

Informe Económico Mensual

Octubre 2024

Felipe Ramírez
Economista Jefe

Nicolás García
Economista Senior

Danilo Castro
Analista de Estudios Senior

Cierre estadístico: 22-10-2024



DESTACADOS

- En Estados Unidos la Reserva Federal (FED) inició el ciclo de normalización de la política monetaria con un recorte de 50 puntos base. En su comunicado, la FED señala preocupación por la situación del mercado laboral, por lo que las tasas de mercado han tendido a mostrarse más sensibles ante nuevos datos laborales. En su reunión de octubre, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su ciclo de recortes (-25 pb), decisión que estuvo en línea con las expectativas de mercado, y donde señaló una mayor preocupación por el escenario de actividad
- Luego del significativo impulso registrado en julio (4,5% a/a), la economía doméstica modera su ritmo de expansión anual en agosto con un crecimiento del Imacec de 2,3% a/a. Al analizar las cifras, preocupa en particular la debilidad que muestra el componente no minero, cuya tendencia refleja una economía que continúa estancada, sin señales claras hacia una recuperación más robusta, algo que se evidencia en la caída mensual desestacionalizada de todos los sectores.
- La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en agosto 2024 se situó en un 8,9%, aumentando en 0,2 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior. El número de ocupados tuvo su cuarta caída consecutiva, decreciendo este mes en 22.416. Al ajustar por estacionalidad, en tanto, los ocupados decrecieron en 1.416. Con este resultado, en solo dos meses se han destruido 28.509 puestos de trabajo, la peor cifra desde junio del 2021, reflejando una economía que en el margen está teniendo dificultades para crear empleo.
- El IPC de septiembre registró un alza mensual de 0,1%, bajo precios de activos y encuestas, dejando la inflación a 12 meses en 4,0%. El IPC sin volátiles registró un alza mensual de 0,3%. Si bien los bienes tuvieron una variación mensual nula, reflejando que el traspaso del tipo de cambio a precios se mantiene contenido, su analítico volátil tuvo una fuerte reducción (-0,5%), liderada por alimentos y energía. Preliminarmente, para octubre esperamos una variación mensual del IPC de 0,4%, bajo el 0,6% de encuestas y precios de activos.
- De acuerdo con el último Informe de Finanzas Públicas, en 2024 el balance cíclicamente ajustado del gobierno central total alcanzaría un déficit de 2,3% del PIB, valor que sobrepasa la meta de -1,9% de PIB. El gasto fiscal en 2025 crecería un 2,7% real. Optimismo en proyecciones sobre la recaudación fiscal hacen prever una senda para el balance fiscal más deficitaria de la que proyecta Dipres. Esto podría constituir una fuerza alcista para las tasas de los papeles soberanos, en la medida que un mayor déficit puede financiarse con una mayor emisión de deuda.
- Las tasas cortas y largas locales han tendido a subir durante octubre, respondiendo a los movimientos de sus pares internacionales. Tasas cortas domésticas aumentando por mayores expectativas en torno a la *fed fund rate*, con un mercado asignándole el rol de "*effective lower bound*" de la TPM local. Tasas largas domésticas, en tanto, contagiándose de las tasas largas externas, que han subido en línea con el aumento de la probabilidad de que Donald Trump sea electo en las elecciones norteamericanas.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

En lo más inmediato, los ojos del mercado estarán puestos en el mercado laboral de Estados Unidos, y en el conflicto de Medio Oriente.

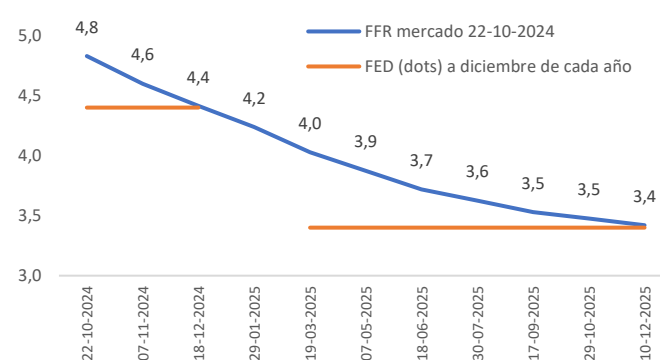
En su reunión de septiembre, la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos inició su ciclo de normalización monetaria. La magnitud del recorte (50 pb), en tanto, sorprendió a parte del mercado que esperaba un recorte de 25 pb, en una antesala con expectativas distribuidas de forma bastante similar entre ambas opciones. En su comunicado, la FED incorporó elementos que señalizan su preocupación por la situación del mercado laboral y, en concordancia con lo anterior, las tasas de mercado han tendido a responder más a datos del mercado laboral. En lo más inmediato, la incertidumbre en torno a las elecciones norteamericanas contribuirá a aumentar la volatilidad de los mercados internacionales, algo que ya se ha visto en los premios por plazo de las tasas largas norteamericanas (sección 2.6).

En su reunión de octubre, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con su ciclo de recortes (-25 pb), decisión que estuvo en línea con las expectativas de mercado, y donde señaló una mayor preocupación por el escenario de actividad. En su comunicado, el BCE mantuvo una postura data dependiente, y señaló que seguirá determinando sus decisiones reunión por reunión en función de los datos que se vayan conociendo. No obstante, los mercados esperan que el BCE vuelva a reducir la tasa en su próxima reunión de diciembre, llevándola al 3%.

En lo más reciente, el gobierno chino ha anunciado la implementación de distintos paquetes de estímulos para reactivar la economía y, particularmente, el debilitado sector inmobiliario. Si bien son medidas que van bien encaminadas, parecieran no tener la magnitud suficiente como para cumplir con este objetivo. En línea con lo anterior, datos de actividad en el margen muestran un crecimiento de la actividad algo menor a lo esperado por el mercado en el tercer trimestre del año (Gráfico 1.3). Asimismo, recientemente el FMI recortó su proyección de crecimiento para China desde un 5,0% a un 4,8%.

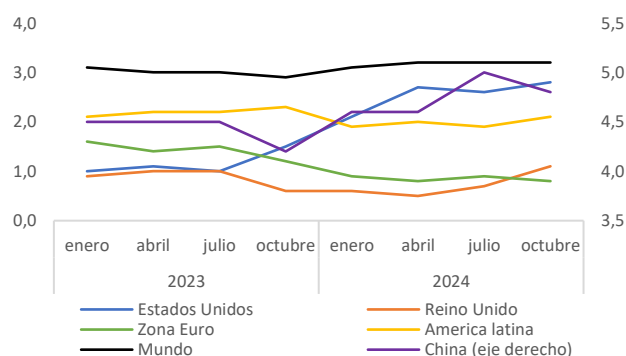
Finalmente, la intensificación del conflicto de Medio Oriente constituye un aumento de los riesgos en el escenario externo, en particular por sus efectos sobre el precio del petróleo. Por lo tanto, es esperable una mayor volatilidad de este commodity en lo más inmediato en la medida que surjan nuevos antecedentes sobre el conflicto.

