

Informe Económico Mensual

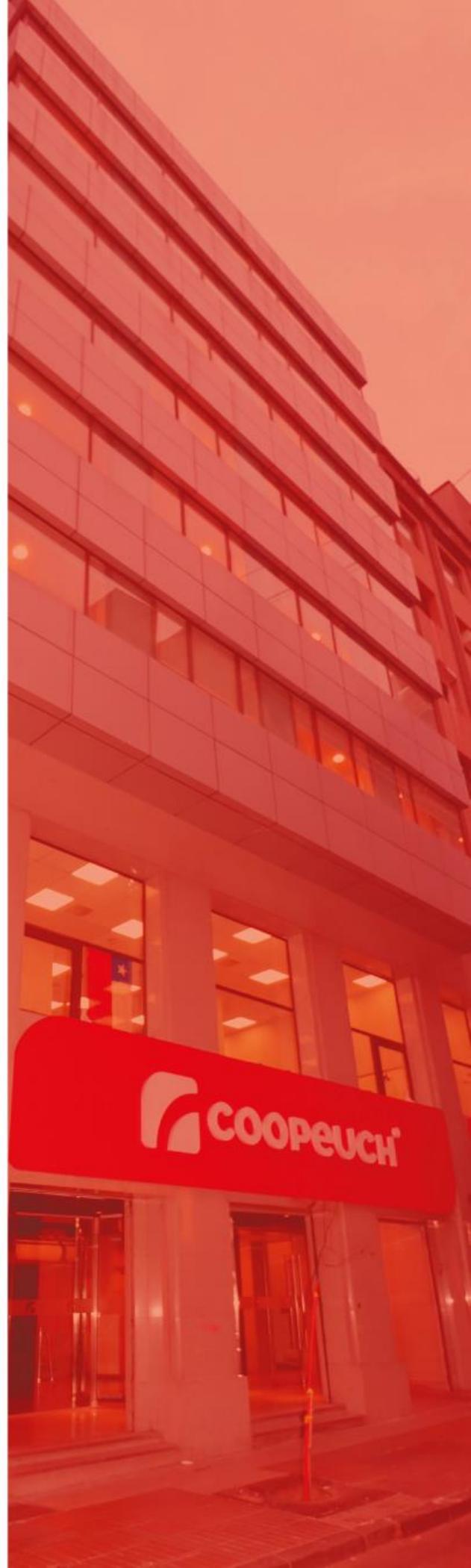
Diciembre 2024

Felipe Ramírez
Economista Jefe

Nicolás García
Economista Senior

Danilo Castro
Analista de Estudios Senior

Cierre estadístico: 23-12-2024



DESTACADOS

- En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) continuó recortando la *Fed funds rate* (-25 pb.) — en línea con las expectativas de mercado—, sin embargo, señaló una disminución en el ritmo de recortes hacia adelante. En China, el gobierno se comprometió a elevar la meta de déficit fiscal en 2025, con el objetivo de reactivar la economía. Mercado aún no se convence. En la Zona Euro, el Banco Central Europeo continuó reduciendo la tasa de política monetaria en diciembre. Mercado espera nuevos recortes en 2025 en vista de la debilidad que mantiene la actividad.
- El Imacec de octubre registró un alza de 2,3% en comparación con el mismo mes de 2023, algo por debajo de las expectativas de mercado. Caída mensual desestacionalizada de la mayor parte de los sectores refleja una economía que continúa aún muy debilitada. Preliminarmente, para el Imacec de noviembre proyectamos un alza anual de 2,2%, impulsada principalmente por los servicios.
- La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en octubre 2024 se situó en un 8,6%, bajando en 0,1 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior. Este resultado estuvo en línea con lo proyectado por mercado. No obstante, las cifras de empleo de octubre continúan reflejando un mercado del trabajo debilitado. Desde julio, los ocupados se han mantenido en la parte baja de distribuciones históricas, entrando en juego problemas de oferta (efecto desaliento de las personas) y de demanda (bajos niveles de publicaciones de avisos laborales por empresas).
- El IPC de noviembre registró un alza mensual de 0,2%, levemente menor a precios de activos y encuestas. Inflación a 12 meses pasa desde un 4,7% en octubre a un 4,2% en noviembre. Para diciembre esperamos una variación mensual del IPC de 0%. Las divisiones con mayor incidencia positiva serían Vivienda y servicios básicos y Transporte, mientras que serían 6 las divisiones que presentarían incidencias negativas
- En la RPM de diciembre se redujo la TPM en 25 puntos base, quedando en 5,0%. Dos cosas se destacan del comunicado: (1) el aumento de la incertidumbre externa; y (2) el aumento de las proyecciones de inflación de corto plazo, producto de mayores presiones de costos actuando simultáneamente. Sin embargo, hacia el mediano plazo, la debilidad de la demanda interna mitigaría las presiones inflacionarias.
- Escenario central del nuevo corredor de TPM aumenta respecto al IPoM de septiembre, en línea con una postura más cauta del consejo producto de la mayor inflación de corto plazo proyectada. Nuestra proyección de TPM prácticamente no tiene cambios respecto a la edición pasada de este informe, y es muy similar al nuevo escenario central del IPoM de diciembre 2024. Por lo anterior, vemos desalineadas las tasas de interés de corto plazo.
- Alzas significativas de premios por plazos externos por mayor incertidumbre sobre las perspectivas económicas y fiscales. Tasas largas domésticas contagiándose del alza de los premios por plazo externos y por nueva postura de la Fed. Si bien seguimos viendo que los niveles de los premios por plazo locales están algo elevados, su evolución futura dependerá crucialmente de lo que suceda con sus pares externos.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

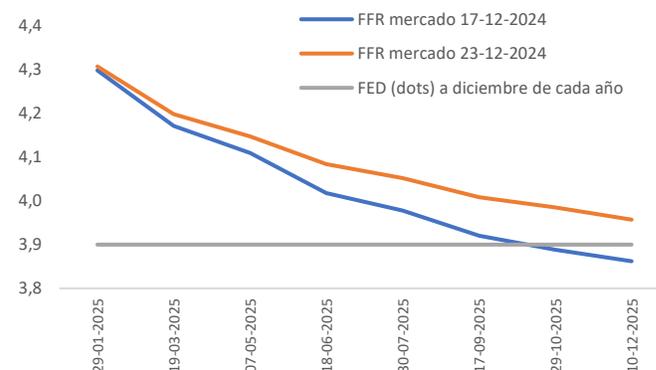
Postura más *hawkish* de la Fed reduce las expectativas de recortes sobre la *Fed funds rate* y entrega mayor fortaleza al dólar.

