

Informe Económico Mensual

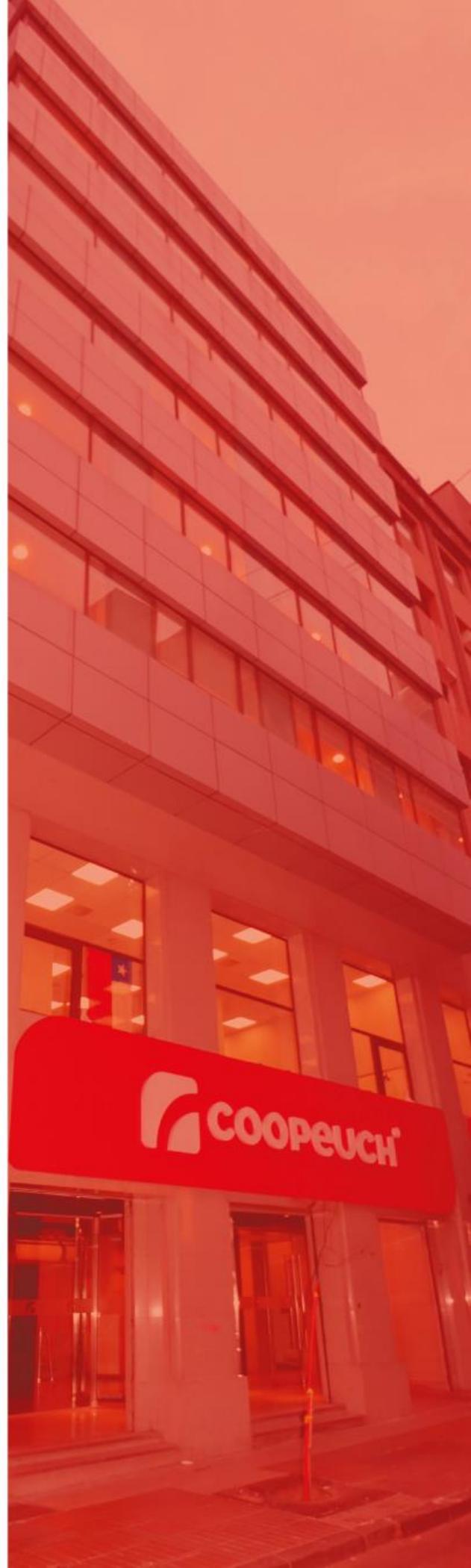
Febrero 2025

Felipe Ramírez
Economista Jefe

Nicolás García
Economista Senior

Danilo Castro
Analista de Estudios Senior

Cierre estadístico: 21-02-2025



DESTACADOS

- En su reunión de enero la Reserva Federal (Fed) mantuvo sin cambios la *Feds funds rate* (FFR). De la minuta de la reunión se desprende una postura algo más *hawkish* de los miembros del Comité, la que se sustenta en una visión de riesgos más moderados por el lado de la actividad y el mercado laboral y algo más elevados para la inflación. Las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos se mantienen elevadas. El Banco Central Europeo continuó en enero con su ciclo de recorte de tasas.
- El Imacec de diciembre registró un alza anual de 6,6%, sorprendiendo positivamente las expectativas. La cifra estuvo muy incidida por elementos puntuales: al descontar la estacionalidad y el efecto calendario, la actividad no minera mantiene un desempeño positivo, pero aún moderado si se compara con su tendencia pre estallido social. Con este resultado, el PIB de 2024 habría aumentado un 2,5%, por sobre el 2,3% proyectado en el último IPoM.
- El mercado laboral sigue muy debilitado. Si bien la tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en diciembre de 2024 se situó en un 8,1%, disminuyendo en 0,1 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior, el número de ocupados ajustados por la estacionalidad, registró una significativa caída mensual de 33.967: la más alta desde mayo de 2021.
- El IPC de enero registró un alza mensual de 1,1%, dejando a la inflación de 12 meses en 4,9%. “Fiebre inflacionaria” del mercado continuaría luego del IPC de febrero. En el horizonte de política, mantenemos nuestro *view* de que la inflación caería más rápido de lo que espera el mercado, explicado por la debilidad del escenario interno de actividad y del mercado laboral.
- Consejo del Banco Central de Chile muestra preocupación por el aumento de las expectativas de inflación a 2 años. Nuestro escenario central considera que estas expectativas continuarán cediendo a medida que los costos se normalicen y la debilitada demanda interna empiece a permear en precios de forma más evidente. Esto llevaría a que el BCCh retome las bajas de TPM, aunque reconocemos que hay riesgos que jugarían en contra de nuestra visión.
- Si bien nuestras proyecciones de TPM no tuvieron grandes cambios respecto al informe pasado, sí hemos internalizado el nuevo mensaje del BCCh: la TPM se mantendría inalterada hasta que veamos una consolidación de las expectativas de inflación a 2 años (tanto de encuestas como de precios de activos) en torno al 3%. Por este motivo, nuestro escenario central asume ahora que en la RPM de junio se retomaría la normalización monetaria.
- Sentimiento de mercado de que la imposición de aranceles estaría siendo un mecanismo de negociación, más que una amenaza real, sumado a los mensajes del secretario del Tesoro de EE.UU., son factores que habrían incidido en la caída del componente de premios por plazo de las tasas del Tesoro a 10 años, algo que se ha transmitido a las tasas locales de plazos similares.
- En 2024, el déficit fiscal superó ampliamente la meta que se había definido para el balance estructural, situación que se repetiría en 2025: recaudación fiscal proyectada sigue fuertemente sobre estimada, por lo que la senda para el balance fiscal sería más deficitaria de lo proyectado por la Dipres. De acuerdo con nuestras proyecciones, la deuda bruta continuaría creciendo los próximos años, y superaría el nivel de deuda considerado prudente por el Consejo Fiscal Autónomo (45% del PIB) en 2027.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

Eventuales cambios en políticas arancelarias y de inmigración sustentan giro algo más *hawkish* en la postura de la Fed.

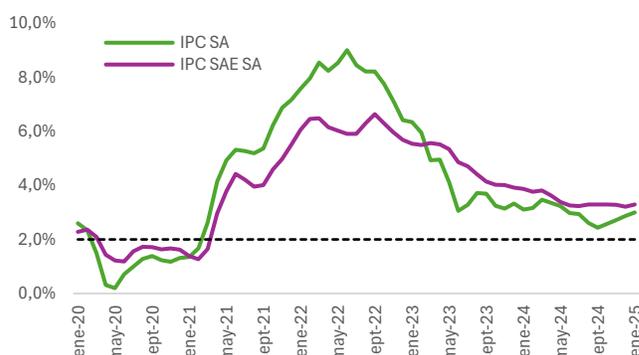
Estados Unidos (US)

En Estados Unidos la inflación total ha tendido a acelerarse en los últimos meses, particularmente por la parte volátil, mientras que la inflación sin alimentos y energía se ha mantenido relativamente estable y elevada (gráfico 1.1). En el margen, el registro de enero se situó por sobre las expectativas de mercado, tanto en la parte subyacente como en la inflación total. En cuanto al mercado laboral, si bien el crecimiento de los ocupados se ha mantenido dinámico, el dato de enero exhibió una leve desaceleración, situándose por debajo de las expectativas de mercado. No obstante, de igual forma la tasa de desocupación de enero mostró un leve descenso (desde un 4,1% en diciembre a un 4,0% en enero), sorprendiendo también al mercado. Todo lo anterior se da en un contexto donde la relación entre nuevas vacantes y desocupados se ha mantenido relativamente estable en torno a valores pre pandemia (gráfico 1.2). Por su parte, la actividad ha continuado mostrando una resiliencia importante, donde destaca el crecimiento del consumo —particularmente el consumo de servicios— y cuyo dinamismo se ha mantenido elevado pese al ciclo monetario contractivo iniciado por la Fed en 2022 (gráfico 1.3).