Gráfico 1.1: Expectativas de mercado sobre la Fed Funds Rate (porcentaje)



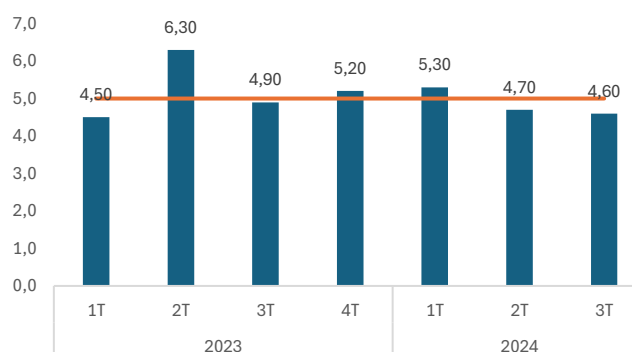
Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.3: Proyecciones de actividad para 2024, FMI. (% var. anual del PIB)



Fuente: FMI y Coopeuch.

Gráfico 1.3: Crecimiento del PIB en China. (% var. anual del PIB)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.1 Actividad

Caída mensual desestacionalizada de la mayor parte de los sectores refleja una economía que sigue estancada, sin señales claras hacia una recuperación más robusta.

Luego del significativo impulso registrado en julio (4,5% a/a), la economía modera su ritmo de expansión anual en agosto con un crecimiento de 2,3% a/a (mediana de la encuesta Bloomberg= 2,5% a/a).

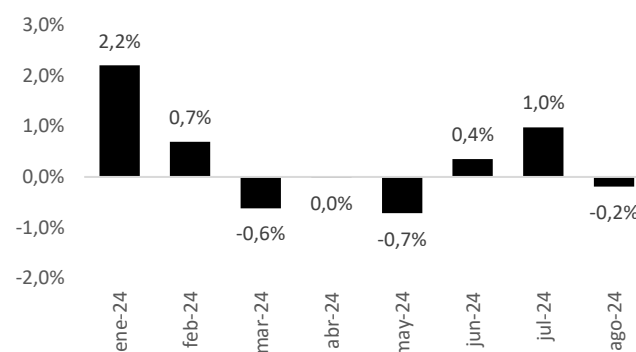
Al analizar las cifras, preocupa en particular la debilidad que muestra el componente no minero, cuya tendencia refleja una economía que continúa estancada, sin señales claras hacia una recuperación más robusta, algo que se evidencia en la caída mensual desestacionalizada de todos los sectores (gráfico 2.1.2).

Es importante destacar que 2024 ha sido un año incidido fuertemente por interrupciones transitorias de distinto signo (cambios en feriados; cambios en vacaciones escolares; paros; temporales; etc.) y que han aportado ruido a los datos. Esta situación seguirá presente en el Imacec de septiembre, como consecuencia del efecto de los feriados de Fiestas Patrias sobre la composición de días hábiles en dicho mes.

¿Cuánto han pegado estas interrupciones sobre la actividad? Una forma de tener una aproximación de este efecto en lo que va de 2024 es comparar las series con y sin ajuste estacional que publica el Banco Central de Chile. La diferencia entre ambas series corresponde a los efectos calendario y estacional, y es una medida que nos permite hacer una comparación entre el impacto sobre la actividad económica que típicamente se ha observado de ambos factores en el pasado, contra el impacto que se ha registrado en 2024. En el gráfico 2.1.3 se reporta esta medida calculada como una brecha (serie SA sobre serie original). Podemos ver que, en comparación con el promedio del periodo 2013-2023 la magnitud de este efecto ha sido mayor en 2024. Si bien este ejercicio es una medida imprecisa del efecto total de los distintos eventos atípicos que ha enfrentado nuestra economía este año, puede ser entendida como una cota inferior, lo que de todas maneras refleja el significativo impacto que han tenido estas interrupciones sobre la actividad económica.

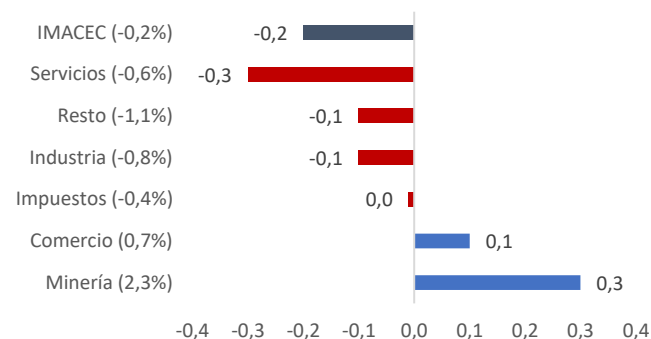
Preliminarmente, para el Imacec de septiembre proyectamos un alza anual de 1,8%, impulsada principalmente por los servicios. Con este resultado la economía habría registrado un crecimiento de 2,7% el tercer trimestre del año. Para 2024 mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2,6%.

Gráfico 2.1.1: Imacec total
(% var. m/m, SA)



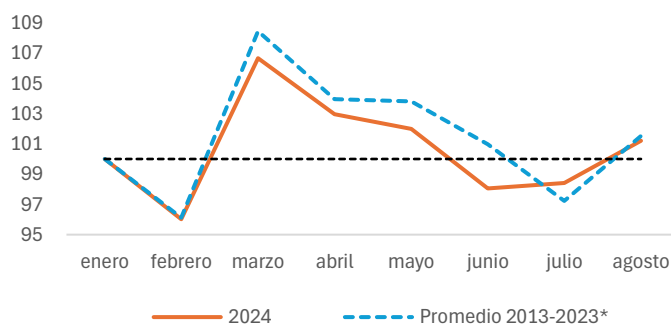
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

Gráfico 2.1.2: Imacec agosto
(% var. m/m y contribuciones porcentuales, SA)



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch. (2) "Resto" no considera energía.

Gráfico 2.1.3: Imacec, serie SA / serie original.
(índice enero = 100)



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch. (*) Periodo no considera años 2020 y 2021.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.2 Mercado del trabajo

Economía con dificultades para crear empleo. Tasa de desocupación sube a 8,9%, con ocupados registrando su cuarta caída consecutiva.

La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en agosto 2024 se situó en un 8,9%, aumentando en 0,2 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior. La cifra estuvo en línea con lo proyectado por mercado (Bloomberg: 8,9%). Al descontar factores estacionales, la tasa de desocupación tuvo un aumento desde un 8,5% a un 8,7% (gráfico 2.2.1).