Estados Unidos

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) continuó recortando la *Fed funds rate* (-25 pb.) —en línea con las expectativas de mercado—, sin embargo, señaló una disminución en el ritmo de recortes hacia adelante. En particular, en esta oportunidad la Fed entregó una actualización de sus estimaciones (Dots) del período 2024-2027 para la inflación, el mercado laboral, la actividad, y la *Fed funds rate*, y, si bien no se presentan cambios relevantes para las proyecciones de actividad y del mercado laboral, para 2025 el escenario de inflación (total y subyacente) se revisa de forma importante al alza. Esta revisión podría estar recogiendo las expectativas de mayor inflación como consecuencia de la victoria de Donald Trump y la implementación de mayores aranceles, y sería también consistente con las expectativas de mercado que apuntan a algo más de actividad para 2025. Con todo, en vista de este nuevo escenario para la inflación, los Dots hoy descuentan sólo 2 recortes para la *Fed funds rate* durante 2025 (antes descontaban 3 recortes), con lo que la proyección para el valor medio del rango de dicha tasa hacia fines de 2025 sube desde un 3,4% a un 3,9%. En relación con lo anterior, es importante tener presente que el escenario central del último IPoM (sección 2.4) considera 3 recortes para la *Fed funds rate*.

En respuesta a esta postura más *Hawkish* por parte de la Fed, las expectativas de mercado sobre la trayectoria de la *Fed funds rate* acusaron recibo y han tendido a alinearse con los Dots: hoy apuntan a una tasa terminal de 4,0% a fines de 2025 (Gráfico 1.1). Asimismo, lo anterior ha contribuido a dar una mayor fortaleza al dólar, situación que ha venido ocurriendo desde que se consolidaron las probabilidades de victoria de Donald Trump (Gráfico 1.2). Este escenario ciertamente valida la posición más cauta tomada por el Banco Central de Chile, en vista de la mayor incertidumbre sobre la inflación y la política monetaria de Estados Unidos (sección 2.4). Finalmente, los últimos datos laborales muestran que este mercado ha continuado su proceso de normalización (Gráfico 1.3), lo que refuerza el hecho de que las expectativas de mayor inflación para 2025 vendrían por el lado de la oferta (mayores aranceles) y no por una mayor demanda.

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



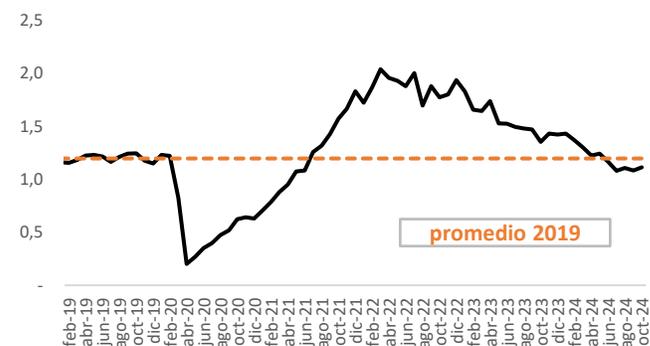
Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.2: Dólar Index.
(índice)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.3: Nuevas vacantes sobre desempleados, US.



Fuente: FRED y Coopeuch.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

China ha continuado anunciando nuevas medidas que no terminan por convencer al mercado. Expectativas apuntan a un BCE que seguirá bajando tasas en 2025.

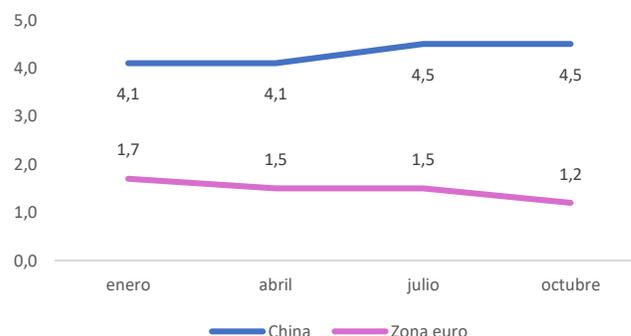
China

En el último tiempo China ha anunciado e implementado una serie de medidas orientadas a reactivar su economía, en un contexto donde las expectativas de mercado han tendido a asignar un crecimiento para 2025 aún por debajo de la meta del gobierno de crecer un 5,0% (Gráfico 1.4). Recientemente el gobierno anunció nuevas medidas, esta vez por el lado de un mayor gasto fiscal. En concreto, el gobierno se comprometió a elevar la meta de déficit fiscal el próximo año tras una reunión de dos días de la Conferencia Central de Trabajo Económico. Asimismo, se anunciaron recortes para las tasas de interés y el coeficiente de reservas obligatorias de los bancos cuando sea "el momento oportuno". Si bien esta vez las medidas parecieran constituir un impulso mayor en cuanto a su magnitud, los mercados aún no están convencidos de que sean lo suficientemente significativas como para cumplir con su objetivo de levantar la demanda interna. Con todo, y pese a lo anterior, el precio del cobre se ha mantenido descendiendo, donde al cierre estadísticos de este informe se situó levemente por debajo de los US\$ 4 la libra (Gráfico 1.6).

Zona Euro

Sin sorpresas, en diciembre el Banco Central Europeo (BCE) continuó con sus recortes de tasas (-25pb.), dejándola en 3,0% y acumulando así 4 recortes durante 2024, en un contexto de menor inflación y de una actividad económica que permanece débil. En general, en el mercado existe preocupación por la debilidad que mantiene la actividad económica, con proyecciones de crecimiento para 2025 que han tendido a revisarse hacia abajo (Gráfico 1.4). En vista de lo anterior, las expectativas de mercado apuntan a que el BCE continuará bajando la tasa durante 2025 (Gráfico 1.5), en vista de que la menor actividad esperada más que compensaría las expectativas de mayores presiones inflacionarias de corto plazo del escenario externo.