Tal como era esperado por el mercado, en su reunión de enero la Reserva Federal (Fed) mantuvo sin cambios la *Fed funds rate* (FFR), en un rango entre 5,25% y 5,5%. De la minuta de la reunión se desprende una postura algo más *hawkish* de los miembros del Comité, la que se sustenta en una visión de riesgos más moderados por el lado de la actividad y el mercado laboral —dado el dinamismo que mantienen ambos mercados—, y algo más elevados para la inflación, particularmente relacionados a eventuales cambios en políticas arancelarias y sobre la inmigración. Todo esto en un contexto donde aún se mantiene activos distintos conflictos geopolíticos en el mundo. En vista de lo anterior, muchos miembros señalaron que el Comité podría mantener la FFR en un nivel restrictivo si la economía se mantenía fuerte y la inflación se mantenía elevada, aunque algunos se abrieron a eventuales recortes ante un deterioro del mercado laboral o de la actividad, o ante un enfriamiento más rápido de la inflación.

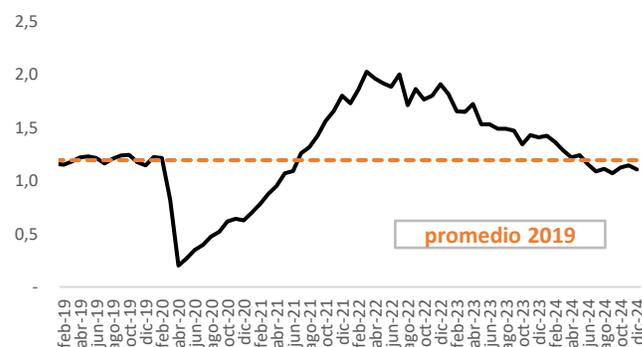
Al cierre estadístico de este reporte, las expectativas de mercado apuntan a una tasa terminal para la FFR en 3,9%, en línea con los Dots de diciembre y con expectativas al cierre estadístico de nuestro reporte previo (gráfico 1.5).

Gráfico 1.1: Inflación US.
(% var. a/a)



Fuente: FRED y Coopeuch.

Gráfico 1.2: Nuevas vacantes sobre desempleados, US.



Fuente: FRED y Coopeuch.

Gráfico 1.3: Contribución del consumo sobre el crecimiento del PIB US.
(puntos porcentuales)



Fuente: Bea y Coopeuch.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

Las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos se mantienen elevadas. El Banco Central Europeo continuó en enero con su ciclo de recorte de tasas.

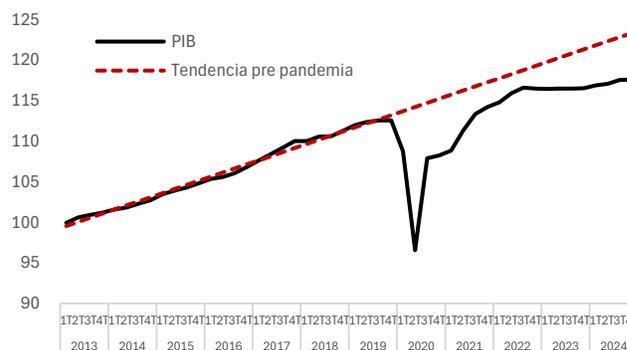
China

Indicadores de actividad de comienzos de año han estado algo por debajo de las expectativas de mercado, mostrando cierta debilidad, en un contexto donde continúa la incertidumbre sobre los alcances de un escalamiento de las políticas arancelarias con Estados Unidos. En relación con lo anterior, desde nuestro último reporte, el gobierno chino anunció que impondría aranceles del 10% al 15% a ciertos productos de Estados Unidos a partir del 10 de febrero, después de que entraran en vigor los gravámenes adicionales del 10% que impuso el gobierno estadounidense a los productos chinos. China también presentó un reclamo ante la Organización Mundial del Comercio "para defender sus legítimos derechos e intereses" frente a la imposición en Estados Unidos de aranceles sobre los productos chinos.

Zona Euro

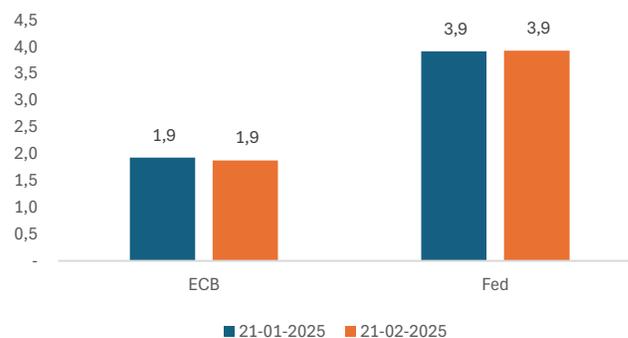
En línea con las expectativas de mercado, al Banco Central Europeo (ECB) continuó con el ciclo de recortes sobre su tasa de política monetaria (-25pb). En su comunicado post reunión, el ECB sostuvo que esperan que la inflación fluctúe alrededor de su nivel actual en el corto plazo (~2,5%), para luego estabilizarse de manera sostenible en torno al objetivo de mediano plazo del 2%. Los últimos datos laborales y de actividad han estado relativamente acordes con las expectativas de mercado, con una tasa de desocupación subiendo levemente desde un 6,2% en noviembre a un 6,3% en diciembre, mientras que el PIB del cuarto trimestre registró una variación de 0%, dando cuenta del estancamiento que mantiene la economía (gráfico 1.4). En comparación con nuestro reporte previo, las expectativas de mercado para la tasa de política a diciembre de 2025 no presentan cambios (gráfico 1.5).

Gráfico 1.4: PIB Eurozona (índice SA)



Fuente: Eurostat y Coopeuch.

Gráfico 1.5: Expectativas de mercado tasas de política monetaria a diciembre de 2025, Fed y BCE (porcentaje)



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

Al descontar la estacionalidad y el efecto calendario, la actividad no minera mantiene un desempeño positivo, pero aún moderado.