El número de ocupados tuvo su cuarta caída consecutiva, decreciendo este mes en 22.416. Al ajustar por estacionalidad, en tanto, los ocupados decrecieron en 1.416. Con este resultado, en solo dos meses se han destruido 28.509 puestos de trabajo, la peor cifra desde junio del 2021, reflejando una economía que en el margen está teniendo dificultades para crear empleo (Gráfico 2.2.2).

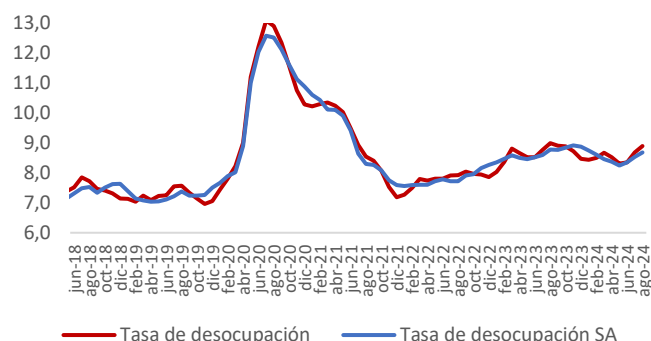
Al descomponer por categoría de la ocupación, los asalariados privados presentaron una destrucción de empleo mensual más allá de su estacionalidad (-22.143), su sexta caída consecutiva. Evolución similar tuvieron los asalariados públicos, presentando una fuerte caída mensual de 15.843 puestos de trabajo. El empleo por cuenta propia, en tanto, que tuvo una caída mensual significativa en el trimestre móvil anterior, en esta coyuntura tuvo un rebote técnico, creando 19.528 puestos de trabajo.

Es importante destacar que este mes hubo un aumento de los inactivos de 12.848, generando un cuarto retroceso consecutivo de la tasa de participación. Esta menor oferta laboral, posiblemente ligada a un efecto de desaliento, ha venido acompañada de una menor demanda por trabajo, con avisos laborales por internet alcanzando incluso niveles similares a los momentos más críticos de la pandemia (Gráfico 2.2.3).

En cuanto a la formalidad e informalidad de la ocupación, esta vez la caída mensual de los ocupados se distribuyó equitativamente entre el empleo formal e informal: mientras los primeros cayeron en 13.094, los segundos lo hicieron en 9.392. Interesante mencionar que, en comparación con agosto 2023, el 61% del empleo creado ha sido informal.

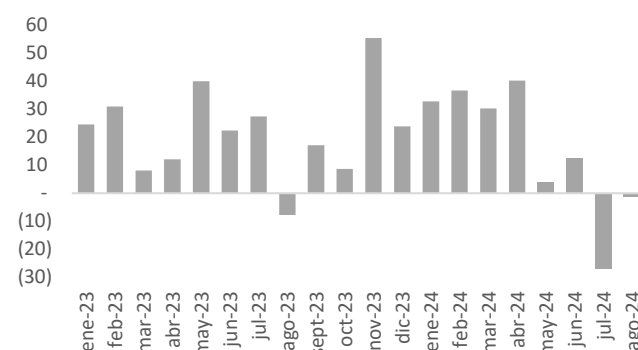
Preliminarmente, estimamos un aumento de la tasa de desocupación en el próximo trimestre móvil terminado en septiembre, pasando de 8,9% a un 9,0%.

Gráfico 2.2.1: Tasa de desocupación
(porcentaje)



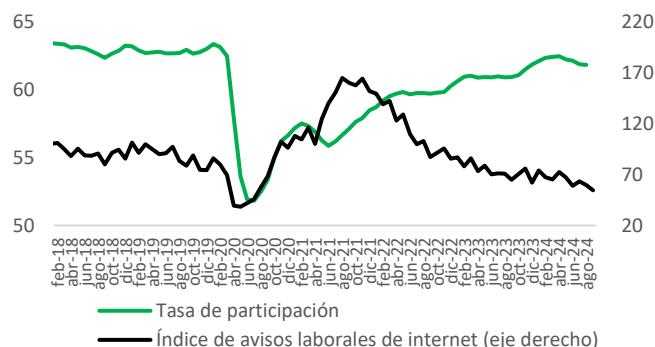
Fuente: INE y Coopeuch.

Gráfico 2.2.2: Ocupados SA
(variación mensual, miles de personas)



Fuente: INE y Coopeuch.

Gráfico 2.2.3: Oferta y demanda de trabajo
(índice)



Fuente: INE y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.3 IPC

IPC de septiembre bajo lo esperado, con alimentos volátiles cayendo fuerte. Debilidad de la demanda sigue conteniendo el traspaso de tipo de cambio a precios. Proyectamos una IPC de octubre de 0,4% m/m.

El IPC de septiembre registró un alza mensual de 0,1%, por debajo de precios de activos y encuestas, dejando la inflación a 12 meses en 4,0%. El IPC sin volátiles, en tanto, registró un alza mensual de 0,3%.

Desagregando, si bien los bienes tuvieron una variación mensual nula (reflejando que se mantiene contenido el traspaso del tipo de cambio a precios), su analítico volátil tuvo una fuerte reducción (-0,5%), liderada por la sorpresiva baja de alimentos (-0,8%, gráfico 2.3.1) y la esperada baja de energía (-1,4%).

Los servicios, en tanto, tuvieron un alza mensual de 0,2%, al igual que sus analíticos no volátil y volátil, en línea con promedios históricos. De esta manera, el alto registro de los servicios sin volátiles de agosto, posiblemente ligado al alza reciente de los salarios, se difumina en septiembre, reduciendo los riesgos de una mayor persistencia inflacionaria.

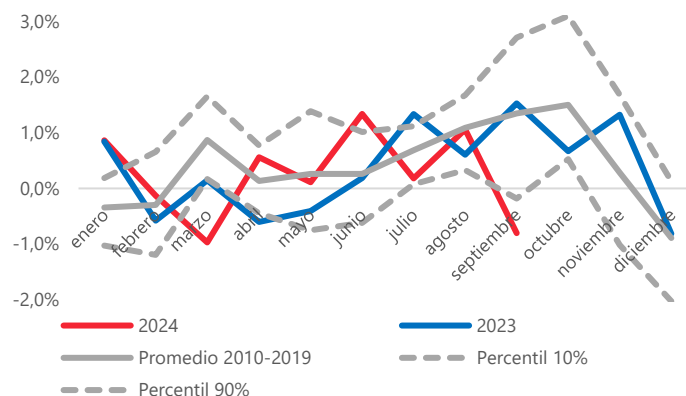
Al igual que agosto, en septiembre se mantuvieron acotados los efectos de segunda vuelta relacionados al aumento de tarifas eléctricas, lo que constituye una buena noticia para el diagnóstico del último IPoM.

Preliminarmente, para octubre esperamos una variación mensual del IPC de 0,4%, bajo el 0,6% de encuestas y precios de activos. Los protagonistas de la cifra serían dos: (1) la nueva alza del ítem Suministro de electricidad, donde esperamos que aporte con una incidencia cercana a 0,4 p.p.; y (2) la caída de precios de productos ligados al Cyberday.

