

# Informe Económico Mensual

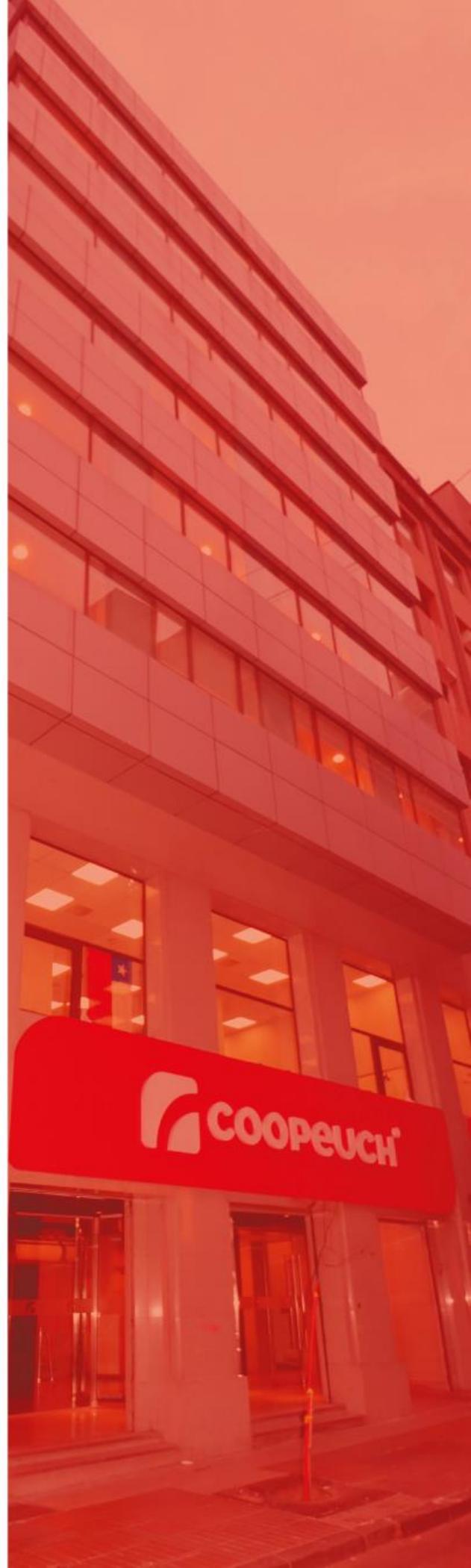
Mayo 2025

**Felipe Ramírez**  
Economista Jefe

**Nicolás García**  
Economista Senior

**Danilo Castro**  
Analista de Estudios Senior

Cierre estadístico: 22-05-2025



## DESTACADOS

- Desde nuestro último reporte, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se han moderado, con avances en las negociaciones, lo que ha contribuido a un repunte de las bolsas. Indicadores de actividad ya dan cuenta de un impacto en Estados Unidos del conflicto comercial, aunque en el caso de China y la Zona Euro se mantiene cierta resiliencia. En lo más reciente, nuevas amenazas de impuestos dan cuenta de los altos niveles de incertidumbre en torno a este conflicto.
- La actividad ha mantenido un buen desempeño durante el comienzo de 2025, el que ha ido de la mano tanto de un mayor dinamismo de las exportaciones como del consumo. Sin embargo, buena parte de este dinamismo se relaciona con elementos de naturaleza transitoria. Preliminarmente, para el Imacec de abril esperamos un crecimiento anual de 1,7%. Para 2025 mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en un 1,8%.
- Datos laborales de marzo muestran que el mercado del trabajo continúa débil. La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en marzo 2025 se situó en un 8,7%, aumentando en 0,3 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior. Los ocupados se han mantenido planos prácticamente desde abril de 2024 a la fecha.
- La velocidad del IPC sin volátiles continúa cayendo, y desde marzo 2025 su nivel se encuentra por debajo del 3%. De esta manera, se consolida el proceso de convergencia de la inflación rumbo al 3%. Preliminarmente, para mayo esperamos una variación mensual del IPC de 0,2% (IPC SV: 0,4%). Hacia el mediano plazo, continuamos esperando que la inflación caiga más rápido que lo implícito en la curva *forward*.
- En la RPM de abril la TPM se mantuvo en 5,0%. El centro de atención recayó en el agravamiento del conflicto comercial, lo que imprimía una alta dosis de incertidumbre sobre la evolución macro. Minuta de la RPM destaca por su sesgo *dovish*, donde se señala que las implicancias del cambio del escenario externo en la trayectoria inflacionaria *"podría requerir que la TPM se acercara al rango neutral antes que lo previsto en el Informe de marzo"*.
- Regreso al 3% de las expectativas de inflación entregan más grados de libertad para que se retome el proceso de normalización de la política monetaria. Nuestro escenario central de TPM se ha mantenido inalterado desde febrero de este año: primera baja de TPM en la RPM de junio, a más tardar la de julio, con recortes de 25 puntos base reunión por medio, hasta llegar a una TPM neutral de 4,25%. Los precios de mercado, por el contrario, han tenido caídas en los últimos meses, alineándose a nuestro escenario.
