



REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

ABRIL 2025





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 313, celebrada el 28 y 29 de abril 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.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Mario Marcel Cullell.

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

La incertidumbre acerca de las perspectivas para la economía mundial había aumentado considerablemente desde la Reunión de marzo, en particular, tras los anuncios arancelarios realizados por Estados Unidos de América a inicios de abril y sus desarrollos posteriores. Esto había llevado a una percepción negativa sobre el desempeño futuro de la economía estadounidense, junto con perspectivas de mayor inflación. Aunque los datos de alta frecuencia aún no mostraban signos de debilitamiento de la actividad en ese país, las expectativas de las empresas y los hogares exhibían un marcado deterioro. En este contexto, las autoridades de la Reserva Federal habían comunicado una postura de cautela ante los desafíos que el escenario actual planteaba para el cumplimiento de su mandato dual.

En el resto del mundo, también se percibía que estos eventos y los conflictos geopolíticos tendrían efectos negativos en el crecimiento. En China, la actividad del primer trimestre se había visto favorecida por el sector externo, a causa de las compras que se habían anticipado a la fijación de aranceles, fenómeno que se podría revertir en los próximos meses. Respecto de las presiones sobre los precios, estas podrían reducirse en aquellos países que no modificaran su política comercial por el efecto del desvío comercial.



Los anuncios arancelarios habían provocado movimientos significativos en los mercados financieros globales, observándose episodios de elevada volatilidad. Resaltaba la evolución de las tasas de largo plazo estadounidenses —con alzas importantes durante abril— y el dólar, variables cuyo comportamiento no había sido el habitual ante eventos de incertidumbre global en los que solían actuar como refugio.

Lo anterior se diferenciaba de lo ocurrido en otras economías, donde se habían observado caídas de las tasas de largo plazo y movimientos mixtos de sus monedas. En las bolsas se observaban movimientos en distintas direcciones, destacando la caída en Estados Unidos de América y el aumento en América Latina. El mercado financiero local también se había visto afectado por la volatilidad internacional. No obstante, desde inicios de abril, las condiciones financieras locales habían mejorado, observándose una disminución de las tasas de interés de corto y largo plazo, una apreciación del peso y un alza bursátil.

En el mismo período, los precios de las materias primas habían caído, principalmente por la mayor incertidumbre y los temores sobre el crecimiento global. El precio del barril de petróleo (promedio WTI-Brent) había bajado 12% desde comienzos de abril, en lo cual también habían influido las perspectivas de mayor oferta de crudo. El precio del cobre (BML), con algún vaivén, había descendido en torno a 3% en el mismo lapso.

Escenario nacional

La inflación total había aumentado hasta 4,9% anual en marzo, en línea con lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). La inflación subyacente, en cambio, había sido algo menor que lo proyectado (3,7% anual), diferencia que se explicaba tanto por la evolución de los precios de bienes como de servicios, aunque con la influencia de ítems específicos en estos últimos. Las expectativas de inflación a dos años plazo se habían ajustado hacia 3%, aunque algunos indicadores seguían por sobre ese valor.

Los indicadores de actividad local continuaban sugiriendo un mayor dinamismo reciente, en buena parte por el desempeño de sectores de oferta relacionados con las exportaciones, en particular, la producción frutícola, pesquera y algunas líneas industriales vinculadas a ellas. En febrero, el Imacec se había reducido 0,1% anual (-0,5% mensual en la serie desestacionalizada), influido por el efecto calendario y el corte de suministro eléctrico de fines de ese mes. En todo caso, dicha contracción había sido algo menor que la prevista.

La evolución de la actividad había estado acompañada de una recuperación gradual de la demanda interna, acorde con lo esperado. Por el lado del consumo privado, los indicadores de alta frecuencia, como las ventas con medios de pago electrónicos, el índice de actividad del comercio minorista (IACM) y las importaciones de consumo seguían mostrando un crecimiento en sus últimos registros. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, el catastro de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) reportaba un aumento de las perspectivas de inversión para el período 2025-2028, a la vez que el IMCE, el índice mensual de actividad de la construcción (IMACON) y las importaciones de capital se mantenían estables. En el



trimestre móvil enero-marzo, la tasa de desempleo había alcanzado a 8,7% —se mantenía en 8,5% en términos desestacionalizados—, reflejo de un mercado laboral que no exhibía mayores cambios y seguía mostrando holguras acotadas.