Notemos que, limpiando el shock tarifario eléctrico, entonces octubre estaría teniendo una inflación cercana al 0% m/m, lo que, sumado al dato de septiembre de 0,1% m/m, demuestra que la inflación está bastante apagada en el margen.

Las proyecciones de inflación para los próximos meses han venido retrocediendo en el mes, en línea con nuestras proyecciones del informe anterior. Sin embargo, nuestras proyecciones también han sufrido modificaciones en esta edición, y hoy seguimos encontrándonos por debajo de mercado. Estimamos una variación anual del IPC de 4,2% para diciembre 2024, bajo el 4,4% esperado por mercado y el 4,5% del IPoM de septiembre. Para diciembre 2025, en tanto, tendemos a alinearnos más con mercado, esperando un 3,3% de variación anual del IPC (gráfico 2.3.3).

Gráfico 2.3.1: IPC alimentos volátiles
(var. % m/m)



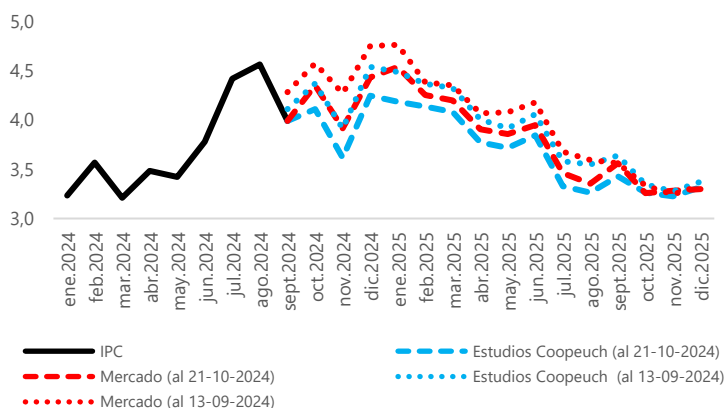
Fuente: INE y Coopeuch.

Tabla 2.3.2: Proyección IPC octubre
(variación e incidencias)

oct-24	Modelo IPC (%)	Incidencia (p.p.)
ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS	0,7	0,153
BEBIDAS ALCOHÓLICAS Y TABACO	1,5	0,055
VESTUARIO Y CALZADO	-6,1	-0,168
VIVIENDA Y SERVICIOS BÁSICOS	2,7	0,471
EQUIPAMIENTO Y MANTENCIÓN DEL HOGAR	-0,8	-0,048
SALUD	0,1	0,006
TRANSPORTE	-0,5	-0,059
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	-0,8	-0,053
RECREACIÓN, DEPORTES Y CULTURA	-0,1	-0,005
EDUCACIÓN	0,0	-0,001
RESTAURANTES Y ALOJAMIENTO	0,6	0,041
SEGUROS Y SERVICIOS FINANCIEROS	0,8	0,009
BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS	0,2	0,007
IPC		0,41

Fuente: Coopeuch.

Gráfico 2.3.3: Proyección IPC
(variación anual)



Fuente: INE, Tradition y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.4 Política monetaria

Debilidad en los fundamentos de la actividad, en conjunto con expectativas de inflación ancladas, realzan importancia de seguir bajando la TPM. Riesgos externos ponen la nota de cautela.

En su Reunión de Política Monetaria de octubre, y apegándose a un particularmente fuerte consenso de mercado (gráfico 2.4.1), el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 5,25%. La decisión fue adoptada por la unanimidad de sus miembros.

Los antecedentes del comunicado realzan la debilidad que se está viendo en los fundamentos de la actividad: un mercado laboral destruyendo puestos de trabajo, un crédito bancario que continúa débil e indicadores de gasto de alta frecuencia señalando estabilidad en los últimos meses. Todo esto, en un contexto de expectativas de inflación ancladas, pese al shock tarifario eléctrico y los acontecimientos geopolíticos internacionales de las últimas semanas. De esta manera, creemos que se configura un escenario donde, más pronto que tarde, la TPM debe converger a su nivel neutral.

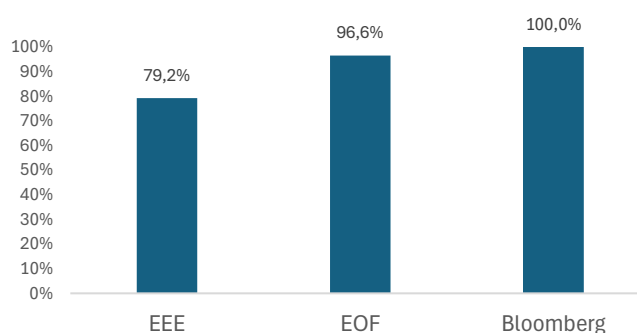
A nuestro juicio, resulta particularmente llamativo del comunicado que se hiciera explícito que las expectativas de inflación a un año, variable que no es común que se cite en comunicados de RPM, hayan retrocedido, lo que podría sugerir que para el Consejo los efectos directos e indirectos de las tarifas eléctricas han perdido el protagonismo de meses atrás.

Respecto al escenario internacional, el comunicado refleja una mayor preocupación del Consejo en comparación con el comunicado anterior, aludiendo la situación de Estados Unidos y China y el conflicto en Medio Oriente.

Es muy probable que dentro de las opciones de política que se discutieron estuviera la reducción de TPM de 50 puntos base. Sin embargo, haberla explicado a un mercado que prácticamente ponía peso cero a esta opción implicaba riesgos comunicacionales altos, lo que habría descartado esta opción.

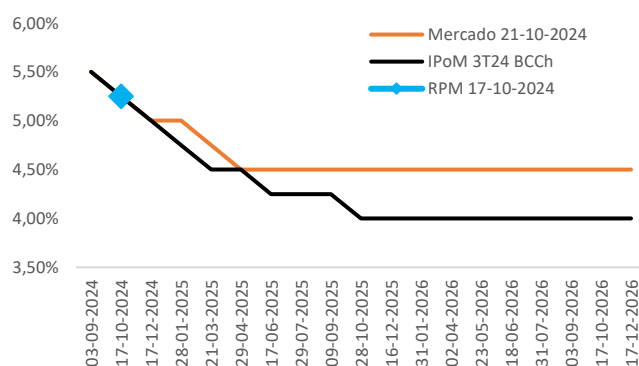
Respecto al forward guidance entregado, éste no es explícito, en el sentido que, pese a que se reconoce que la macroeconomía ha evolucionado relativamente en línea con el último IPoM, la trayectoria más probable de TPM no queda anclada al último corredor ni tampoco a alguna otra medida concreta (como encuestas o precios de activos). ¿La razón? Creemos que el Consejo podría estar pensando en una evolución de TPM incluso algo menor al del escenario central del IPoM de septiembre.