Gráfico 1.4: Proyecciones de crecimiento World Economic Outlook, FMI. (porcentaje)



Fuente: FMI y Coopeuch.

Gráfico 1.5: Expectativas de mercado para la tasa del BCE. (índice)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.6: Precio del cobre. (Dólares por libra de cobre)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.1 Actividad

Caída mensual desestacionalizada de la mayor parte de los sectores refleja una economía que continúa aún muy debilitada.

El Imacec de octubre registró un alza de 2,3% en comparación con el mismo mes de 2023, algo por debajo de las expectativas de mercado (Encuesta Bloomberg: 2,5% a/a; Estudios Coopeuch: 2,8% a/a). La serie desestacionalizada, en tanto, anotó un crecimiento mensual de 0,4% (Gráfico 2.1.1). De igual forma, el Imacec no minero presentó un alza de 2,3% en doce meses, y un crecimiento mensual desestacionalizado de 0,4%. El mes registró 2 días hábiles más que octubre de 2023.

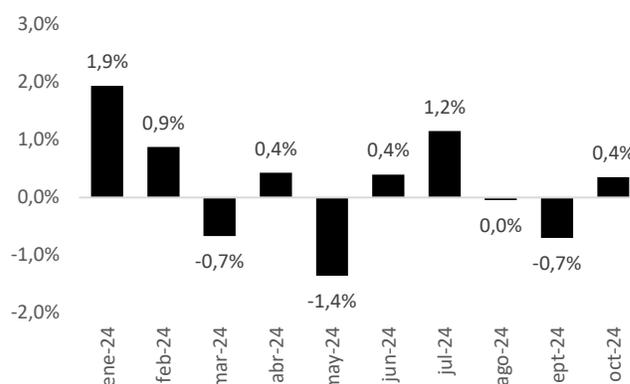
El resultado estuvo impulsado por el crecimiento de todos sus componentes, destacando el alza de los servicios de 2,2% a/a (0,9% m/m SA), resultado que se explicó por los servicios personales, en particular, de salud y educación

Si bien el alza anual del Imacec de octubre estuvo relativamente en línea con las expectativas de mercado, es importante notar que al descontar la estacionalidad y el efecto calendario (+2 días hábiles) el crecimiento anual se reduce a 1,7%, mientras que, en comparación con el mes inmediatamente anterior, la mayor parte de los sectores exhibió caídas, destacando la industria. La excepción a lo anterior se dio en los servicios, que anotaron una fuerte expansión mensual explicada por los servicios empresariales, lo que podría estar ligado a una mayor inversión minera (Gráfico 2.1.2).

Con todo, el registro de octubre mantiene el diagnóstico de que la economía permanece aún muy debilitada. Si bien en lo más reciente las expectativas de mercado han internalizado un mayor nivel de inversión minera para 2024, es importante notar que en el IPOM de diciembre las proyecciones de inversión se revisaron fuertemente a la baja, lo que, de acuerdo con el informe, se concentraría particularmente en el componente no minero como consecuencia del estrechamiento de las condiciones financieras externas, es decir, mayores tasas de interés de largo plazo y un peso más depreciado.

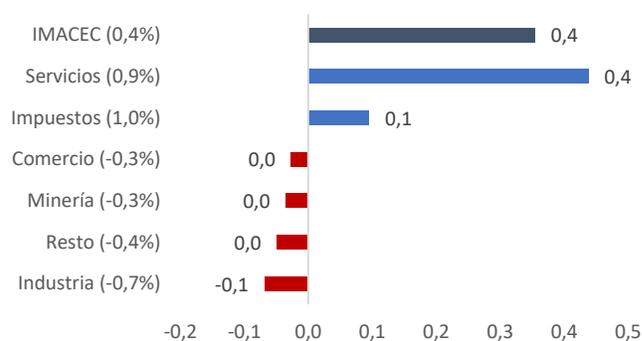
Preliminarmente, para el Imacec de noviembre proyectamos un alza anual de 2,2%, impulsada principalmente por los servicios.

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



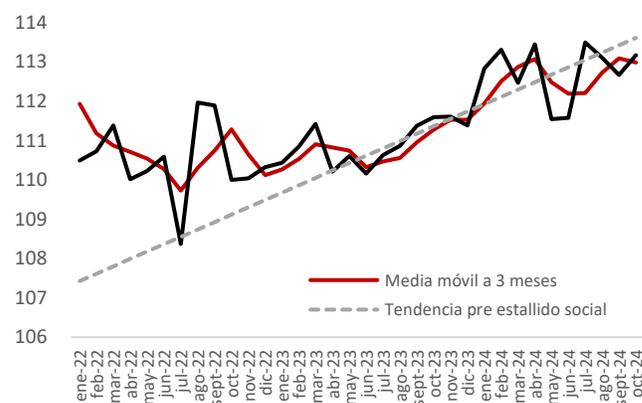
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

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



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

Gráfico 2.1.3: Imacec no minero.
(Nivel SA y tendencia pre estallido social)



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch..

2. ESCENARIO NACIONAL

2.2 Mercado del trabajo

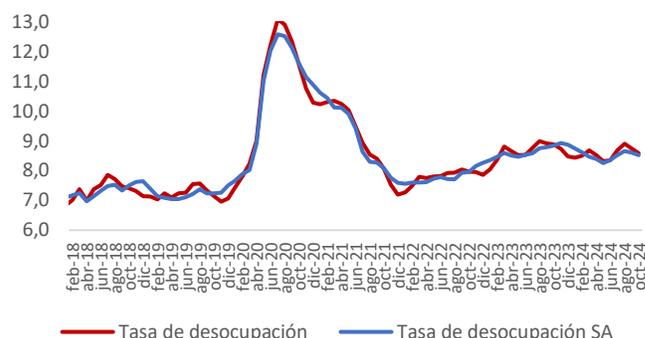
Cifras de empleo de octubre continúan reflejando un mercado del trabajo debilitado: Desde abril de este año se han destruido 90 mil empleos.