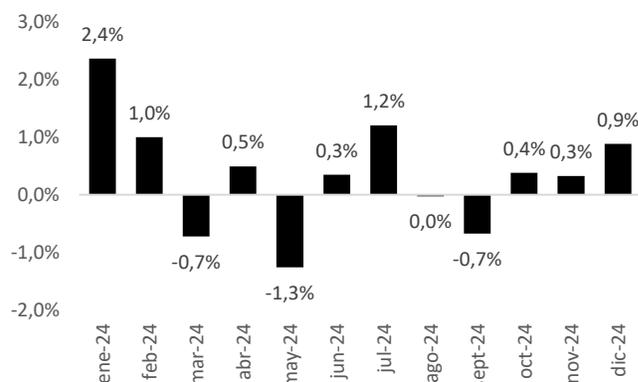
El Imacec de diciembre registró un alza de 6,6% en comparación con el mismo mes de 2023, sorprendiendo positivamente las expectativas de mercado (Encuesta Bloomberg: 4,5% a/a; Estudios Coopeuch: 4,4% a/a). La serie desestacionalizada, en tanto, anotó un crecimiento mensual de 0,9% (gráfico 2.1.1). Por su parte, el Imacec no minero presentó un alza de 5,4% en doce meses, y un crecimiento mensual desestacionalizado de 0,4%. El mes registró 2 días hábiles más que diciembre de 2023.

El resultado estuvo impulsado por el crecimiento de todos sus componentes, destacando el alza del resto de bienes de 12,2% a/a (0,8% m/m SA), en particular por la fruticultura, y de la minería (15,1% a/a; 4,7% m/m SA), impulsada por la extracción de cobre y litio. En tanto, el aumento del Imacec en términos desestacionalizados fue impulsado por la minería y el comercio.

El registro del Imacec de diciembre tuvo un significativo efecto calendario que este mes aportó cerca de 2,3 pp. de crecimiento sobre el resultado anual (6,6% a/a serie original vs 4,3% a/a serie desestacionalizada). Al descontar la estacionalidad, el crecimiento mensual de 0,9% estuvo en línea con distribuciones históricas. Cabe destacar que el crecimiento en 12 meses de 6,6% fue el más alto desde enero de 2022.

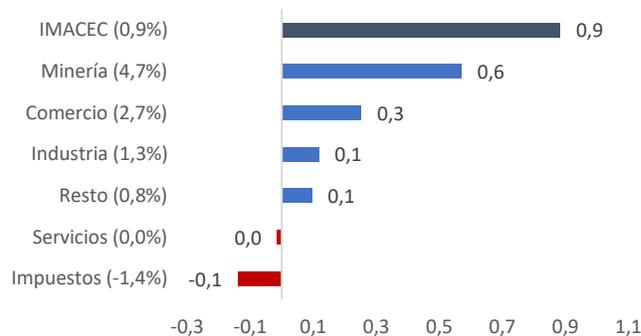
Con todo, si bien el fuerte impulso de la actividad de diciembre constituye una sorpresa importante —que de hecho apunta a que el PIB de 2024 habría aumentado un 2,5%, por sobre el 2,3% proyectado en el último IPoM—, hay que considerar que estuvo muy incida por elementos puntuales: al descontar la estacionalidad y el efecto calendario, la actividad no minera mantiene un desempeño positivo, pero aún moderado si se compara con su tendencia pre estallido social. Preliminarmente, para el Imacec de enero esperamos un crecimiento anual de 2,8%.

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



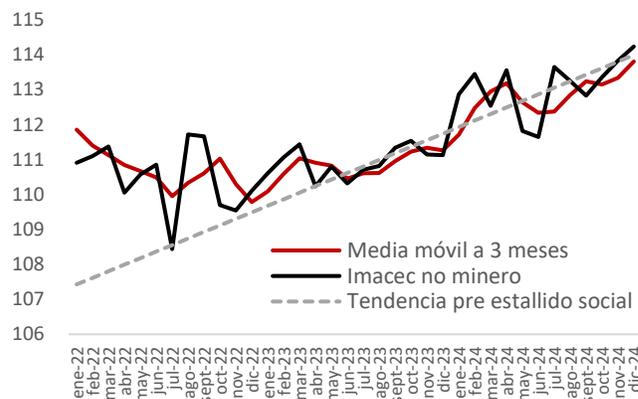
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

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

Tasa de desocupación cae a 8,1%, aunque los ocupados ajustados por la estacionalidad anotaron una significativa caída.

La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en diciembre de 2024 se situó en un 8,1%, disminuyendo en 0,1 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior. Este resultado estuvo por sobre lo proyectado por mercado y de nuestra proyección (Bloomberg: 8,0%; Estudios Coopeuch: 7,9%). Por el contrario, al descontar factores estacionales, la tasa de desocupación SA registró un alza, subiendo desde un 8,4% a un 8,5% (Gráfico 2.2.1).

El número de ocupados ajustados por la estacionalidad, (gráfico 2.2.2), registró una significativa caída mensual de 33.967: la más alta desde mayo de 2021. Al descomponer por categoría de la ocupación (cifras sin ajustar por estacionalidad), los asalariados privados más que compensaron la caída del resto de las categorías, registrando un aumento de 57.319 puestos de trabajo. Por el contrario, los asalariados públicos se redujeron este mes en 12.011, mientras que los trabajadores por cuenta propia y la categoría resto registraron retrocesos por 32.411 y 7.205, respectivamente. Es importante considerar que la tasa de participación registró un retroceso por octavo mes consecutivo —aunque este mes la caída fue más acotada— lo que refleja que el factor “desaliento” aún está presente por el lado de la oferta laboral, todo esto en un escenario donde la demanda por trabajo también se mantiene débil (Gráfico 2.2.3).

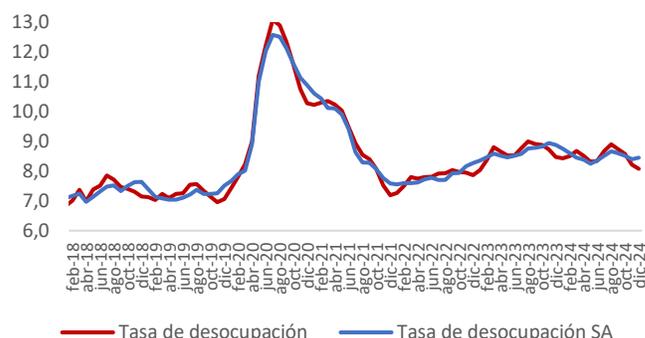
Como indicador alternativo, destacamos también que las cartas de despido por necesidades de la empresa en diciembre alcanzaron su mayor nivel desde 2020.

Con todo, diciembre de 2024 cierra un año marcado por la debilidad del mercado laboral. En efecto, si para el periodo 2011-2019 entre enero y diciembre se crearon, en promedio, 168.000 puestos de trabajo, este año esa cifra se redujo a 83.000, lo que da cuenta de un déficit de 85.000 puestos de trabajo con respecto a promedios históricos.

Esperamos que la debilidad del mercado laboral debiera moderarse gradualmente durante 2025, en parte por los efectos rezagados de la política monetaria.

Preliminarmente, proyectamos una tasa de desempleo de 8% para el trimestre móvil terminado en enero 2025.

