivo, atendiendo a que la actividad en EE. UU. seguía dando sorpresas positivas. Por el lado de la inflación, si bien no había diferencias con lo esperado, permanecía en niveles altos, principalmente el componente de servicios. El mercado laboral, aunque menos estrecho, continuaba resiliente, y no era evidente el efecto que tendrían en los salarios las medidas antiinmigración del nuevo gobierno. Se sumaban las potenciales decisiones en temas arancelarios, tributarios y regulatorios. Con todo, hubo acuerdo en que la magnitud de las dudas en todas estas materias no había cambiado demasiado, manteniendo las fuentes de incertidumbre global. Todo ello se traducía en una fuerte apreciación del dólar y tasas de interés más altas en todos los plazos, apretando las condiciones financieras a nivel global.

En lo interno, a grandes rasgos, el escenario macroeconómico avanzaba en línea con lo previsto en el IPoM de diciembre. Si bien la inflación de fines de 2024 había sido algo menor que lo previsto, los indicadores de tendencia se mantenían al alza de forma generalizada, las velocidades seguían por sobre las coherentes con la meta y las proyecciones de corto plazo continuaban apuntando a valores que se ubicarían en torno a 5% anual en la primera parte de 2025. Las brechas de actividad y del mercado laboral eran acotadas. En



el Imacec se observaban registros por sobre lo esperado, aunque influido por factores puntuales, mientras que la tasa de desempleo desestacionalizada seguía en torno a 8,5%. El crédito comercial mostraba un leve repunte en el margen, aún insuficiente para evaluar un claro cambio de tendencia.

Hubo acuerdo en que el factor más llamativo era la evolución de las expectativas de inflación a dos años plazo. Si bien la mediana de las respuestas en la EEE se mantenía en 3%, una fracción relevante creía que la inflación sería mayor. Por su lado, la EOF mostraba que la inflación a dos años estaría por sobre la meta. Además, los precios de los activos financieros, aunque con algunas distorsiones conocidas, también apuntaban a cifras superiores a la meta.

Se indicó que era prematuro para establecer si la evolución de las expectativas de inflación a dos años plazo tendría un impacto en la persistencia inflacionaria. De todos modos, era una señal de alerta que el Banco no podía dejar pasar, porque se podría terminar afectando la dinámica inflacionaria. Se recordó que en algunos episodios en que las expectativas de inflación a dos años se ubicaron por sobre la meta de 3%, se había necesitado una reacción de política monetaria mucho más agresiva, con los costos que ello implicaba para la economía.

### **3. Análisis de las opciones de política monetaria**

---

Todos los Consejeros concordaron en que la única opción plausible para esta Reunión era mantener la TPM en 5%. Varios Consejeros indicaron que, por un lado, mantener la TPM era plenamente compatible con lo comunicado en el IPoM pasado, cuando se señaló que no debía extrañar que se entrara en una etapa en que existieran pausas para dicha tasa. Por otro lado, dejaba abierto el camino si se consideraba necesario reevaluar la estrategia monetaria coherente con el logro de la meta, materia que sería abordada en el próximo IPoM.

Varios Consejeros resaltaron que era necesario enfatizar la preocupación del Consejo por la evolución de las expectativas de inflación a dos años plazo, reafirmando que el Banco estaba dispuesto a hacer lo necesario en caso de evaluar que estaba en riesgo el logro de la meta de inflación. Un Consejero agregó que se debía dejar claro que la Institución actuaría con la severidad adecuada, lo que implicaba estar dispuesta a cambiar la dirección de la política monetaria y mover las tasas hacia arriba, si ello era necesario. Añadió que esto no significaba que fuera lo más probable, pero sí que formaba parte de lo que podía ocurrir en caso de requerirse. Varios Consejeros indicaron que, en todo caso, el próximo IPoM proporcionaría nuevos antecedentes que permitirían una mejor evaluación de esta materia.

### **4. Decisión de política monetaria**

---

La Presidenta señora Costa, la Vicepresidenta señora Novy y los Consejeros señor Naudon, señor Céspedes y señor Soto votaron por mantener la TPM en 5%.