- Mayo ha sido un mes complejo para la renta fija en el mundo: diversos factores han subido las tasas de los *Treasuries* en cerca de 35 puntos base, donde: (1) el 27% del movimiento se explica por el alza del componente de expectativas para la *Fed funds rate*, y (2) el 73% restante explicado por el alza de los premios por plazo. Fuerte alza de las tasas largas de los bonos de Japón desincentivan la tenencia de *Treasuries*. Todo lo anterior ha contagiado los movimientos de las tasas locales similares.
- El Consejo Fiscal Autónomo alerta que el país está en un punto de inflexión, y cuestiona las modificaciones a las metas fiscales. A nuestro juicio, de acuerdo con los niveles de gasto comprometidos, el camino más probable para la recaudación fiscal conduciría a una senda de Balance Estructural (BE) de mediano plazo (años 2025 a 2029) más deficitaria que lo planteado por la Dipres.

# 1. ESCENARIO INTERNACIONAL

Los avances en las negociaciones entre Estados Unidos y China han contribuido a moderar las tensiones comerciales entre ambos países. Los niveles de incertidumbre sobre este conflicto, sin embargo, se mantienen elevados.

## Guerra comercial

Durante mayo, los avances en las negociaciones entre Estados Unidos y China han contribuido a moderar las tensiones comerciales entre ambos países. En particular, Estados Unidos acordó reducir su tasa arancelaria a los productos importados de China desde un 145% hasta un 30%, mientras que China redujo esta tasa desde un 125% hasta un 10%.

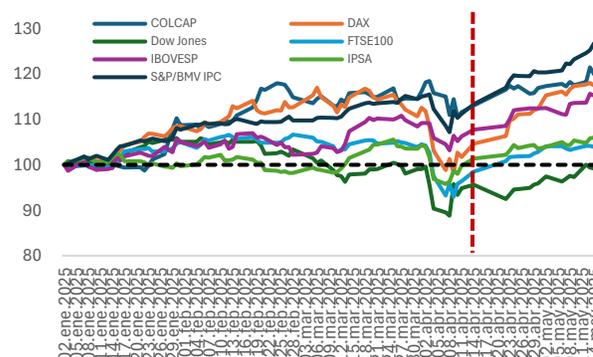
Los mercados financieros han reaccionado positivamente a los avances de estas negociaciones. Así, por ejemplo, en comparación con nuestro reporte anterior, las bolsas en el mundo han tendido a repuntar (gráfico 1.1), y el dólar ha tendido a fortalecerse, aunque de manera acotada (gráfico 1.2). Por otro lado, si bien en los mercados se mantiene un ambiente de cautela, los principales bancos de inversión han tendido a mejorar de forma moderada sus proyecciones de crecimiento para el PIB de Estados Unidos luego de las negociaciones.

Con todo, el día posterior al cierre estadístico de este informe, Estados Unidos amenazó a la Unión Europea con aplicar un arancel de 50% a partir del 1 de junio y, asimismo, con un arancel de 25% para productos Apple fabricados fuera de Estados Unidos. Esta noticia, en el margen, da cuenta de que los niveles de incertidumbre en torno a este conflicto son aún elevados, y que es altamente probable que dicha situación de mantenga en los próximos meses.