La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en octubre 2024 se situó en un 8,6%, bajando en 0,1 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior. La cifra estuvo en línea con lo proyectado por mercado (Bloomberg: 8,6%). Al descontar factores estacionales, la tasa de desocupación tuvo una disminución de una décima, bajando desde un 8,6% a un 8,5% (Gráfico 2.2.1).

Si bien el número de ocupados tuvo un crecimiento mensual de cerca de 6 mil puestos de trabajo en octubre, lo cierto es que es preocupante lo que ha sucedido este segundo semestre. En efecto, como se aprecia en el Gráfico 2.2.2, la destrucción de empleo mensual a partir de julio ha sido alta respecto a patrones históricos, evidenciando una debilidad que no entrega signos de mejora. ¿Cómo se explica esto? Posiblemente estarían entrando en juego problemas de oferta y de demanda. Por el lado de la oferta, hubo un importante aumento de los inactivos de cerca de 24 mil, generando un nuevo retroceso, su sexto consecutivo, de la tasa de participación (Gráfico 2.3.3), posiblemente ligada a un efecto desaliento. Por el lado de la demanda, en tanto, los avisos laborales por internet continúan en niveles similares a los momentos más críticos de la pandemia (Gráfico 2.3.3). Al ajustar por estacionalidad, en tanto, los ocupados decrecieron en cerca de 5 mil en el mes.

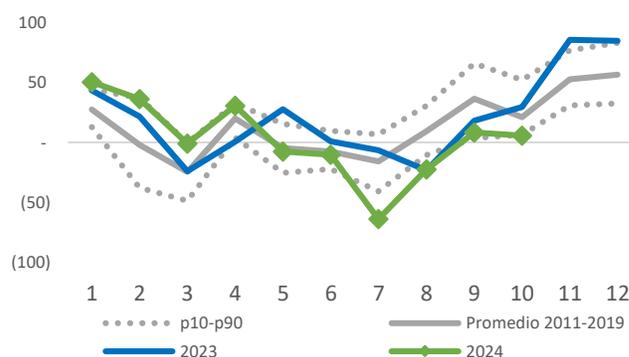
Con todo, las cifras de empleo de octubre continúan reflejando un mercado del trabajo debilitado. Desde julio, los ocupados se han mantenido en la parte baja de distribuciones históricas, entrando en juego problemas de oferta (efecto desaliento de las personas) y de demanda (bajos niveles de publicaciones de avisos laborales por empresas). Quizás lo más llamativo del mes —en las cifras desagregadas— es la alta heterogeneidad que presentaron los diferentes sectores económicos, con llamativas alzas de ocupados en Manufactura, Otras actividades de servicios e Información y comunicaciones, pero caídas abruptas de Comercio, Transporte y almacenamiento y Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.

Gráfico 2.2.1: Tasa de desocupación (porcentaje)



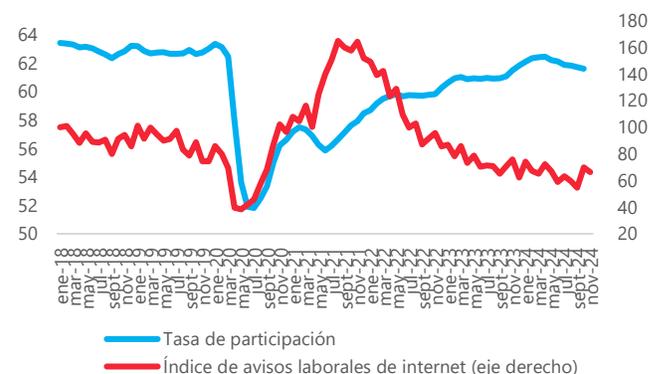
Fuente: INE y Coopeuch.

Gráfico 2.2.2: Ocupados (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 noviembre pone paños fríos a las señales entregadas por el inusualmente elevado IPC de octubre. Año 2025 terminaría con un 4,8% de inflación.

El IPC de noviembre registró un alza mensual de 0,2%, levemente menor a precios de activos y encuestas. Con este resultado, la inflación a 12 meses pasó desde un 4,7% en octubre a un 4,2% en noviembre.

Son dos los hechos a destacar en la cifra de noviembre. En primer lugar, así como en octubre los ítems ligados al CyberMonday tuvieron bajas de precios importantes (y que contuvieron en algo los efectos del alza de alimentos y tarifas eléctricas), en noviembre se produjo un rebote, similar a lo ocurrido en los años 2022 y 2023. De hecho, las divisiones relacionadas al CyberMonday, tales como Equipamiento y mantenimiento del hogar, Información y comunicación y Vestuario y calzado, presentaron importantes alzas (Tabla 2.3.1).

Segundo, la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas, luego de la fuerte alza mensual de octubre (2,2%), en noviembre tuvo un retroceso de 0,3%, siendo la mayor incidencia negativa del mes. Si bien en octubre algunos productos elaborados de esta división tuvieron aumentos sorpresivos -que los asociamos a efectos de segunda vuelta del shock tarifario eléctrico-, en noviembre este efecto se diluye. Asimismo, otros productos candidatos a evidenciar estos efectos, tales como Gasto común, tampoco mostraron movimientos anormales. De esta manera, un riesgo importante previamente identificado pareciera aplacarse de forma importante con las cifras de noviembre.

Para diciembre esperamos una variación mensual del IPC de 0%, bajo el 0,1% de la EEE, en línea con la EOF y el IPoM de diciembre, y sobre el -0,1% internalizado por precios de activos. Las divisiones con mayor incidencia positiva serían Vivienda y servicios básicos y Transporte, mientras que serían 6 las divisiones que presentarían incidencias negativas. En términos de producto, en tanto, Transporte en bus interurbano (Papa) sería la mayor incidencia positiva (negativa).

Las proyecciones de mercado para la inflación anual tuvieron un incremento en el mes, acercándose a nuestro escenario. Si bien nuestras proyecciones no variaron mucho, ahora esperamos algo menos de inflación de corto plazo y algo más para la segunda parte del 2025, en línea con nuestras nuevas proyecciones para el tipo de cambio. Estimamos una variación anual del IPC de 3,6% para diciembre 2025, bajo el 3,7% esperado por mercado (gráfico 2.3.3).