Gráfico 2.4.1: Porcentaje de respuestas favorables a un recorte de 25 pb en RPM del 17 de octubre.



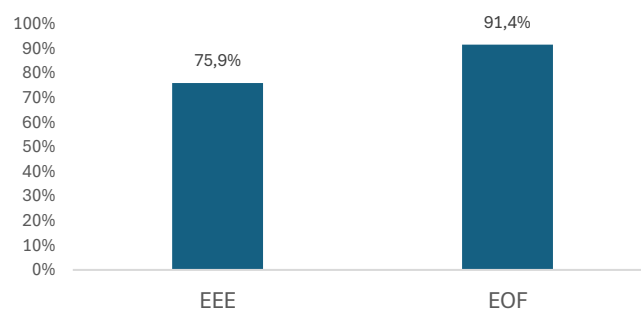
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg. Encuestas de octubre pre RPM.

Gráfico 2.4.2: Trayectoria futura para la TPM



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2.4.3: Porcentaje de respuestas favorables a un recorte de 25 pb en RPM del 17 de diciembre



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch. Encuestas de octubre pre RPM.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.5 Tasas cortas

Tasas cortas aumentando en el mes, impulsadas por mayores expectativas en torno a la *fed fund rate*.

El comunicado de la RPM de octubre no tuvo grandes efectos en las tasas de interés cortas. No solamente porque la decisión de reducción de 25 puntos base era ampliamente esperada, sino también porque el mercado interpretó que el plan de corto plazo del IPoM de septiembre seguía plenamente vigente (es decir, reducciones seguidas de 25 puntos base, al menos hasta marzo).

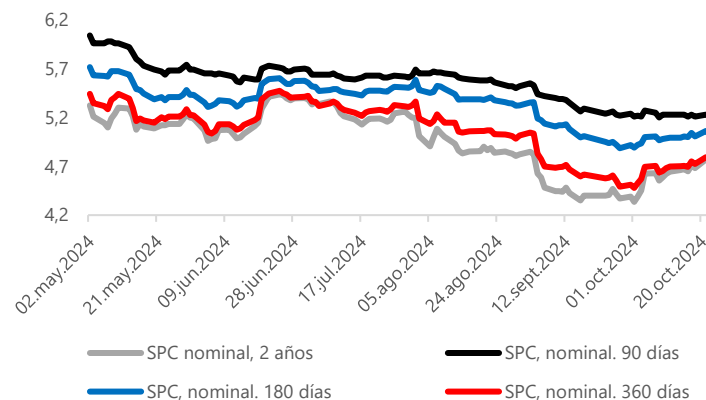
Comparadas con el mes pasado, las tasas cortas aumentaron (gráfico 2.5.1). Esto parece estar incidido por las expectativas en torno *fed fund rate*, donde, como consecuencia de mayores expectativas en torno a la inflación y el crecimiento económico, los mercados están apostando por una tasa terminal más alta en el mediano plazo. Dado que en la historia han sido muy pocas las veces en donde el nivel de la TPM cae por debajo de la *fed fund rate*, el mercado estaría internalizando este comportamiento histórico en sus expectativas.

Nuestro escenario central para los próximos movimientos de TPM se mantiene respecto al que teníamos en la última edición de este informe: esperamos bajas consecutivas de 25 puntos base en cada una de las siguientes reuniones, hasta llegar a la TPM neutral de 4% a fines del segundo trimestre del 2025. Nuestra apuesta a que el Banco Central continuará con sus bajas de TPM a un ritmo mayor a lo internalizado en precios de activos se sustenta en lo apagada que está la inflación en el margen y en la debilidad de los fundamentos del gasto.

Importante mencionar que, si es por un periodo relativamente corto, no vemos grandes costos de tener una TPM por debajo de la *fed fund rate*. Más bien, los riesgos más importantes para nuestro escenario central de TPM los visualizamos en el caso de un agravamiento de las tensiones geopolíticas.

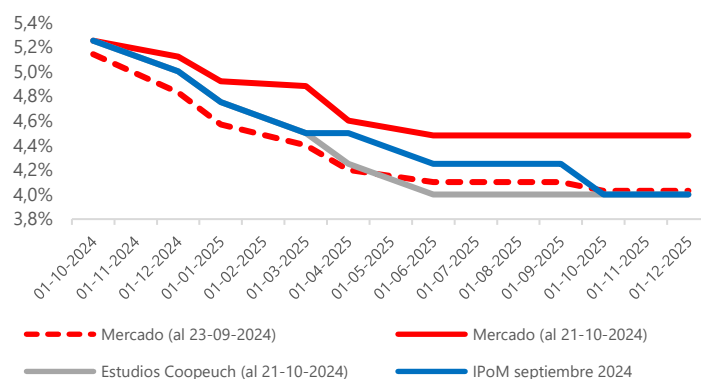
Con todo lo anterior, y como se ve en el gráfico 2.5.3, vemos algo desalineadas las tasas de interés de corto plazo, lo que esperamos se corrija en el corto plazo.

Gráfico 2.5.1: Tasas SPC (porcentaje)



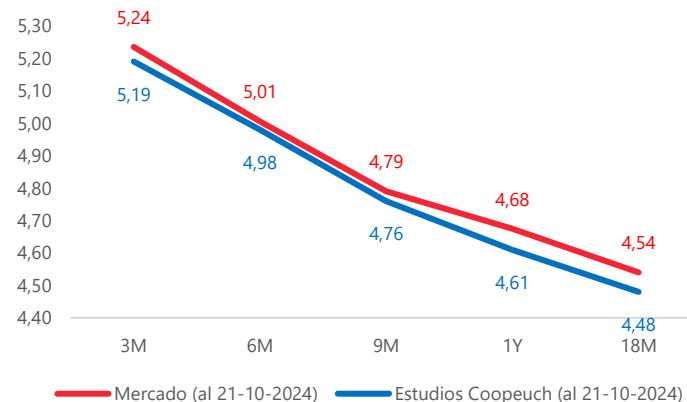
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch

Gráfico 2.5.2: Proyección de TPM (porcentaje)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 2.5.3: Curva fair value swap en pesos (porcentaje)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.6 Tasas largas

Tasas largas domésticas al alza en el mes, respondiendo a pares internacionales. ¿Principal driver? Aumento en la probabilidad de victoria de Trump.

Desde mediados de septiembre, la tasa del Treasury a 10 años ha subido cerca de 50 puntos base. En parte, el alza se debe a la subida del precio del petróleo, dado su impacto directo en mayores expectativas para la *fed fund rate*. Sin embargo, nuestros modelos internos sugieren que el alza se explica, en su gran mayoría, por la subida de los premios por plazo.