## Estados Unidos (US)

En Estados Unidos, los datos de actividad para el primer trimestre del año ya comenzaron a evidenciar los efectos de la guerra comercial: el gasto en consumo se reorientó hacia compras de bienes producidos en el extranjero (importaciones), mientras que el gasto en bienes producidos localmente se moderó de forma importante. Lo anterior buscó anticiparse a la fijación de aranceles, y tuvo como consecuencia una caída del PIB de 0,3% a/a (gráfico 1.3). Por otro lado, los movimientos en el margen del mercado laboral son consistentes con un mercado relativamente en equilibrio. La inflación de abril (+0,3% m/m, total y subyacente), en tanto, estuvo algo bajo las expectativas de mercado en el caso de inflación total, pero acorde con estas expectativas en el caso de la inflación subyacente.

**Gráfico 1.1: Bolsas.**  
(índice)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

**Gráfico 1.2: Dólar dxy.**  
(índice)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

**Gráfico 1.3: PIB por el lado del gasto**  
(contribuciones sobre % var. a/a, pp.)



Fuente: BEA y Coopeuch.

(\*) "Bienes" y "servicios" corresponde al consumo de cada categoría, respectivamente. "FBCF" corresponde a la formación bruta de capital fijo, "XN" corresponde a las exportaciones netas de las importaciones.

# 1. ESCENARIO INTERNACIONAL

Indicadores de China y la Zona Euro dan cuenta de cierta resiliencia de la actividad en un contexto de tensiones comerciales.

Finalmente, en su reunión de mayo, la Fed decidió mantener sin cambios la tasa de interés de referencia en el rango de 4,25% a 4,5%, en línea con las expectativas de mercado, y alertó sobre un mayor nivel de incertidumbre y de riesgos tanto para la inflación como para el desempleo. En relación con esto, es importante considerar que el balance de riesgos para la Fed está relativamente en equilibrio. Al cierre estadístico de este reporte, las expectativas de mercado apuntan a una tasa terminal a diciembre de 2025 de 3,9% (reporte anterior: 3,5%) (gráfico 1.4).

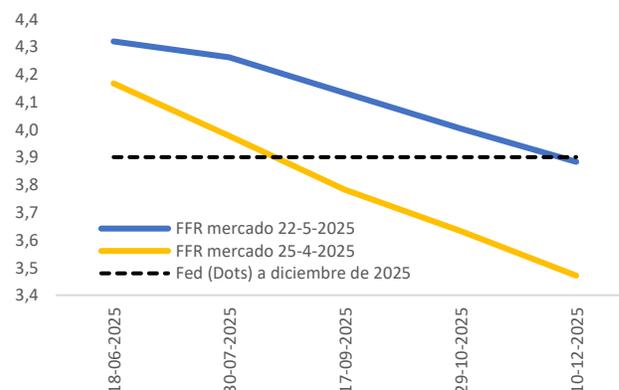
## China

La producción industrial registró un crecimiento anual de 6,1% en abril, desacelerándose en comparación con el crecimiento de marzo (7,7% a/a) aunque superando las expectativas de mercado (Encuesta Bloomberg: 5,7% a/a). Esto refleja una cierta resiliencia del sector en un contexto de tensiones comerciales con Estados Unidos. No obstante, indicadores relacionados a la demanda interna siguen dando cuenta de un débil escenario interno. En particular, las ventas del comercio minorista de abril anotaron un alza de 5,1% a/a, desacelerándose en comparación al resultado de marzo (5,9% a/a), y situándose por debajo de las expectativas de mercado (Encuesta Bloomberg: 6,0% a/a). Lo anterior también se evidencia en la caída del IPC de abril (-0,1% m/m).