Gráfico 2.2.1: Tasa de desocupación (porcentaje)



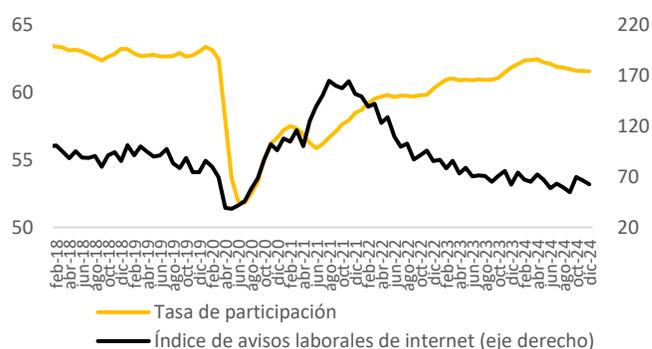
Fuente: INE y Coopeuch.

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

“Fiebre inflacionaria” del mercado continuaría luego del IPC de febrero. En el horizonte de política, mantenemos nuestro *view* de que la inflación caería más rápido de lo esperado.

El IPC de enero registró un alza mensual de 1,1%, sobre precios de activos, encuestas y nuestra proyección. Con este resultado, la inflación a 12 meses quedó en 4,9% en enero. En términos subyacentes, en tanto, el IPC SAE e IPC SV tuvieron un alza mensual de 0,8% y 0,6%, respectivamente.

En enero, los bienes volátiles contribuyeron de forma importante al alza del IPC, donde la reciente depreciación de la moneda, así como también la nueva dinámica que han tomado los productos ligados a los *Cyber*, parecieran haber impactado. Por su parte, los servicios registraron un alza de 1,2% m/m, mientras que los servicios sin volátiles aumentaron un 0,5% m/m, donde en ambos casos el alza se situó por sobre distribuciones históricas. Como era ampliamente esperado, el protagonista de la cifra de enero fue el producto Suministro de electricidad, que aportó cerca de un tercio de la inflación del mes.

Importante destacar que, en lo más reciente, hemos visto una importante aceleración del IPC total, por sobre lo coherente con la meta del 3%. Sin embargo, este hecho se atenúa de forma importante una vez que descontamos los ítems volátiles (gráfico 2.3.1).

Preliminarmente, para febrero esperamos una variación mensual del IPC de 0,6% (IPC SV: 0,6%), sobre el 0,4% plasmado en encuestas e internalizado por precios de activos. Dos hechos destacamos: (1) seguiríamos viendo un traspaso de la depreciación del peso de los últimos meses, con todos los analíticos ligados a bienes creciendo sobre promedios históricos; y (2) los efectos de segunda vuelta ligados al shock eléctrico, al igual como ha venido sucediendo en los últimos meses, se concentrarían solo en unos pocos productos.

A nivel de divisiones, Vivienda y servicios básicos tendría la mayor incidencia positiva, liderada por alzas importantes de productos tales como Arriendo y Gas licuado. Le seguiría la división de Alimentos, destacando, nuevamente, el producto Pan.

Con excepción de nuestra proyección para febrero, mantenemos nuestra visión de que la inflación caería más rápido que lo implícito en la curva forward en el horizonte de proyección. Esto se sustenta en la debilidad del mercado laboral y del mercado del crédito, que mitigarían de forma importante los efectos del shock de costos reciente.

Tabla 2.3.1: Velocidad del IPC
(variación anualizada del promedio móvil de 3 meses desestacionalizado, menos la meta del 3%)



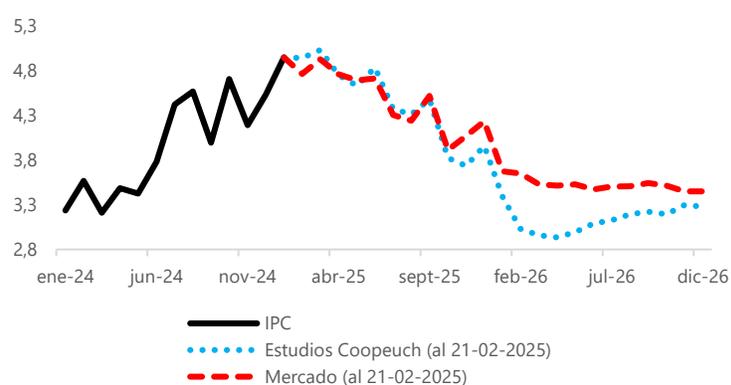
Fuente: INE y Coopeuch.

Tabla 2.3.2: Proyección IPC febrero 2025
(variación e incidencias)

feb-25	Modelo IPC (%)	Incidencia (p.p.)
ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS	0,6	0,136
BEBIDAS ALCOHÓLICAS Y TABACO	1,2	0,043
VESTUARIO Y CALZADO	1,3	0,035
VIVIENDA Y SERVICIOS BÁSICOS	0,9	0,158
EQUIPAMIENTO Y MANTENCIÓN DEL HOGAR	0,4	0,023
SALUD	0,5	0,037
TRANSPORTE	0,9	0,121
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	-0,3	-0,021
RECREACIÓN, DEPORTES Y CULTURA	-0,1	-0,003
EDUCACIÓN	0,0	0,000
RESTAURANTES Y ALOJAMIENTO	0,6	0,037
SEGUROS Y SERVICIOS FINANCIEROS	-0,1	-0,001
BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS	0,5	0,017
IPC		0,58

Fuente: Coopeuch.

Gráfico 2.3.3: Proyección IPC
(variación anual)



Fuente: INE, Tradition y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.4 Política monetaria

Preocupación del Consejo por el aumento de las expectativas de inflación a 2 años.

Sin novedades, en la RPM de enero 2025 el Consejo del BCCh mantuvo la TPM en 5%. Lo más importante del comunicado fue la eliminación de la frase “la TPM seguirá una trayectoria decreciente en el horizonte de política”, dando paso a un enfoque más data dependiente, junto con reforzar la necesidad de cautela ante un aumento de riesgos en torno a la inflación.

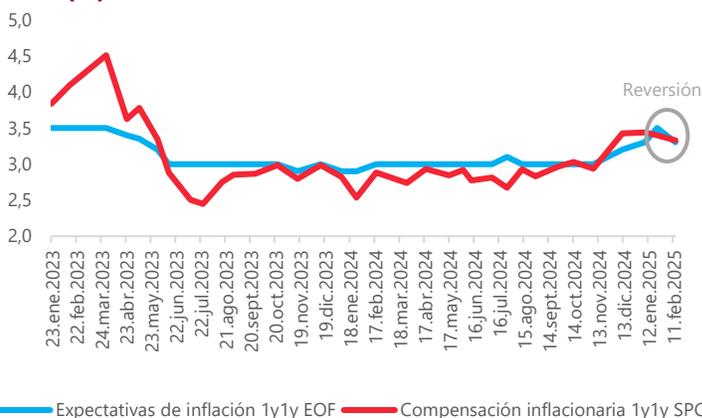
Posteriormente, la minuta de la RPM entregó mayores detalles de la decisión. Se dejaba claro que el cambio de postura a neutral del Consejo se explicaba mayormente por la preocupación por el alza de las expectativas de inflación a 2 años internalizada por algunas encuestas y precios de activos, y no por un cambio importante en el escenario macro. Más aún, un Consejero incluso mencionó que, de producirse un desanclaje que pusiera en riesgo de la meta, el Banco debía subir tasas, aunque dejaba claro que esto no significaba que fuera el escenario más probable.

