



REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2025





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 316, celebrada el 9 de septiembre 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 Nicolás Grau Veloso.

Asisten también el Gerente General, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Mauricio Álvarez Montti; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de División Mercados Financieros, don Ricardo Consiglio Fonck; el Gerente de División Política Financiera, don Claudio Raddatz Kiefer; 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Wagner Brizzi; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

La inflación total había evolucionado acorde con lo previsto en el escenario central del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. Sin embargo, detrás de esa trayectoria se combinaban resultados dispares de sus componentes, destacando que la inflación subyacente había superado lo esperado, registrándose mayores incrementos tanto en la parte de bienes como de servicios.

El aumento de la inflación subyacente se había dado en un contexto de mayor dinamismo del gasto interno y presiones de costos elevadas. Todos estos elementos aumentaban la proyección para esta medición de la inflación entre fines de este año y la primera parte del próximo.

La actividad se había comportado en línea con lo anticipado, ratificando la transitoriedad de los factores que la impulsaron a inicios de año. No obstante, la demanda interna había tenido un desempeño mejor que lo previsto. Resaltaba la aceleración de la inversión en el segundo trimestre, particularmente visible en el componente de maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo (FBCF), cuyo dinamismo se habría mantenido en el tercer trimestre, según mostraban las cifras de importaciones de bienes de capital. En gran medida, el repunte de la inversión había estado apuntalado por el impulso de los grandes proyectos, a lo que se sumaban condiciones financieras algo más favorables y una mejora de la confianza empresarial respecto de años previos.



El consumo privado también había crecido más que lo anticipado, aunque la diferencia respecto de lo proyectado en junio había sido menor que en la inversión. Su avance ocurría a la par de una evolución favorable de algunos de sus fundamentos. Así, se observaba que los ingresos laborales —masa salarial real— habían seguido aumentando, si bien a un ritmo menor que en meses previos. En su composición contrastaba una baja creación de empleo con un elevado incremento de las remuneraciones. La situación financiera de los hogares había mejorado comparada con años anteriores, tanto por la disminución de las tasas de interés como de la carga financiera. En todo caso, los créditos bancarios de consumo mantenían un bajo dinamismo. Por último, las expectativas de los consumidores también mostraban un alza paulatina.

El escenario externo continuaba marcado por varios focos de incertidumbre. Aunque los impactos de los aranceles a nivel global habían sido acotados hasta ahora, su desarrollo era incierto y se seguía estimando que sus efectos económicos serían negativos. Más allá de los acuerdos alcanzados, el arancel promedio estadounidense se ubicaba algo por encima de 15%, su máximo desde la década de los cuarenta. Se agregaba la inquietud que habían generado las tensiones institucionales en ese país.

Los anuncios arancelarios del gobierno estadounidense habían afectado la temporalidad de los flujos de comercio y la actividad en las principales economías. El adelantamiento en el intercambio entre países había dificultado la lectura de los impactos que el conflicto comercial tendría en la economía mundial en los próximos trimestres. En cuanto a la inflación global, había indicios incipientes del impacto de la política arancelaria en Estados Unidos. En el resto de los países, no se observaban repercusiones, aunque varios de ellos preveían que los desvíos de comercio provocarían sobreoferta de algunos productos, con algunas presiones a la baja sobre la inflación.

En los mercados financieros internacionales, las tasas de interés de corto plazo habían caído ante las perspectivas que la Reserva Federal (Fed) retomara sus recortes de tasas en lo inmediato. Sin embargo, los riesgos al alza sobre la inflación en Estados Unidos mantenían incierta la dinámica futura de este proceso. En ese contexto, la curva de rendimiento de las tasas estadounidenses se había empujado.

Comparado con el cierre del IPoM pasado, las bolsas habían tenido alzas generalizadas, incluida la chilena (IPSA), mientras que las monedas exhibían movimientos mixtos. De todas formas, el dólar se mantenía depreciado a nivel global. El peso chileno acumulaba una depreciación del orden de 3% respecto del dólar y de alrededor de 3,5% comparado con una canasta más amplia de países (TCM).

En el escenario central del IPoM de septiembre, las proyecciones de crecimiento de la demanda interna aumentaban, especialmente este año. Para el PIB, también se efectuaban ajustes al alza, aunque en menor magnitud. En la inflación, se estimaba que, entre fines de este año y la primera parte del próximo, el componente subyacente alcanzaría niveles mayores que los previstos en junio. La inflación total convergería a 3% durante el tercer trimestre de 2026.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

En el plano externo, se destacó que, en términos generales, los antecedentes disponibles no daban cuenta de cambios significativos respecto de la Reunión previa. Persistían los riesgos derivados de la política arancelaria de Estados Unidos y de las tensiones geopolíticas. En el corto plazo, las cifras de actividad global no daban cuenta de impactos relevantes del alza de los aranceles. Probablemente, esto se debía a los cambios en los patrones de comercio que se produjeron tras los primeros anuncios al respecto, que se habían traducido en un adelantamiento de las importaciones en Estados Unidos.

Respecto de la inflación global, se destacaron los riesgos en la economía estadounidense. Se mencionó que, por un lado, en esa economía ya se evidenciaban los efectos en los precios de los productos más expuestos a los aranceles. Por otro, el mercado laboral había dado muestras de un debilitamiento mayor que el previsto por el mercado, aunque coherente con el escenario central que anticipaba una desaceleración de la actividad en dicho país. Esto último había hecho que, más allá de las tensiones institucionales, aumentaran las apuestas por nuevos recortes de la tasa de los fondos federales. Se resaltó que había riesgos relevantes en torno a este proceso. De una parte, no se podía descartar que el impacto de los aranceles en la inflación aumentara en la medida que estas medidas fueran consolidándose. De otra, tanto las políticas migratorias como el mayor gasto fiscal implicaban presiones inflacionarias más altas para la economía estadounidense.