Tabla 2.3.1: IPC de noviembre, por división.
(variación e incidencias)

nov-24	Var. % m/m	Incidencia (p.p.)
ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS	-0,3	-0,058
BEBIDAS ALCOHÓLICAS Y TABACO	-1	-0,038
VESTUARIO Y CALZADO	1,3	0,035
VIVIENDA Y SERVICIOS BÁSICOS	0,2	0,028
EQUIPAMIENTO Y MANTENCIÓN DEL HOGAR	1,6	0,093
SALUD	0,4	0,036
TRANSPORTE	0,3	0,041
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	0,8	0,05
RECREACIÓN, DEPORTES Y CULTURA	0,2	0,009
EDUCACIÓN	0	-0,001
RESTAURANTES Y ALOJAMIENTO	0,7	0,044
SEGUROS Y SERVICIOS FINANCIEROS	0,4	0,005
BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS	0,1	0,005

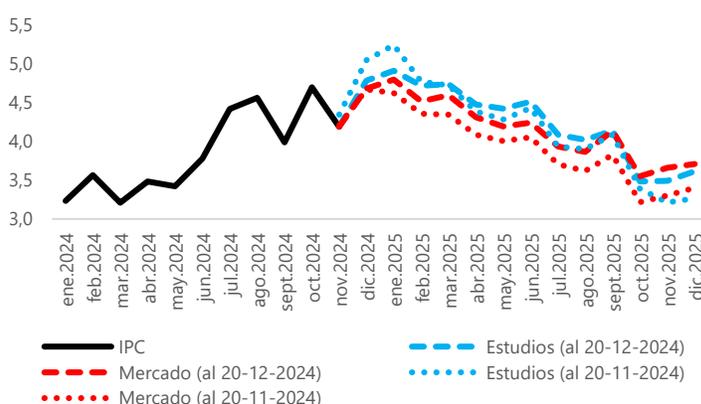
Fuente: INE y Coopeuch.

Tabla 2.3.2: Proyección IPC diciembre
(variación e incidencias)

dic-24	Modelo IPC (%)	Incidencia (p.p.)
ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS	-0,1	-0,022
BEBIDAS ALCOHÓLICAS Y TABACO	-0,3	-0,011
VESTUARIO Y CALZADO	-1,0	-0,027
VIVIENDA Y SERVICIOS BÁSICOS	0,3	0,056
EQUIPAMIENTO Y MANTENCIÓN DEL HOGAR	-0,5	-0,029
SALUD	0,1	0,009
TRANSPORTE	0,4	0,046
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	-0,3	-0,020
RECREACIÓN, DEPORTES Y CULTURA	-0,1	-0,005
EDUCACIÓN	0,0	-0,001
RESTAURANTES Y ALOJAMIENTO	0,4	0,028
SEGUROS Y SERVICIOS FINANCIEROS	0,5	0,005
BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS	0,5	0,017
IPC		0,04

Fuente: Coopeuch.

Gráfico 2.3.3: Proyección IPC
(variación anual)



Fuente: INE, Tradition y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.4 Política monetaria

Más inflación de corto plazo llama a la cautela. Sin embargo, debilidad en la demanda interna hace que la TPM deba seguir reduciéndose.

En una RPM previa a un nuevo IPoM, el Consejo del BCCh, sin sorpresas, decidió reducir la TPM en 25 puntos base, quedando en 5,0%.

Dos cosas se destacan del comunicado: (1) el aumento de la incertidumbre externa por las tensiones bélicas vigentes, los temores sobre la situación fiscal global y las dudas en torno a las políticas que adoptará la nueva administración en Estados Unidos; y (2) el aumento de las proyecciones de inflación de corto plazo, producto de mayores presiones de costos actuando simultáneamente (depreciación del TC, alza de los costos laborales locales y aumento de las tarifas eléctricas).

Por este motivo, en una economía que hasta no hace mucho presentaba desbalances importantes, el Consejo opta por señalar una postura de mayor cautela en el corto plazo. Esto quiere decir que irá evaluando cómo evolucionan los factores de costos mencionados anteriormente, para ir decidiendo el *timing* de las próximas reducciones de TPM.

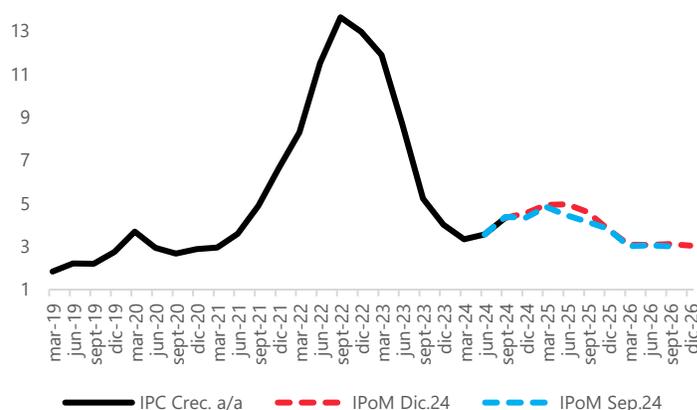
Hacia el mediano plazo, en tanto, la debilidad de la demanda interna mitigaría las presiones inflacionarias. No es sorpresa entonces que, en el nuevo IPoM, a fines de 2025 las proyecciones de inflación son prácticamente las mismas que en el IPoM anterior (gráfico 2.4.1).

Sin duda lo más negativo del nuevo IPoM son las proyecciones para los componentes de la demanda interna para el período 2024-2026. En particular, se corrige a la baja el consumo privado, consecuencia de su magro desempeño en lo más reciente y la debilidad de sus determinantes. Lo mismo ocurre con la formación bruta de capital fijo. Lo mismo ocurre con la formación bruta de capital fijo —en particular el componente no minero— producto del estrechamiento de las condiciones financieras externas (gráfico 2.4.2). Todo lo anterior, en parte, se compensa por mejores proyecciones para el gasto público y las exportaciones.

La mayor inflación de corto plazo hace que, en el escenario central, la reducción de la TPM sea algo más lenta que en el IPoM pasado. En abril del 2025, en tanto, se alcanzaría la neutralidad.