Esta nueva información es importante para entender los próximos movimientos de TPM. En el corto plazo, el Consejo analizará en detalle las distintas medidas de expectativas de inflación a 2 años. Dado que nos encontramos en un periodo particularmente noticioso en temas inflacionarios, donde distintos shocks de costos — a nuestro juicio de naturaleza transitoria— se han transmitido a los últimos IPC, creemos que no sería sorpresa que se produzca una reversión rápida de las expectativas de inflación de 2 años.

Algo de esta reversión ya ha ocurrido en el margen (gráfico 2.4.1), explicada por la apreciación que ha tenido el peso (producto del cambio de sesgo del BCCh, el alza del precio del cobre y la depreciación del dólar a nivel global) (gráfico 2.4.2), pero también por otros costos que han cedido en lo más reciente, destacando los salarios, el petróleo y los fletes marítimos (gráfico 2.4.3).

Nuestro escenario central considera que las expectativas de inflación a 2 años continuarán cediendo a medida que los costos se normalicen y la debilitada demanda interna empiece a permear en precios de forma más evidente. Esto llevaría a que el BCCh retome las bajas de TPM (más detalles adelante). Reconocemos, eso sí, que hay riesgos que, de materializarse, jugarían en contra de nuestra visión. Por ejemplo, si el IPC de febrero es más alto de lo esperado y esto llevase a una sobrerreacción del mercado, aumentando fuertemente sus expectativas de inflación y tasas, al BCCh no le quedaría alternativa que adoptar una postura más *hawkish* (de lo contrario, las expectativas de inflación continuarían subiendo).

Gráfico 2.4.1: Expectativas de inflación EOF y CI de SPC (%)



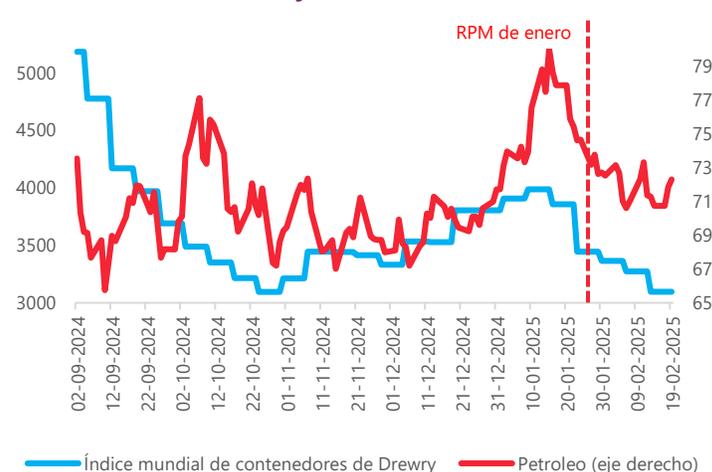
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2.4.2: Tipo de cambio



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2.4.3: Petróleo y fletes marítimos



Fuente: Bloomberg

2. ESCENARIO NACIONAL

2.5 Tasas cortas

Al menos hasta abril, Banco Central seguiría mostrando cautela. No vemos una corrección de tasas cortas hacia nuestros niveles justos en el corto plazo.

Comparadas con el mes pasado, las tasas de 2 años o menos aumentaron entre 5 a 15 puntos base, movimientos explicados por el cambio de tono del BCCh y por la sorpresa al alza del IPC de enero.

Si bien nuestras proyecciones de TPM no tuvieron grandes cambios respecto al informe pasado, sí hemos internalizado el nuevo mensaje del BCCh, es decir, la TPM se mantendría inalterada hasta que veamos una consolidación de las expectativas de inflación a 2 años (tanto de encuestas como de precios de activos) en torno al 3%.

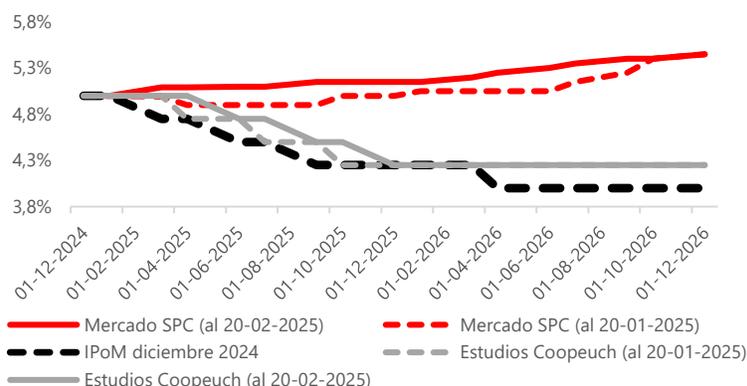
No esperamos que las expectativas de inflación a 2 años se normalicen pronto. En efecto, de materializarse nuestra proyección de IPC de febrero, que es alta respecto a mercado, y de no haber un retroceso significativo en los costos en las próximas semanas (particularmente, una apreciación relevante del tipo de cambio), las expectativas de inflación a 2 años difícilmente cederían rumbo al 3% antes de abril. De esta manera, hemos retrasado la primera baja de tasas para la reunión de junio, y no en la de abril, como esperábamos antes.

Más allá de shocks puntuales en el corto plazo, no vemos grandes presiones inflacionarias en el horizonte de política, por lo que seguimos esperando tres bajas de TPM de 25pb para lo que resta del año (gráfico 2.5.1).

Quisiéramos desatacar lo siguiente: Es importante para la política monetaria en qué parte del ciclo se encuentra la economía. A diferencia de Estados Unidos y Brasil, donde sus bancos centrales han tomado una postura bien *hawkish* en los últimos meses (con justa razón), Chile mantiene una brecha de actividad negativa (gráfico 2.5.2). De esta manera, de calmarse la actual efervescencia en torno a la inflación, muy influenciada por shocks de costos transitorios, el camino se despejaría para continuar las bajas de tasas. De mantener las TPM inalterada por mucho tiempo, se corre el riesgo que en el futuro se tenga que bajar muy rápido.

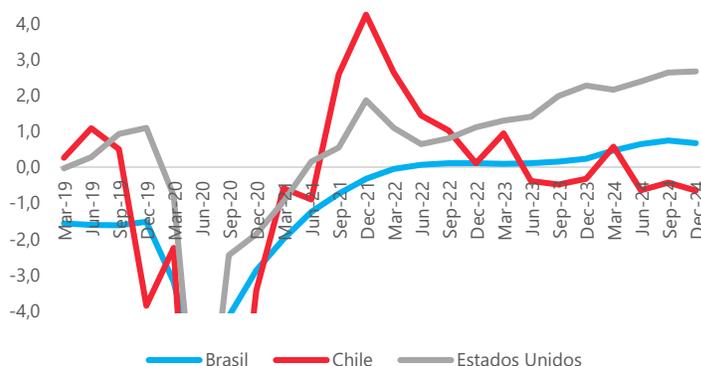
Con todo lo anterior, y como se ve en el gráfico 2.5.3, nuestros niveles *fair* para las tasas SPC de corto plazo se mantienen por debajo de sus valores efectivos. Aunque, nuevamente, no esperamos una corrección en el corto plazo.