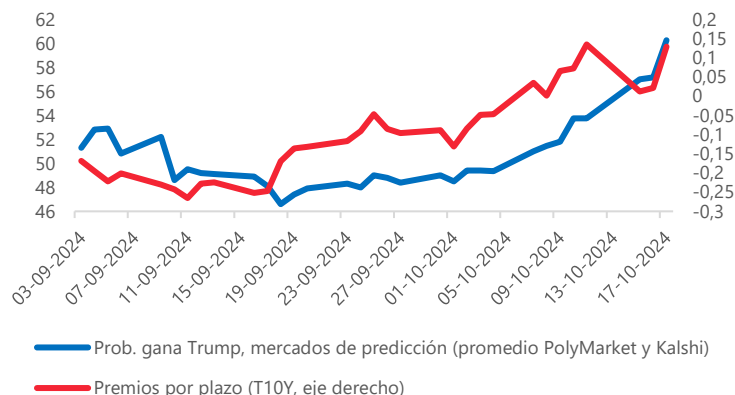
En la edición anterior de este informe, habíamos argumentado que el mayor riesgo alcista para los premios por plazo era una victoria de Trump en las próximas elecciones (5 de noviembre), dado sus implicancias en incertidumbre económica y déficit y deuda fiscal. Como se aprecia en el gráfico 2.6.1, de acuerdo con los mercados de predicción, en las últimas semanas ha venido aumentando la probabilidad de una victoria de Trump. Asimismo, si bien en promedio las encuestas aún muestran que Harris tiene una leve ventaja, Trump ha venido acortando distancias en el último mes. Esto, a nuestro juicio, ha sido el principal *driver* del alza de las tasas largas externas.

Las tasas largas domésticas se han contagiado del movimiento de sus pares internacionales. Respecto al informe pasado, estimamos que prácticamente la mitad del aumento de la tasa swap CERO nominal a 10 años se explica por el alza de los premios por plazo externos, mientras que la otra mitad se debe a aumentos en las expectativas de TPM (gráfico 2.6.2). Respecto a esto último, en el mes se han ido incrementando los niveles de TPM que se esperan sobre el año, probablemente por un efecto contagio derivado del alza de las tasas neutras internalizadas en activos internacionales.

Nuestros modelos de premios por plazo domésticos sugieren que el desalineamiento iniciado el segundo trimestre de este año, y que alcanzó su *peak* en julio, se deshizo a partir de agosto. Hoy estimamos que los premios por plazo alcanzan niveles acordes a fundamentos. Asimismo, tampoco vemos grandes desalineamientos en el componente de expectativas de TPM. Por todo lo anterior, creemos que los movimientos en el corto plazo de las tasas largas domésticas estarán estrechamente ligados a la elección presidencial en Estados Unidos.

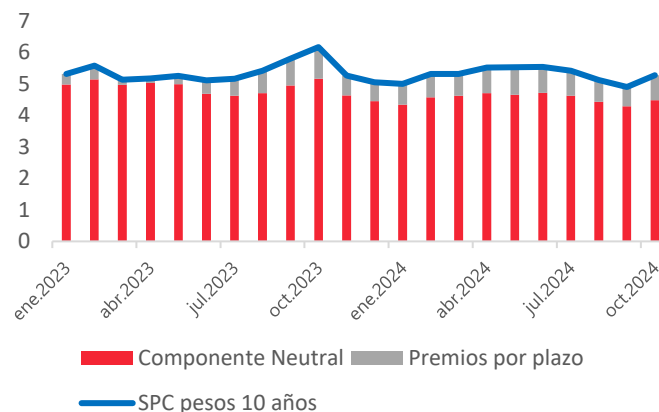
Respecto a swap spread, nos ha llamado la atención lo rápido que se han movido hacia valores menos negativos desde principios de agosto, lo que podría revertirse algo en el corto plazo.

Gráfico 2.6.1: Elecciones y premios por plazo, EEUU.
(probabilidad y puntos porcentuales)



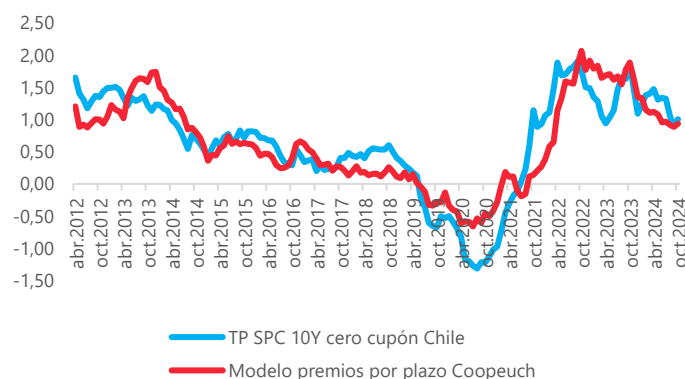
Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 2.6.2: Descomposición tasas SPC (modelo ACM)
(puntos porcentuales)



Fuente: RiskAmerica y Coopeuch.

Gráfico 2.6.3: Modelo interno premios por plazo
(porcentaje)



Fuente: RiskAmerica y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.7 Política fiscal

En 2024 el balance cíclicamente ajustado alcanzaría un déficit de 2,3% del PIB, valor que sobrepasa la meta de -1,9% de PIB. El gasto en 2025 crecería un 2,7% real.

Recientemente, el ejecutivo presentó al congreso el proyecto de ley de presupuestos para el año 2025 el que, como todos los años, fue acompañado con el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del tercer trimestre.

El escenario macroeconómico de 2024 presentado por el Ministerio de Hacienda no tiene cambios significativos en comparación con el IFP anterior: el PIB proyectado se mantiene en 2,6% (dentro del rango proyectado por el Banco Central en su último IPoM, que tiene como cota superior un crecimiento de 2,75%) (Tabla 2.7.1).

Por el lado de las cuentas fiscales, y en comparación con el IFP anterior, la recaudación esperada total se revisa a la baja en 452.685 millones de pesos, lo que se explica por una menor recaudación asociada a la gran minería privada (esto no considera la recaudación esperada de Codelco, que de hecho se revisa al alza) con lo que para 2024 se proyectan ingresos fiscales por 70.135.754 millones de pesos. Por el lado del gasto, en tanto, existe una revisión a la baja por 99.765 millones, lo que está asociado a una menor ejecución en prestaciones previsionales. Con este ajuste, el gasto total proyectado para 2024 asciende a 76.195.175 millones de pesos (Tabla 2.7.2).

Con todo, dado que el menor gasto proyectado no alcanza a compensar los menores ingresos esperados, el balance cíclicamente ajustado sería más deficitario que lo proyectado en el reporte anterior: 2,3% del PIB. Cabe destacar que la meta definida para el balance fiscal estructural en 2024 corresponde a un déficit de 1,9% del PIB, la que no se cumpliría (Tabla 2.7.2).

En cuanto a 2025, el escenario considera un crecimiento del PIB de 2,7%, mayor a la cota superior del escenario central del BCCh, que se sitúa en 2,5% (Tabla 2.7.1).