## Zona Euro

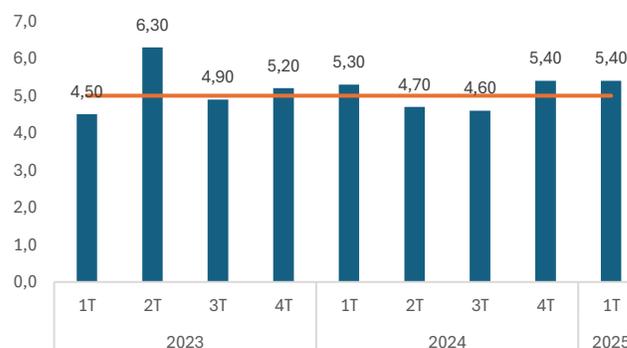
Distintos indicadores han tendido a superar las expectativas del mercado, lo que sugiere una economía algo más resiliente de lo previsto. Sin embargo, las revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento reflejan aún preocupaciones sobre el impacto de las tensiones comerciales en la economía regional. En particular, durante el primer trimestre el PIB de la Zona Euro registró un crecimiento de 0,4% t/t (Encuesta Bloomberg: 0,2% t/t), el que, sin embargo, posteriormente fue revisado a la baja en una décima (0,3% t/t). Por otro lado, en marzo la producción industrial creció en términos mensuales un 2,6% (Encuesta Bloomberg: 1,8% m/m), mientras que las ventas del comercio minorista registraron una caída en el margen de 0,1% m/m (Encuesta Bloomberg: 0,2% m/m). Por su parte, la tasa de desocupación de marzo se mantuvo estable y en línea con las expectativas (6,2%). Finalmente, la inflación de abril registró un avance de 0,6% m/m, algo sobre las expectativas de mercado (Encuesta Bloomberg: 0,5% m/m), resultado que estuvo explicado principalmente por la inflación de servicios.

**Gráfico 1.4: Expectativas de mercado tasas de política monetaria sobre la Fed funds rate. (porcentaje)**



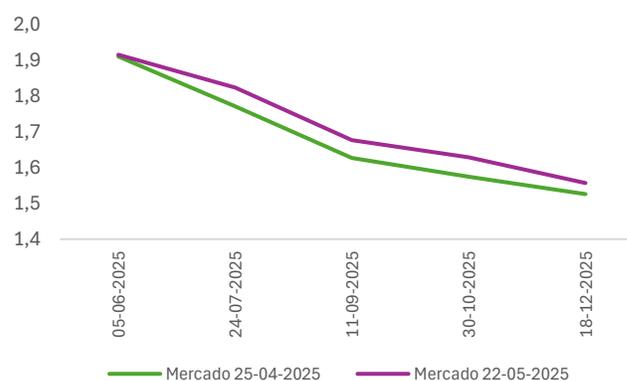
Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

**Gráfico 1.5: China, crecimiento del PIB. (% var. a/a)**



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

**Gráfico 1.6: Expectativas de mercado tasas de política monetaria para la Zona Euro. (porcentaje)**



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

## 2. ESCENARIO NACIONAL

### 2.1 Actividad

La actividad ha mantenido un buen desempeño durante el comienzo de 2025.

De acuerdo con el último informe de Cuentas Nacionales publicado por el Banco Central de Chile, el primer trimestre del año la economía registró un avance trimestral desestacionalizado de 0,7%, mientras que, en términos anuales, el crecimiento fue de 2,3% (3 décimas más de lo que se desprendía preliminarmente del Imacec).

A nivel de componentes del gasto, el crecimiento trimestral desestacionalizado estuvo explicado por el consumo de gobierno y las exportaciones, y se compensó parcialmente por una menor variación de existencias. En términos de crecimiento anual, el resultado estuvo explicado principalmente por las exportaciones, y en menor medida por el consumo privado, de gobierno y la formación bruta de capital fijo.