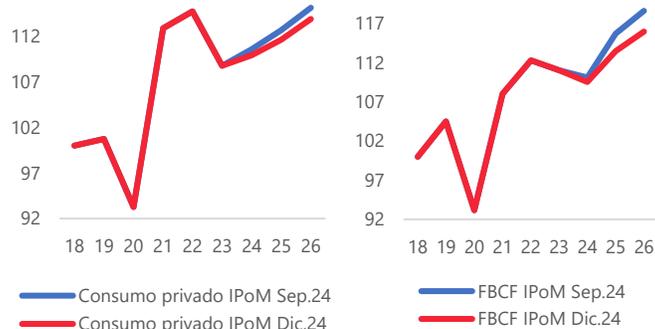
Interesante notar que, en el 4T del 2025 y 1T del 2026, la TPM del escenario central está fija en 4,25%, lo que podría estar señalando un nuevo nivel implícito de TPM neutral, al menos para una parte del Consejo.

Gráfico 2.4.1: Proyecciones de inflación IPoM diciembre 2024.



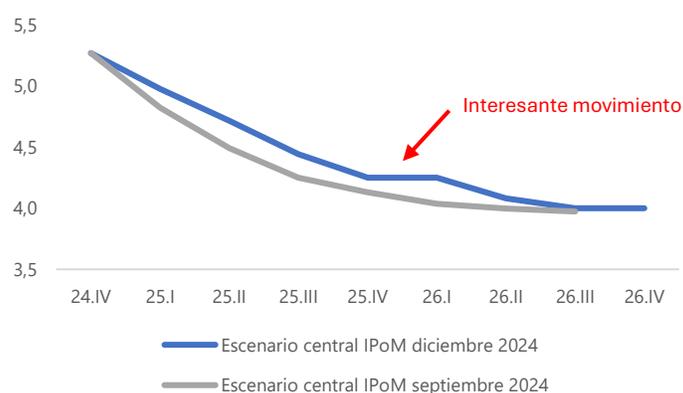
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2.4.2: Proyecciones IPoM diciembre 2024, Consumo privado y FBCF (índice 2018=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2.4.3: Nuevo escenario central de TPM.



Fuente: Banco Central de Chile.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.5 Tasas cortas

Mercado aumentando expectativas para la TPM, en línea con las nuevas posturas del BCCh y la Fed.

Comparadas con el mes pasado, las tasas de 2 años o menos tuvieron comportamientos mixtos: mientras los tramos inferiores al año disminuyeron de punta a punta, los tramos de mayor duración tendieron a aumentar.

Respecto a los tramos inferiores al año, las caídas se explican porque, a medida que transcurre el tiempo, se van dejando atrás TPM más altas en la composición de tasas, sumado al hecho que una parte no despreciable del mercado esperaba mantención de TPM en la RPM de diciembre.

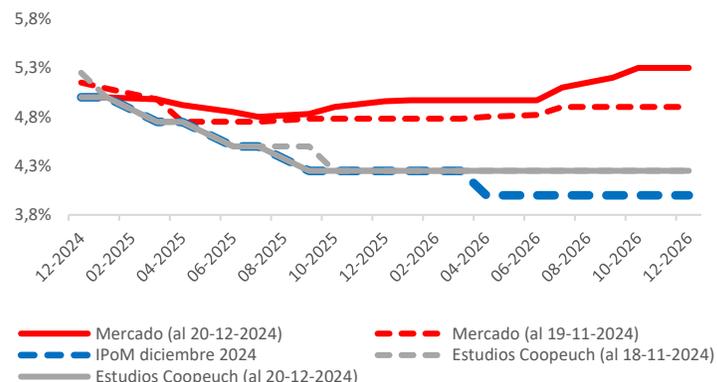
Para los tramos de un año o más, en tanto, las alzas podrían estar explicándose por las siguientes razones: (1) dado que las proyecciones de la *effective funds rate* han aumentado en el mes, incluida su tasa terminal, el mercado no cree que el BCCh pueda bajar muy rápidamente la TPM, toda vez que un menor diferencial de tasas implica depreciación de la moneda, con efectos directos en inflación doméstica (gráfico 2.5.2); (2) los premios plazo de los *Treasuries* han tenido aumentos significativos en lo más reciente, y no solo en los tramos más largos (ej: a dos años, los premios por plazo tocaron máximos de dos años), haciendo reaccionar a las tasas locales; y (3) en lo más reciente se han percibido algunas señales de iliquidez en el mercado de SPC.

En el horizonte de política monetaria, nuestra proyección de TPM prácticamente no tiene cambios respecto al mes pasado. De hecho, se asemeja bastante al nuevo escenario central del IPoM de diciembre 2024, salvo por el hecho que nuestra estimación de TPM neutral actualmente es 4,25% (gráfico 2.5.1). Importante mencionar que si bien el IPoM de diciembre fue construido asumiendo 3 bajas de la FFR en el 2025 –y no 2 que es el nuevo escenario de la Fed–, dado que esperamos menor inflación que el nuevo IPoM a comienzos del 2025, creemos que el BCCh no tendría razones para desviarse de su nuevo escenario central.

Si bien la TPM debe continuar una senda de reducciones, creemos que el *fine-tuning* de las reuniones más cercanas dependerá crucialmente de: (1) cómo evolucionen los factores de costos identificados en la sección anterior; y (2) los niveles de la inflación anual spot, variable que pareciera haber tomado mayor relevancia a la luz de las recientes declaraciones de la presidenta del BCCh.

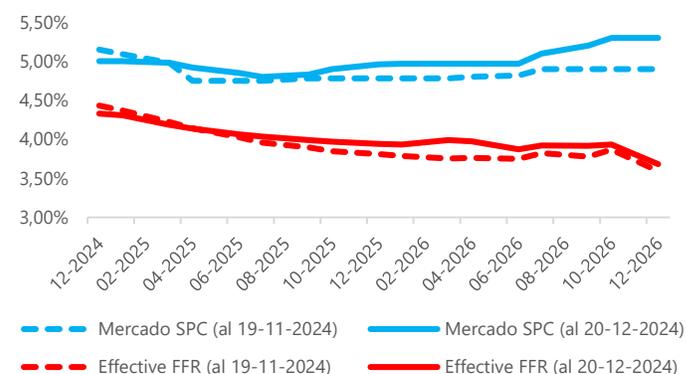
Con todo lo anterior, y como se ve en el Gráfico 2.5.3, vemos desalineadas las tasas de interés de corto plazo.