El crédito bancario continuaba sin grandes variaciones. La Encuesta de Crédito Bancario del primer trimestre de 2025 seguía dando cuenta de una demanda crediticia débil en todas las carteras, además de condiciones de oferta sin modificaciones.

La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de abril y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión anticipaban que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se mantendría en 5,0%, lo que coincidía con lo implícito en los precios de los activos financieros. Hacia fines de este año, la EEE y la curva *forward* preveían una TPM de 4,5%, mientras que a un año plazo, la EEE, la EOF y la curva *forward* la ubicaban entre 4,25 y 4,5%.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

El antecedente más relevante desde la Reunión anterior era el cambio en el escenario global, dominado por los impactos de las tensiones comerciales. Al inédito incremento de aranceles por parte de Estados Unidos de América —y las contramedidas aplicadas por China—, se había agregado la incertidumbre generada por los anuncios posteriores del gobierno estadounidense.

También se hizo presente el impacto que estos eventos habían provocado en los mercados financieros globales, con movimientos importantes de los precios de los activos y un alza significativa de la volatilidad. De todos modos, resaltaba la evolución de las tasas de largo plazo estadounidenses y el dólar, que no habían actuado como el refugio que solían ser en situaciones de riesgo. Esto se diferenciaba de lo ocurrido en otras economías, donde se registraban caídas de las tasas de largo plazo en varias de ellas y movimientos mixtos de las monedas. En Chile, las variables financieras habían respondido favorablemente. El tipo de cambio había mostrado vaivenes, pero se ubicaba en niveles similares a los considerados en la última Reunión, tras su depreciación a inicios de abril y la posterior apreciación. Las tasas de interés habían bajado y la bolsa había subido. En cuanto a las materias primas, destacaba la caída del precio del petróleo.

La suma de todos estos desarrollos había llevado a una percepción negativa sobre el desempeño futuro de la economía global, en particular de Estados Unidos de América. Se mencionó que las proyecciones de crecimiento para esa economía, para el mundo y para los socios comerciales, contempladas en el IPoM de marzo, estaban relativamente en línea con las presentadas en el WEO de abril. No obstante, el escalamiento de las tensiones comerciales durante ese mes era significativo y podía abrir la puerta a revisiones a la baja adicionales en materia de crecimiento, aunque la temporalidad y magnitud de los efectos, así como la heterogeneidad de ellos en distintas regiones y países individuales, eran altamente inciertas. Con todo, la situación internacional se había vuelto significativamente más riesgosa, elevando la probabilidad de escenarios negativos más extremos.



Además de los efectos en el crecimiento, se señaló que era probable que las medidas arancelarias implicaran un redireccionamiento de los flujos comerciales. Esto podría provocar, al menos en el corto plazo, presiones a la baja en el precio de algunos bienes en países que fueran importadores de los bienes sujetos a aranceles, incluyendo a Chile. De todas formas, los efectos en la estructura de costos a mediano plazo no eran evidentes, toda vez que las distorsiones comerciales podrían afectar la eficiencia de las actuales cadenas de valor global.

Con todo, se destacó que al momento de la Reunión aún eran inciertos los efectos que tendría el cambio del escenario global sobre la actividad y persistía la duda sobre cuándo se podrían materializar y cuál sería el tamaño de su impacto. Era particularmente relevante evaluar cómo afectaría el *shock* de incertidumbre en la economía real —actividad, inversión, consumo. Se recordó que, en ocasiones anteriores, *shocks* macroeconómicos relevantes habían venido acompañados de un deterioro significativo de las condiciones financieras y una alta incertidumbre, y de una caída de las expectativas de hogares y empresas. Lo primero no había ocurrido hasta ahora, mientras que lo segundo ya comenzaba a verse en algunos indicadores, pero su magnitud e impactos en las decisiones de consumo e inversión no eran claros aún. Se hizo presente que el proceso de preparación del IPoM de junio debía considerar los impactos de estos cambios en el escenario interno y externo, para lo cual se dispondría de más información sobre los efectos de estos eventos en las variables financieras y reales de la economía mundial y local. De todas formas, se señaló que el *shock* arancelario y la mayor incertidumbre global iban en la dirección de generar condiciones externas menos favorables en materia de actividad económica.