A partir de este escenario de actividad, se proyecta que la recaudación fiscal crecería un 8,5% real en 2025, mientras que la propuesta de gasto implica un crecimiento de 2,7% real con respecto a la proyección actualizada de gasto para 2024. Con todo, el balance estructural del fisco (ingresos menos gastos) seguiría siendo deficitario en 2025, y alcanzaría un 1,1% del PIB: exactamente la meta definida para dicho año (Tabla 2.7.3).

Tabla 2.7.1: PIB proyectado para 2024 y 2025

Año	Hacienda	BCCh
2024	2,6%	2,5%
2025	2,7%	2,0%

Fuente: Dipres y Coopeuch.

Tabla 2.7.2: Balance fiscal 2024

2024	\$MM 2023	% var.	% PIB
Ingresos efectivos	70.135.754	5,3	22,8
Ingresos estructurales	69.270.859		22,5
Gasto comprometido	76.195.175	3,5	24,8
Balance efectivo	-6.059.421		-2,0
Balance estructural	-6.924.316		-2,3
Deuda Bruta	126.590.105		41,2

Fuente: Dipres y Coopeuch.

Tabla 2.7.3: Balance fiscal 2025

2025	\$MM 2024	% var.	% PIB
Ingresos efectivos	79.286.725	8,5	24,3
Ingresos estructurales	78.835.232	9,2	24,1
Gasto comprometido	82.532.174	2,7	25,3
Balance efectivo	-3.245.448		-1,0
Balance estructural	-3.696.942		-1,1
Deuda Bruta	135.065.756		41,3

Fuente: Dipres y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.7 Política fiscal

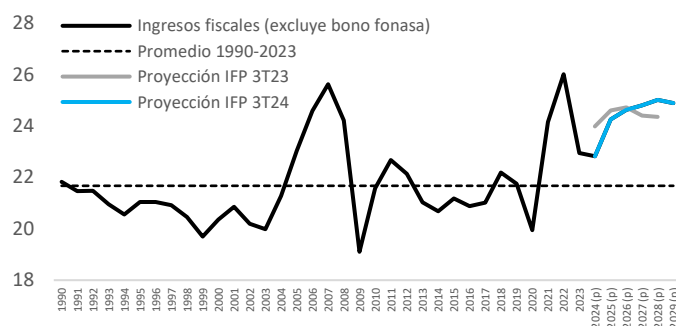
Optimismo en proyecciones sobre la recaudación fiscal hacen prever una senda para el balance fiscal más deficitaria de la que proyecta Dipres.

Al analizar en detalle las cifras entregadas por la Dipres, llama la atención el escenario proyectado para la recaudación fiscal. En particular, si comparamos la proyección que hoy se entrega para la recaudación fiscal de 2024 con respecto a la que se entregó en 2023 (en el contexto de la elaboración del presupuesto 2024), se puede ver que hubo una revisión hacia abajo bastante significativa. Es más, en dicha oportunidad de mediano plazo parecía optimista (alcanzando una relación contra PIB bastante superior a su promedio histórico), situación que, sin embargo, hoy se mantiene para el período 2025-2029 (Gráfico 2.7.1).

¿Qué implica lo anterior? Que la senda del déficit fiscal para el horizonte de mediano plazo probablemente sea más deficitaria de lo que hoy proyecta la Dipres. En efecto, si, por ejemplo, haciendo un ejercicio simple, mantenemos la proyección de recaudación fiscal de 2024 (como % del PIB) para todo el horizonte de proyección (utilizando el PIB y el nivel de gastos proyectado en el último IFP), nos encontramos con que el déficit fiscal efectivo se mantendría en torno a un 2% del PIB en todo el período, en contraste con la convergencia gradual hacia un equilibrio fiscal que proyecta la Dipres (Gráfico 2.7.2). Esto podría constituir una fuerza alcista para las tasas de los papeles soberanos, en la medida que un mayor déficit puede financiarse con una mayor emisión de deuda.

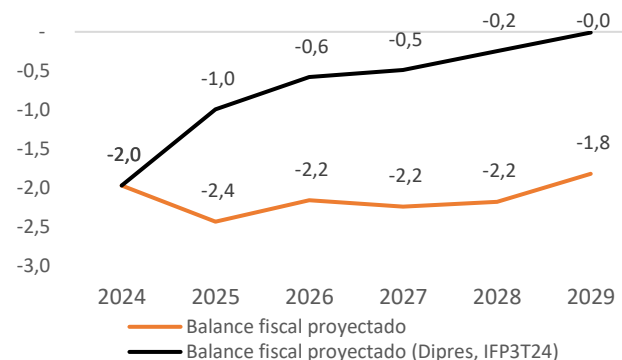
En relación con la deuda fiscal, las proyecciones para el mediano plazo (2024-2029) se revisan al alza en torno a 0,5 puntos del PIB entre 2024 y 2027 (en relación con la proyectada en el informe anterior) pero disminuye en 2028 y baja del 40% en 2029 (Gráfico 2.7.3). No obstante, es importante destacar que el proyecto de ley solicita un techo de deuda para 2025 de USD\$ 17.500, valor que es levemente menor al definido para 2024 (USD\$ 18.000) y similar al que se tuvo en 2023 (USD\$ 17.000). Esta menor oferta de papeles podría contribuir a restar presión a los niveles de tasas largas durante 2025.

Gráfico 2.7.1: Ingresos del gobierno central total (% del PIB)



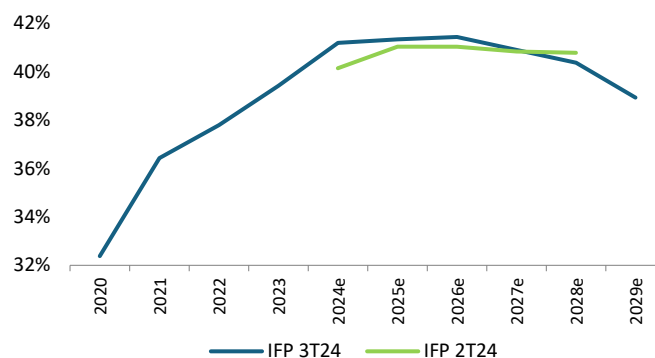
Fuente: Dipres y Coopeuch.

Gráfico 2.7.2: Balance fiscal efectivo (% del PIB)



Fuente: Dipres y Coopeuch.