Gráfico 2.5.1: Proyección de TPM (porcentaje)



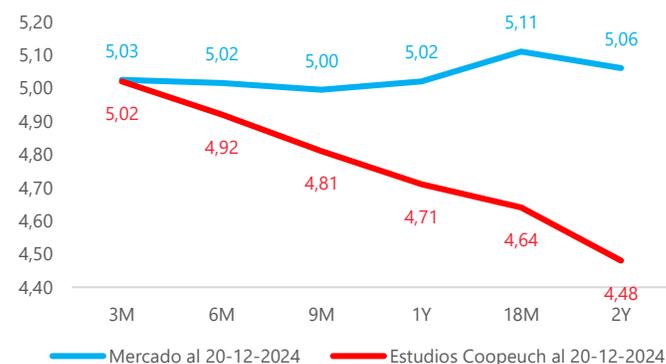
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch

Gráfico 2.5.2: Proyección de TPM y FFR (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile, Bloomberg y Coopeuch.

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



Fuente: ICAP y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.6 Tasas largas

Premios por plazo externos con importantes aumentos en diciembre. Tasas largas domésticas contagiándose.

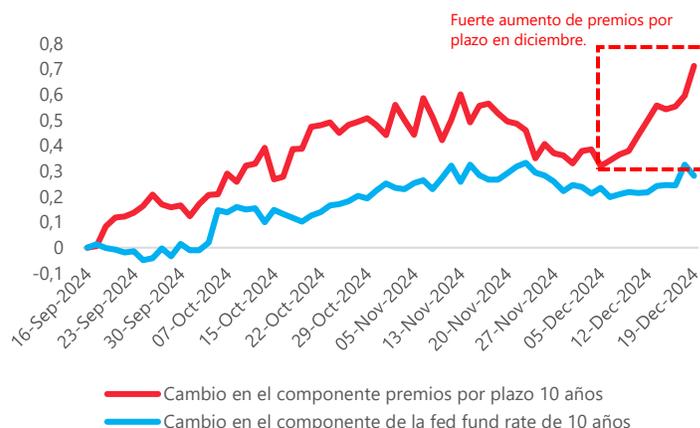
Desde mediados de septiembre de este año, la tasa a 10 años de los *Treasuries* ha tenido un aumento cercano a 100 puntos base. Como se aprecia en el gráfico 2.6.1, cerca del 70% de esta alza se explica por el aumento del componente de premios por plazo, mientras que el 30% restante se debe al alza del componente de expectativas para la tasa corta (FFR). En particular, en este último componente, se evidencia un mercado acusando recibo de la fortaleza de la economía de Estados Unidos y, más recientemente, de la nueva postura de la Fed (incluida su nueva estimación para la tasa terminal).

Si vamos más a fondo sobre el alza del componente de premios por plazo, nuestros modelos internos sugieren que dos tercios de este aumento se explicaría por el alza del componente de prima de riesgo real (*real risk premium*), típicamente asociado a incertidumbre sobre las perspectivas económicas y fiscales, mientras que el otro tercio se explicaría por el aumento del *inflation risk premium*, asociado a incertidumbre en torno a la inflación. Si bien desde septiembre de este año la incertidumbre ligada a los efectos económicos del programa de gobierno de Trump se ha notado fuertemente en precios de activos, en diciembre esto ha tomado un nuevo impulso (contrario a lo que creíamos), en particular en materias relacionadas a la situación fiscal.

¿Cómo han respondido las tasas largas domésticas a este nuevo escenario? Como se aprecia en el gráfico 2.6.2, respecto a septiembre, estimamos que cerca de la mitad del aumento de la tasa SPC CERO nominal a 10 años se explica por el alza de los premios por plazo, mientras que la otra mitad se debe a aumentos en las expectativas de TPM. Lo primero se explica fundamentalmente a un contagio directo del aumento de los premios por plazo externos (gráfico 2.6.3), mientras que lo segundo se debe a un mercado percibiendo que el BCCh no podría bajar tan rápidamente la TPM (ver sección anterior).

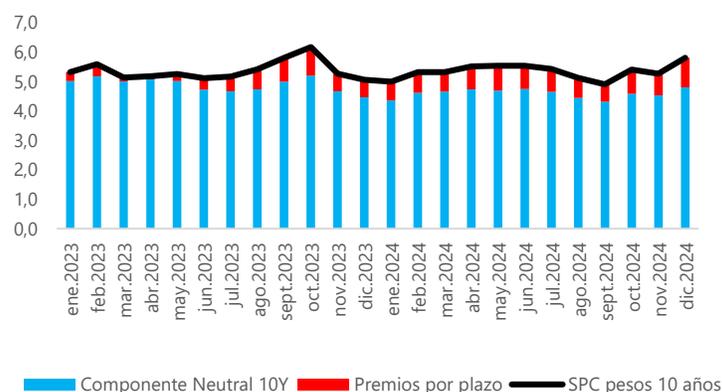
Al igual que la edición pasada de este informe, seguimos considerando que los actuales niveles de TPM implícitos en precios de activos son demasiado altos para el estado cíclico de la economía. Asimismo, si bien seguimos viendo que los niveles de los premios por plazo locales están algo elevados, su evolución futura dependerá crucialmente de lo que suceda con sus pares externos. Una posición conservadora, por lo tanto, pareciera ser la mejor opción.

Gráfico 2.6.1: Cambio en tasa Treasury 10 años.
(puntos porcentuales, respecto al 16/09/2024)



Fuente: Fed y Coopeuch.

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



Fuente: RiskAmerica y Coopeuch.