A nivel local, se resaltó que si bien la inflación transitaba conforme se esperaba, el principal cambio del escenario macroeconómico era el aumento de la inflación subyacente. La proyección a diciembre de este año subía de 3,1 a 3,7%, si se comparaban los escenarios centrales del IPoM de septiembre y junio. Este cambio, se argumentó, era relevante, tanto por su magnitud como por el hecho de que se trataba de un incremento relativamente generalizado en sus distintos componentes. Se hizo presente que el alza de la inflación subyacente respondía a una combinación de factores. Una demanda interna mayor a la prevista durante el segundo trimestre; una depreciación más intensa del tipo de cambio; en un contexto de costos laborales elevados.

Se discutió acerca de las implicancias de estas novedades para la convergencia inflacionaria, destacándose que el escenario del IPoM de septiembre consideraba que los impactos no serían demasiado persistentes. Por un lado, el mayor dinamismo de la demanda interna se explicaba, en parte importante, por un aumento en la inversión en maquinaria y equipos, componente que tenía implicancias inflacionarias menores. Además, si bien el consumo también había sido mayor que lo previsto, sus fundamentos no apuntaban a un dinamismo significativamente mayor. En particular, el mercado laboral, aunque con señales mixtas, no mostraba un dinamismo relevante, y el aumento de la masa salarial seguía sostenido por el alza de las remuneraciones.

Por otro lado, el tipo de cambio real se encontraba en niveles relativamente altos, tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con períodos recientes. Esto sugería que, en un contexto de una economía que se iba estabilizando en torno a sus valores de largo plazo —y de no mediar sorpresas relevantes en la economía global—, se esperaba una apreciación real del peso que implicara menores presiones inflacionarias por el lado de los bienes transables.

Respecto de las presiones de costos, se destacó la evolución de los costos laborales, que habían aumentado de forma significativa en los últimos años. Al respecto, se resaltaron dos elementos. Primero, en la medida que una fracción significativa de los aumentos de costos se debían a modificaciones regulatorias, estos debiesen ir disipándose en el tiempo. De todos modos, aún quedaban alzas de costos laborales que debían implementarse, las que estaban incluidas en el escenario de proyecciones, pero debían monitorearse. Segundo, la presión que ejercían los costos laborales sobre los precios debía considerar también la dinámica de la productividad del trabajo, que habría subido en lo más reciente, pero no era claro si de forma persistente.

Por último, se destacó que los efectos de segunda vuelta asociados al incremento de la inflación subyacente deberían ser acotados. Por un lado, las expectativas de inflación a dos años plazo estaban alineadas con la meta de 3%. Por otro, la inflación total, que determinaba la indexación, había evolucionado de acuerdo con lo esperado, porque algunos componentes más volátiles habían sorprendido a la baja. Además, el dato de inflación de agosto, conocido después de realizadas las proyecciones del IPoM, había estado en línea con lo estimado, tanto en el índice total como en el subyacente. En todo caso, se remarcó que los registros de inflación de los últimos meses habían sido bastante volátiles, lo que dificultaba la lectura de las tendencias inflacionarias. De hecho, si bien la inflación subyacente había sido mayor a la prevista en el IPoM de junio, la diferencia había sido de signo inverso entre los informes de marzo y junio. Con todo, el alza de la inflación subyacente era un antecedente relevante, toda vez que este componente tendía a ser más persistente.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes disponibles llevaban a concluir que la estrategia de política monetaria no debía tener cambios significativos respecto de lo delineado previamente. Esto implicaba que la Tasa de Política Monetaria (TPM) debía seguir convergiendo hacia su rango de valores neutrales. No obstante, varios Consejeros añadieron que los riesgos para la inflación habían aumentado. Si bien el escenario central de proyecciones continuaba anticipando una convergencia de la inflación durante 2026, existían riesgos que no debían ser ignorados ni minimizados, sobre todo en un contexto donde la inflación había sido mayor a la meta por un tiempo prolongado.

Hubo acuerdo entre los Consejeros que el escenario externo seguía representando un riesgo importante en diferentes dimensiones y era necesario mantener una economía sana y balanceada para enfrentarlo de manera adecuada. Sin embargo, el plano local era donde afloraban los principales elementos a observar. Por un lado, no era descartable un consumo más dinámico, donde los factores detrás del mayor gasto de los hogares en el segundo trimestre pudieran ser algo más persistentes. Por otro, las presiones de costo eran elevadas y había que mirar con atención su traspaso a precios. Se sumaba que en los últimos años la inflación había sido afectada por un conjunto inédito de shocks en la misma dirección, por lo que la política monetaria debía considerar los riesgos de una persistencia mayor. En todo caso, estos no se observaban, toda vez que las expectativas de inflación seguían alineadas con la meta de 3% a dos años plazo.



En este contexto, todos los Consejeros concordaron en que lo prudente era pausar el proceso de reducción de la TPM hacia su rango de valores neutrales y monitorear de cerca la evolución de la inflación subyacente y sus fundamentos. De este modo, hubo acuerdo en que la única opción plausible era mantener la TPM en 4,75%.

Todos los Consejeros coincidieron en que el hecho de que la TPM estuviera más cerca de su rango de valores neutrales hacía más necesario un análisis pausado de sus movimientos. Concordaron también que era necesario acumular más antecedentes antes de revisar el rango de valores para la TPM neutral, el que seguía estimándose entre 3,5 y 4,5%. No obstante, varios Consejeros señalaron que, a su juicio, era más probable que la TPM neutral se ubicará en la mitad superior de dicho rango.

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 4,75%.