Gráfico 2.5.1: Proyección de TPM (porcentaje)



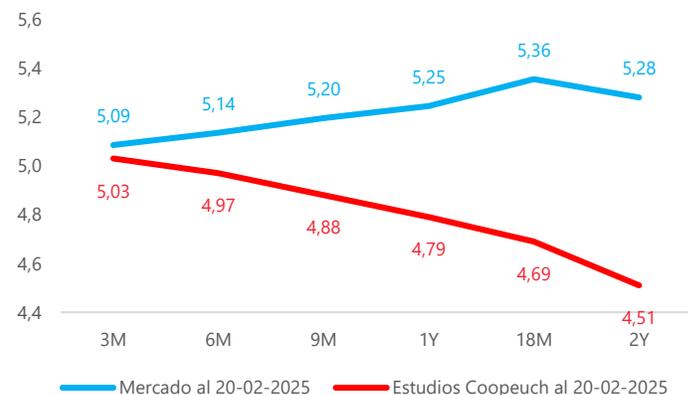
Fuente: Banco Central de Chile, ICAP y Coopeuch

Gráfico 2.5.2: Brecha de actividad



Fuente: BCCh, BCB, FRED, y Coopeuch

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



Fuente: ICAP y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.6 Tasas largas

Tasas largas domésticas continúan con alta correlación con tasas largas externas. En el corto plazo, ponderamos más la UF.

Respecto al informe pasado, la tasa a 10 años de los bonos del Tesoro retrocedió algo más de 10 puntos base, donde el principal driver fue la caída del componente de premios por plazo. Hay que recordar que desde septiembre del año pasado, cuando comenzó a hacerse probable en encuestas un nuevo gobierno de Trump, este componente ha aumentado más de 70 puntos, explicando más del 70% del alza de la tasa a 10 años desde esa fecha.

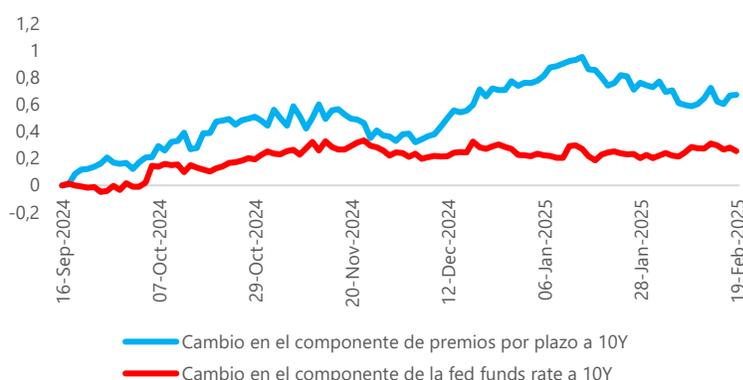
Hemos argumentado en informes anteriores que el aumento que hemos visto desde septiembre del componente de premios por plazo se explicaría por el alza del componente de prima de riesgo real (*real risk premium*), típicamente asociado a incertidumbre sobre las perspectivas económicas y fiscales.

¿Qué podría explicar la caída del componente de premios por plazo este mes? Creemos que hay al menos dos hechos que han ayudado: (1) el sentimiento del mercado en que las tarifas estarían siendo un mecanismo de negociación, más que una amenaza real; y (2) que el secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, haya manifestado el deseo del gobierno de bajar los rendimientos de los bonos del Tesoro a 10 años (en lugar de la *Fed funds rate* de la Fed). ¿Cómo puede el gobierno lograr esto último? Emitiendo menos a plazos largos y/o dar más certidumbre a los inversionistas sobre la evolución de la macro.

Las tasas largas domésticas continúan mostrando una alta correlación a sus pares externos. Este mes, eso sí, el contagio se ha dado por el componente de premios por plazo, el que ha retrocedido en el margen (gráfico 2.6.3). Por el contrario, el componente de expectativas de TPM aumentó en el mes, explicado por el cambio de tono a neutral señalado por el BCCh (gráfico 2.6.2).

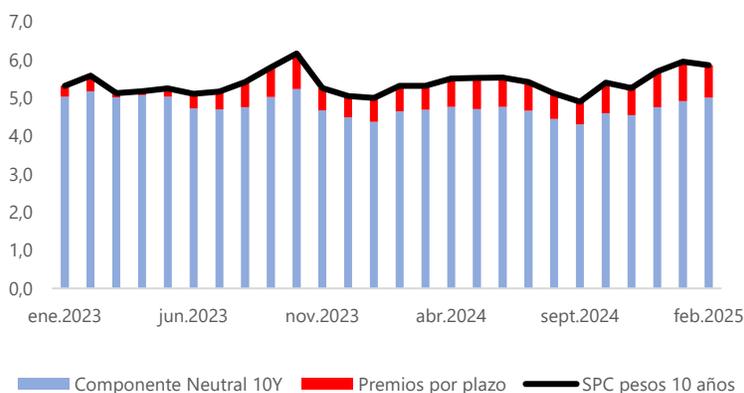
Si bien consideramos que los actuales niveles de TPM implícitos en precios de activos son demasiado altos, tenemos incertidumbre sobre cómo evolucionará el componente de premios por plazo, que actualmente alcanzaron una correlación cercana a 1 respecto a los premios por plazo externos. Eso sí, creemos que el anuncio de Bessent es una buena noticia para poner un techo a los premios por plazos externos. Si bien aun no tenemos convicción sobre cómo evolucionarán las tasas largas, si estamos ponderando más la UF en el corto plazo, producto de nuestra elevada proyección para el IPC de febrero.

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: Fed, RiskAmerica y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.7 Política fiscal

En 2024 el déficit fiscal superó ampliamente la meta que se había definido para el balance estructural, situación que se repetiría en 2025.

Recientemente, la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda presentó el Informe de Finanzas Públicas del cuarto trimestre de 2024. En esta sección, presentaremos las principales novedades del reporte, junto con un análisis de sus resultados.

Por el lado de los ingresos fiscales, se reconocen significativamente menores ingresos a los proyectados en el informe anterior, por \$2.852.532 millones (casi un punto del PIB), explicado principalmente por la menor recaudación percibida en los ingresos tributarios netos no mineros. De esta forma, la recaudación fiscal para el año 2024 fue de \$6.7283.221 millones. Por el lado del gasto fiscal, este se revisó levemente a la baja en \$31.305 millones (0,01% del PIB), alcanzando los \$76.163.869 millones. En vista de lo anterior, el déficit estructural de 2024 fue de 3,2% del PIB, sobrepasando así ampliamente la meta de alcanzar un déficit de 1,9% del PIB (Tabla 2.7.2).