Con relación a los desarrollos locales, se mencionó que los datos conocidos apuntaban a una economía que evolucionaba en torno a lo contemplado en el IPoM, aunque con riesgos para la inflación que parecían ser menores. Por un lado, los indicadores de actividad continuaban reflejando un mayor dinamismo reciente, en buena parte por el desempeño de sectores de oferta asociados a las exportaciones, acompañado de una recuperación gradual de la demanda interna. El mercado laboral mantenía niveles de holguras acotados, mostrando una lenta creación de empleo, pero las perspectivas para la inversión repuntaban. Por otro lado, aunque la inflación total se ubicaba en línea con lo previsto en el IPoM, la inflación subyacente era algo más baja, dando cuenta de la posibilidad de una menor propagación de los *shocks* inflacionarios de la segunda parte de 2024. Además, las expectativas de inflación a dos años se habían ajustado hacia 3%, aunque algunos indicadores continuaban sobre ese valor.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que la evolución del escenario externo ofrecía desafíos relevantes para el panorama macroeconómico local. Los cambios en la política comercial a nivel global habían deteriorado las perspectivas de crecimiento mundial, a la vez que habían aumentado la incertidumbre sobre su evolución futura. Coincidieron en que, si bien la dirección de los cambios era evidentemente negativa, la magnitud y temporalidad de estos efectos en la economía local eran inciertas.



Todos los Consejeros destacaron que los riesgos para inflación no se habían materializado y parecían moderarse, en un escenario donde no había diferencias respecto de la inflación total proyectada, pero sí se observaba una inflación subyacente menor que la prevista. De este modo, hubo acuerdo en que, si bien la inflación continuaría en niveles elevados en lo inmediato, su evolución reciente y la de sus principales determinantes reafirmaban las perspectivas de convergencia contenidas en el IPoM de marzo.

En este contexto, todos los Consejeros estimaron que era necesario acumular más información para evaluar adecuadamente los impactos del cambio en el escenario externo y sus implicancias para la política monetaria. No obstante, estaban de acuerdo en que las posibles implicancias del cambio de dicho escenario en la trayectoria inflacionaria podrían requerir que la TPM se acercara al rango neutral antes que lo previsto en el Informe de marzo. En este contexto, se evaluó: (i) reducir la TPM en 25 puntos base (pb); (ii) mantener la TPM en 5%.

Hubo acuerdo entre los Consejeros que la evaluación de ambas opciones debía considerar tanto aspectos de riesgo como tácticos. Sobre los primeros, las expectativas de mercado habían comenzado a contemplar recortes anticipados de la TPM en respuesta al deterioro del escenario global. Sin embargo, si bien se podía prever que el impacto de dicho deterioro sería negativo, no era evidente la magnitud del efecto, ni tampoco su temporalidad. De hecho, las expectativas de crecimiento registraban ajustes menores, en un escenario donde los datos de inicios de año mostraban un dinamismo mayor que el esperado hace unos meses. Varios Consejeros destacaron que tanto el estado de la economía como los posibles impactos del cambio del escenario externo sugerían menores presiones inflacionarias en adelante. No obstante, algunos Consejeros estimaron que el elevado nivel de la inflación y la posibilidad de algún *shock* de costos adicional eran factores que debían seguir teniéndose presente, en parte, porque se debía evitar un escenario donde el entorno externo se hacía aún más complejo, pero los riesgos para la persistencia de la inflación no estaban del todo controlados.

Respecto de la opción de bajar la TPM, un Consejero consideró que, con los nuevos antecedentes, la estrategia más adecuada podría implicar una trayectoria para la política monetaria algo menos contractiva de lo considerado previamente, la que era compatible con ambas opciones discutidas. Varios Consejeros coincidieron en que la opción de bajar en esta Reunión podía causar lecturas erróneas sobre el impacto del escenario externo en la economía local o una volatilidad indeseada en el mercado, en un escenario que ya era volátil. Todos los Consejeros concordaron en que, en esta ocasión, la mejor alternativa era esperar y acumular información sobre la evolución del escenario externo y de la inflación y sus principales determinantes en el frente interno.

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%.