Gráfico 2.7.3: Deuda bruta (% del PIB)



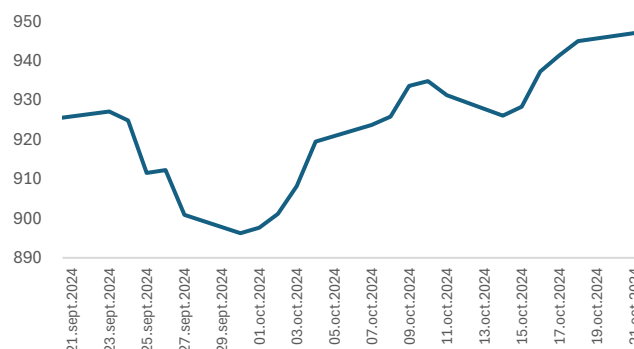
Fuente: Dipres y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.8 Otras variables importantes

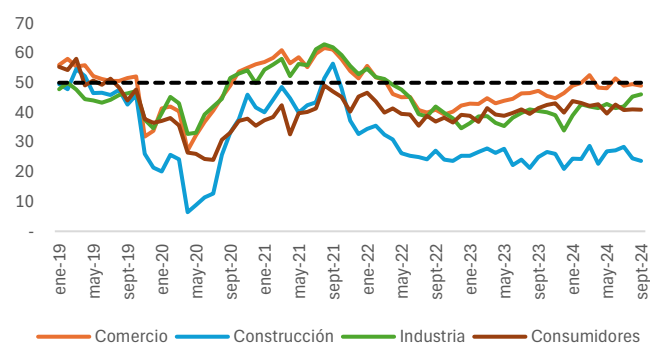
- **Dólar:** En lo más reciente, ha habido una depreciación del CLP ligada a una apreciación del dólar a nivel global, debido a buenos datos norteamericanos de actividad y del mercado laboral, y complementado en el margen por un menor —pero aún elevado— precio del cobre (gráfico 2.8.1).
- **Confianzas:** Las confianzas de empresas y consumidores han continuado en terreno pesimista en septiembre, panorama que se mantiene heterogéneo entre sectores. Comercio e industria con repuntes en el margen y muy cercanos a zona neutral, contrastando con la debilidad persistente del sector construcción y consumidores (gráfico 2.8.12).
- **Mercado del crédito:** Los datos a septiembre muestran que el mercado del crédito se mantiene débil. En particular, el stock real de colocaciones comerciales y de consumo ha continuado cayendo, mientras que el stock real de colocaciones de vivienda ha mantenido cierta estabilidad con un crecimiento acotado. Los resultados de la Encuesta de Créditos Bancario del tercer trimestre, en tanto, reportan condiciones de oferta algo más flexibles que el trimestre anterior en créditos comerciales y de consumo, una leve recuperación en la demanda por créditos de consumo y un debilitamiento de la demanda por créditos hipotecarios (gráfico 2.8.3).
- **EEE:** Los economistas encuestados por la EEE de octubre esperan un IPC mensual para dicho mes de 0,6%, por sobre nuestra proyección de 0,4%. Hacia adelante, las expectativas de inflación a 2 años se mantienen ancladas en el 3,0%, mientras que las a 1 año se redujeron en el margen desde un 3,8% a un 3,7%. Para la RPM de diciembre, en tanto, esperan un nuevo recorte para la TPM de 25 pb, en línea con precios de activos y con nuestra proyección. Finalmente, para el Imacec de septiembre, la mediana de los encuestados espera un crecimiento anual de 1,7%, levemente por debajo de nuestra proyección (+1,8% a/a).

Gráfico 2.8.1: Tipo de cambio



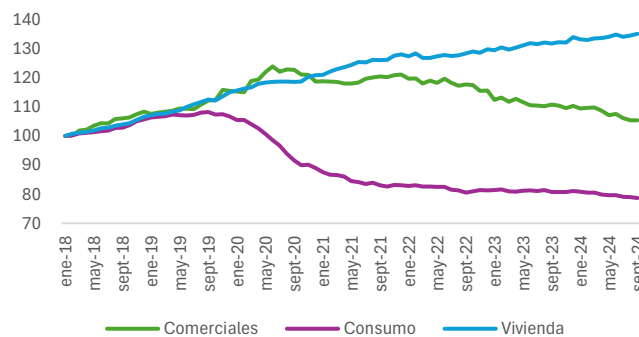
Fuente: Banco Central y Coopeuch.

Gráfico 2.8.2: Confianzas



Fuente: Banco Central y Coopeuch.

Gráfico 2.8.3: Mercado del crédito (stock colocaciones reales, índice enero 2018=100)



Fuente: Banco Central y Coopeuch.

2.9 Escenario macroeconómico base

Tabla 2.9.1 Proyecciones macroeconómicas

Cuentas nacionales	2021	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)
PIB (% var. real a/a)	11,3%	2,1%	0,2%	2,6%	2,4%	2,0%
Demanda interna (% var. real a/a)	21,3%	2,3%	-4,2%	1,1%	2,0%	2,0%
Consumo total (% var. real a/a)	19,5%	2,6%	-3,9%	1,8%	2,2%	2,0%
Consumo privado (% var. real a/a)	21,0%	1,6%	-5,2%	1,6%	2,2%	2,0%
Consumo gobierno (% var. real a/a)	14,1%	6,5%	1,7%	2,6%	2,4%	2,0%
Formación bruta de capital fijo (% var. real a/a)	16,0%	3,9%	-1,1%	-1,9%	2,7%	2,5%
Exportaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	-1,5%	0,8%	-0,3%	6,4%	3,8%	1,9%
Importaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	31,9%	1,5%	-12,0%	1,7%	2,9%	2,1%
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2%	25,3%	23,8%	23,1%	23,0%	23,1%
Balanza de pagos	2021	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	-0,6	-3,0	1,1	2,4	2,0	2,4
Exportaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	25,2	26,8	26,2	27,4	28,9	32,2
Importaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	25,7	29,8	25,0	24,9	26,9	29,8
Cuenta corriente (US\$ miles de millones)	-5,8	-6,6	-3,0	-0,8	-2,7	-2,4
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,6%	-8,7%	-5,0%	-2,6%	-2,3%	-2,5%
Precio del cobre (promedio anual US\$/lb)	4,2	4,0	3,8	4,1	4,2	4,2
Precio del petróleo Brent (promedio anual US\$/bbl)	70	100	83	82	78	74
Mercado monetario y cambiario	2021	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)
IPC (% var. a/a a diciembre)	7,2%	12,8%	4,4%	4,5%	3,4%	3,0%
IPC (% var. a/a promedio)	4,5%	11,6%	7,6%	3,9%	4,0%	3,2%
IPC sin volátiles (% var. a/a a diciembre)	5,2%	10,7%	5,9%	4,4%	3,5%	3,0%
IPC sin volátiles (% var. a/a promedio)	3,8%	9,3%	8,5%	3,8%	3,7%	3,2%
Tipo de cambio CLP/US\$ (promedio)	759	873	840	923	883	835
Tipo de cambio CLP/US\$ (valor a diciembre)	849	876	875	910	850	800
Tasa de Política Monetaria (valor a diciembre)	3,46	11,25	8,25	5,00	4,00	4,00

Informe Económico Mensual