Para 2025, el escenario macroeconómico proyecta un crecimiento del PIB de 2,5% (2,7% IFP anterior), valor que corresponde a la cota superior del rango de proyección del IPoM de diciembre, y supera el 2,2% de la Encuesta de Expectativas Económicas de febrero (Tabla 2.7.1). Lo anterior contrasta con la proyección definida para la inflación de 4,7% promedio, valor sólo levemente superior al 4,6% promedio del último IPoM.

Por el lado de las cuentas fiscales, si bien la recaudación proyectada se revisa a la baja de forma significativa (-\$2.924.826 millones), continúa esperándose un alza bastante importante de los ingresos fiscales: 8,4% de crecimiento real. Por el lado del gasto, la proyección se revisa a la baja de forma acotada (-\$629.507 millones), lo que refleja un alza real esperada de 2,7%. Dado lo anterior, el IFP proyecta que el balance estructural de 2025 alcanzaría un déficit de 1,6% del PIB, por lo que nuevamente no se cumpliría con la meta definida para el balance estructural (-1,1% del PIB) (Tabla 2.7.3).

Con todo, es importante notar que este IFP reporta holguras negativas para todo horizonte de planificación financiera, del orden de USD \$5.948 millones, lo que implica que el gasto que se proyecta actualmente para cada año supera el que se debiera ejecutar para cumplir con las metas definidas sobre el balance estructural (Tabla 2.7.4).

Tabla 2.7.1: PIB proyectado para 2024 y 2025

	Hacienda	BCCh
2024	2,4%	2,3%
2025	2,5%	2,0%

Fuente: Dipres y Coopeuch.

Tabla 2.7.2: Balance fiscal 2024

2024	\$MM 2024	% var.	% PIB
Ingresos efectivos	67.283.221	1,0	21,9
Ingresos estructurales	66.412.154	1,0	21,6
Gasto comprometido	76.163.870	3,5	24,8
Balance efectivo	-8.880.648		-2,9
Balance estructural	-9.751.716		-3,2
Deuda Bruta	129.794.268		42,3

Fuente: Dipres y Coopeuch.

Tabla 2.7.3: Balance fiscal 2025

2025	\$MM 2025	% var.	% PIB
Ingresos efectivos	76.361.899	8,4	23,1
Ingresos estructurales	76.724.275	10,4	23,2
Gasto comprometido	81.902.667	2,7	24,8
Balance efectivo	-5.540.767		-1,7
Balance estructural	-5.178.392		-1,6
Deuda Bruta	139.068.998		42,1

Fuente: Dipres y Coopeuch.

Tabla 2.7.4: Balances del Gobierno Central Total 2026-2029.

	2026	2027	2028	2029
(1) Total Ingresos Efectivos	79.408.778	81.911.054	84.548.346	86.277.124
(2) Total Gastos Comprometidos	83.103.953	84.647.933	85.750.417	86.360.695
(3) Ingresos Cíclicamente Ajustados	78.884.187	81.074.966	83.739.876	85.641.714
(4) Meta BCA (% del PIB)	-0,5	-0,5	-0,5	0,0
(5) Nivel de gasto compatible con meta	80.568.939	82.786.805	85.477.092	85.641.714
(6) Diferencia Gasto / Holgura (5)-(2)	-2.535.014	-1.861.127	-273.325	-718.980
(7) Diferencia Gasto (MMUS\$)	-2.689	-2.080	-317	-863
(8) Diferencia Gasto (% del PIB)	-0,8	-0,5	-0,1	-0,2
(9) Balance efectivo compatible con meta (1)-(5) (% del PIB)	-0,3	-0,3	-0,3	0,2

Fuente: Dipres y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.7 Política fiscal

Recaudación fiscal proyectada sigue fuertemente sobre estimada, por lo que la senda para el balance fiscal sería más deficitaria de lo proyectado por la Dipres

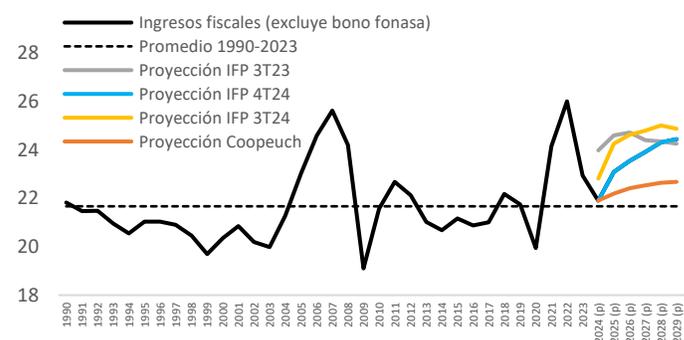
En nuestro Informe Económico Mensual de octubre alertamos que la recaudación fiscal proyectada en el IFP del tercer trimestre para el mediano plazo estaba fuertemente sobre estimada, por lo que la senda para el balance fiscal sería más deficitaria de lo proyectado por la Dipres: en la actual edición de nuestro informe esta conclusión se mantiene.

En particular, como se puede ver en el gráfico 2.7.1, en el caso concreto de la recaudación proyectada para 2024 existió una sobre estimación de origen en la elaboración del presupuesto para dicho año, es decir, en el IFP correspondiente al tercer trimestre de 2023, donde se proyectaba alcanzar ingresos por 24% del PIB. Luego, en ediciones posteriores esta proyección se revisó a la baja, lo que en la práctica se tradujo en que, al cierre de la ejecución de 2024, la recaudación efectiva fue de 21,9% del PIB: cerca de 2 puntos del PIB menos de la proyección original. Esta sobre estimación es la principal razón detrás del incumplimiento de la meta del balance estructural en 2024, sin embargo, es un problema que sigue presente hacia el mediano plazo.

En efecto, del gráfico 2.7.1 se puede notar cómo la recaudación proyectada para el periodo 2025-2029 diverge fuertemente de su relación histórica con el PIB. Así, bajo supuestos conservadores para la recaudación fiscal, y manteniendo constante el gasto proyectado en el IFP (gráfico 2.7.1), se puede ver que la senda proyectada para el balance estructural —con las que actualmente ya se incumplen las metas fiscales— sería incluso más deficitaria (gráfico 2.7.2). De igual forma, manteniendo constante la dinámica proyectada en el IFP para las transacciones en activos financieros, pero incorporando esta senda más deficitaria para el balance fiscal efectivo, se puede ver que la deuda bruta continuaría creciendo los próximos años, y superaría el nivel de deuda considerado prudente por el Consejo Fiscal Autónomo (45% del PIB) en 2027 (gráfico 2.7.3).