Gráfico 2.6.3: Contagio de premios por plazo
(porcentaje)



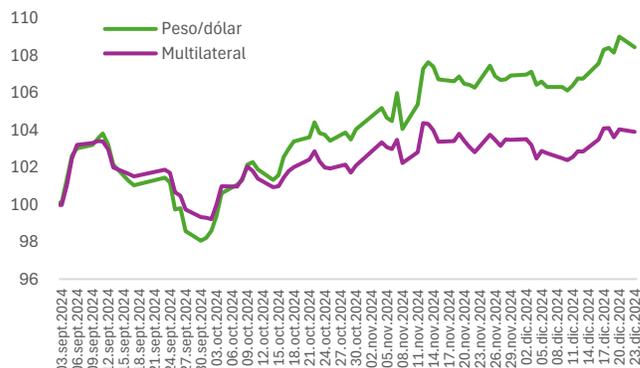
Fuente: RiskAmerica y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.8 Otras variables importantes

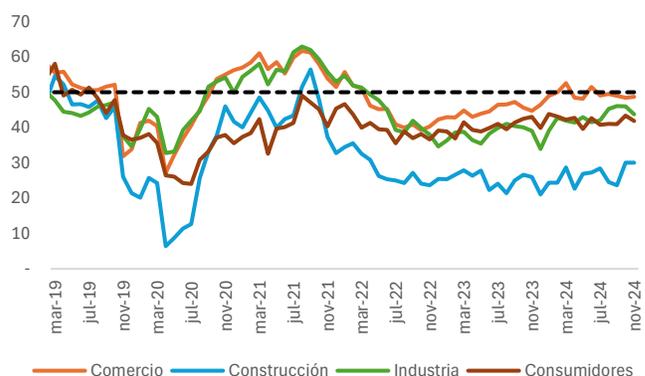
- Dólar:** Durante diciembre, el dólar ha continuado tomando fuerza (tipo de cambio se ha depreciado) luego de la victoria de Donald Trump y de una postura más *hawkish* por parte de la Fed. Es importante tener presente que, si bien son movimientos que constituyen presiones inflacionarias, al originarse en una mayor fortaleza del dólar a nivel global —y no en una mayor debilidad del peso multilateral— estos serían más acotados (Gráfico 2.8.1).
- Confianzas:** Las confianzas de empresas y consumidores han continuado en terreno pesimista en octubre, panorama que se mantiene heterogéneo entre sectores. El Comercio mostró una leve mejora en noviembre, pero se mantiene levemente bajo valores neutrales, mientras que la industria y la confianza de los consumidores empeoraron algo en el margen. La confianza empresarial del sector Construcción, en tanto, no registró cambios y sigue muy debilitada (Gráfico 2.8.2).
- Mercado del crédito:** Los datos a noviembre 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 (Gráfico 2.8.3).
- EEE:** Los economistas encuestados por la EEE de diciembre esperan un IPC mensual para dicho mes de 0,1%, por sobre nuestra proyección de 0%. Hacia adelante, las expectativas de inflación a 2 años se mantienen ancladas en el 3,0%, mientras que las a 1 año se mantuvieron en un 3,6%. Para la RPM de enero, en tanto, esperan que la TPM se mantenga en un 5,0%. Finalmente, para el Imacec de noviembre, la mediana de los encuestados espera un crecimiento anual de 2,0%, levemente por debajo de nuestra proyección (+2,2% a/a).

Gráfico 2.8.1: Tipo de cambio
(Índice, 02-09-2024 = 100)



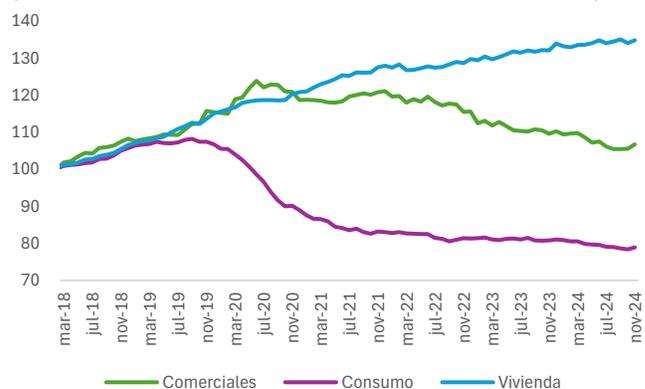
Fuente: Banco Central y Coopeuch.

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%	2,2%	2,2%	2,0%
Demanda interna (% var. real a/a)	21,3%	2,3%	-4,2%	0,8%	1,8%	2,0%
Consumo total (% var. real a/a)	19,5%	2,6%	-3,9%	1,6%	1,9%	2,0%
Consumo privado (% var. real a/a)	21,0%	1,6%	-5,2%	1,2%	1,8%	2,0%
Consumo gobierno (% var. real a/a)	14,1%	6,5%	1,7%	3,2%	2,4%	2,0%
Formación bruta de capital fijo (% var. real a/a)	16,0%	3,9%	-1,1%	-1,3%	4,8%	3,3%
Exportaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	-1,5%	0,8%	-0,3%	5,7%	3,8%	2,0%
Importaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	31,9%	1,5%	-12,0%	1,0%	2,9%	2,1%
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2%	25,3%	23,8%	23,4%	23,8%	24,1%
Balanza de pagos	2021	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	-2,4	-12,0	4,5	11,5	7,2	8,7
Exportaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	100,6	107,3	104,6	108,3	106,3	116,6
Importaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	103,0	119,3	100,1	96,8	99,0	107,9
Cuenta corriente (US\$ miles de millones)	-23,1	-26,3	-12,0	-5,0	-11,4	-10,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,6%	-8,7%	-5,0%	-2,9%	-2,8%	-2,9%
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%	4,8%	3,6%	3,0%
IPC (% var. a/a promedio)	4,5%	11,6%	7,6%	3,9%	4,2%	3,2%
IPC sin volátiles (% var. a/a a diciembre)	5,2%	10,7%	5,9%	4,5%	3,8%	3,0%
IPC sin volátiles (% var. a/a promedio)	3,8%	9,3%	8,5%	3,8%	4,0%	3,2%
Tipo de cambio CLP/US\$ (promedio)	759	873	840	948	953	916
Tipo de cambio CLP/US\$ (valor a diciembre)	849	876	875	990	910	900
Tasa de Política Monetaria (valor a diciembre)	3,46	11,25	8,25	5,00	4,25	4,25

Informe Económico Mensual