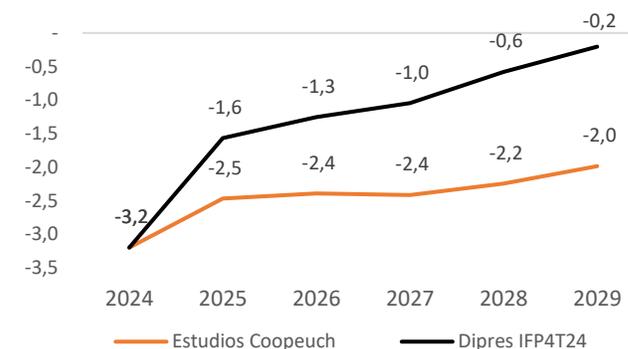
Por lo tanto, si bien en el IFP se anuncia la implementación de acciones correctivas sobre el gasto, de forma de retomar el cumplimiento de las metas fiscales —algo que se presentaría en el IFP del primer trimestre— la actual sobre estimación de la recaudación fiscal da cuenta de que este objetivo será particularmente complejo. A modo de ejemplo, bajo nuestra proyección de ingresos, el gasto tendría que ajustarse en cerca de USD \$4.500 millones en 2025 para cumplir con la meta fiscal, lo que implicaría una caída real del gasto de 3,0%.

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



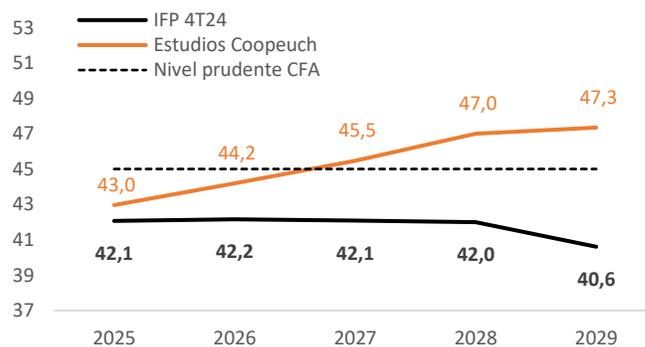
Fuente: Dipres y Coopeuch.

Gráfico 2.7.2: Balance Estructural (% 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

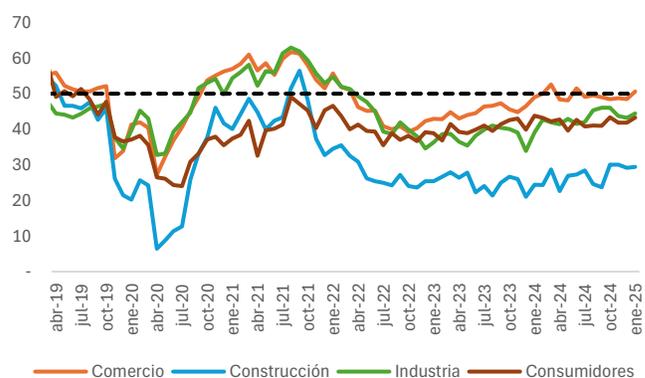
- Dólar:** Desde fines de enero el tipo de cambio se ha apreciado de forma importante, lo que se sostiene en buena medida por el cambio de tono del Banco Central de Chile en la RPM de enero —apreciación también se ha dado en términos multilaterales— y que también se ha complementado con un dólar algo más débil y un mayor precio del cobre.
- Confianzas:** Las confianzas de empresas y consumidores han continuado en terreno pesimista en enero, sin cambios significativos. La excepción a lo anterior se registró en el comercio, sector que retornó a valores optimistas luego de 4 meses en terreno contractivo (Gráfico 2.8.2).
- Mercado del crédito:** Los datos a enero muestran que el mercado del crédito se mantiene débil. En particular, en términos de variación anual, 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 febrero esperan un IPC mensual para dicho mes de 0,4%, bajo nuestra proyección de 0,6%. Hacia adelante, las expectativas de inflación a 2 años se mantienen ancladas en el 3,0%, mientras que las a 1 año bajaron a un 3,6%. Para la RPM de marzo, en tanto, esperan que la TPM se mantenga en un 5,0%. Finalmente, para el Imacec de diciembre, la mediana de los encuestados espera un crecimiento anual de 2,3%, por debajo de nuestra proyección (+2,8% a/a).
- Informe de Percepciones de Negocios febrero 2025:** En general, el desempeño de las empresas consultadas ha sido similar o algo mejor en los últimos meses, acercándose a lo que consideran un “mes promedio”. El porcentaje de empresas que ha buscado trabajadores y la dificultad para encontrarlos son ligeramente mayores que lo reportado hace seis meses. Razones de mayor búsqueda: menos por reemplazo y más por apoyo en servicios transitorios. La mayoría de los entrevistados concuerda en que el desempeño de la demanda continúa siendo el principal determinante del porcentaje de traspaso, en medio de márgenes que se siguen reportando estrechos.

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



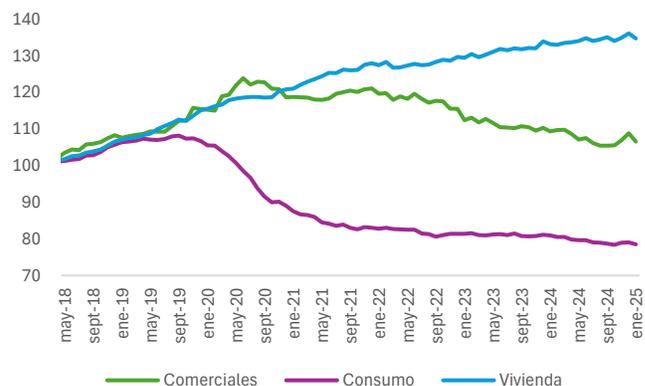
Fuente: Banco Central y Coopeuch.

Gráfico 2.8.2: Confianzas
(Índice)



Fuente: Banco Central y Coopeuch.

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



Fuente: Banco Central y Coopeuch.

2.8 Escenario macroeconómico base

Tabla 2.8.1 Proyecciones macroeconómicas

Cuentas nacionales	2021	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)
PIB (% var. real a/a)	11,3%	2,1%	0,2%	2,4%	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%	6,2%	3,8%	1,9%
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%	23,3%	23,7%	24,0%
Balanza de pagos	2021	2022	2023	2024 (p)	2025 (p)	2026 (p)
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	-2,4	-12,0	4,5	12,0	7,9	9,5
Exportaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	100,6	107,3	104,6	109,3	108,9	119,6
Importaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	103,0	119,3	100,1	97,3	101,0	110,1
Cuenta corriente (US\$ miles de millones)	-23,1	-26,3	-12,0	-4,4	-10,8	-9,8
Cuenta corriente (% del PIB)	-4,6%	-8,7%	-5,0%	-2,8%	-2,6%	-2,6%
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	81	78	74
Mercado monetario y cambiario	2021	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
IPC (% var. a/a a diciembre)	7,2%	12,8%	4,4%	4,5%	4,0%	3,3%
IPC (% var. a/a promedio)	4,5%	11,6%	7,6%	3,9%	4,5%	3,1%
IPC sin volátiles (% var. a/a a diciembre)	5,2%	10,7%	5,9%	4,3%	4,1%	3,5%
IPC sin volátiles (% var. a/a promedio)	3,8%	9,3%	8,5%	3,8%	4,1%	3,5%
Tipo de cambio CLP/US\$ (promedio)	759	873	840	944	934	897
Tipo de cambio CLP/US\$ (valor a diciembre)	849	876	875	982	950	900
Tasa de Política Monetaria (valor a diciembre)	3,46	11,25	8,25	5,00	4,25	4,25

Informe Económico Mensual