Con todo, la actividad ha mantenido un buen desempeño durante el comienzo de 2025, el que ha ido de la mano tanto de un mayor dinamismo de las exportaciones como del consumo. En particular, el buen desempeño del consumo privado es consistente con el repunte que ha exhibido la masa salarial los tres primeros meses del año, principalmente explicado por un mayor dinamismo de los salarios. No obstante, hacia adelante, el ajuste fiscal anunciado por el Ministerio de Hacienda podría moderar particularmente el consumo de gobierno. Por otro lado, si bien la formación bruta de capital fijo no registró variación en relación con el nivel alcanzado el trimestre inmediatamente anterior, su evolución es consistente con el repunte que esperamos para este componente durante 2025, particularmente impulsado por proyectos del sector minero (algo que también se desprende del último Informe de Percepciones de Negocios). Finalmente, el fuerte dinamismo de las exportaciones reflejaría el efecto de 3 eventos transitorios: (1) las compras de los turistas argentinos —algo que, sin embargo, podría mantenerse durante buena parte de 2025—; (2) la mayor demanda de cerezas desde China; y (3) alguna sustitución de importaciones por parte de países con fijación de aranceles, lo que podría moderarse en la medida que las negociaciones de los países involucrados se traduzcan en condiciones arancelarias más holgadas.

Preliminarmente, para el Imacec de abril esperamos un crecimiento anual de 1,7%. Para 2025 mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en un 1,8%.

**Gráfico 2.1.1: Formación Bruta de Capital Fijo (Nivel SA)**



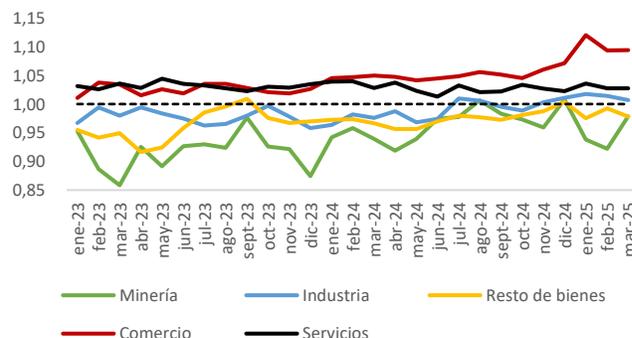
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

**Gráfico 2.1.2: Consumo privado y Masa salarial real (índice SA)**



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

**Gráfico 2.1.3: Brechas sectoriales. (Nivel SA sobre tendencia lineal pre estallido social)**



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch..

## 2. ESCENARIO NACIONAL

### 2.2 Mercado del trabajo

Datos laborales de marzo muestran un mercado laboral débil, pero con mejoras en el margen.

La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en marzo 2025 se situó en un 8,7%, aumentando en 0,3 pp. respecto a la cifra inmediatamente anterior. Este resultado estuvo por sobre lo proyectado por mercado (Bloomberg: 8,6%), y en línea con nuestra proyección (Estudios Coopeuch: 8,7%). Al descontar factores estacionales, la tasa de desocupación se mantuvo en un 8,5 (gráfico 2.2.1).

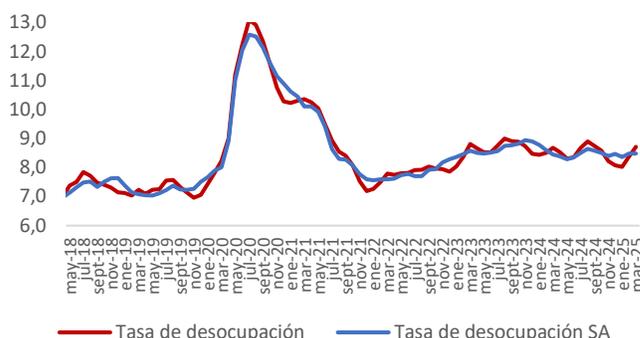
El número de ocupados, sin ajustar por estacionalidad, registró una caída en el margen de 8.036 puestos de trabajo, aunque esta fue menor a promedios históricos para un mes de marzo. Las cifras ajustadas por estacionalidad (gráfico 2.2.2), en tanto, muestran un aumento de 23.603 puestos de trabajo.

Por tercer mes consecutivo, los inactivos tuvieron una importante caída mensual (-15.428), que se situó por sobre distribuciones históricas. Dado lo anterior, la tasa de participación laboral ha continuado recuperándose (gráfico 2.2.3). Esto implica que el factor “desaliento”, muy presente durante la segunda mitad de 2024, estaría disipándose, y continuaría siendo una presión alcista sobre la tasa de desocupación en los próximos meses.

Al descontar la estacionalidad (variables SA), la tasa de desocupación se mantuvo sin cambios y los ocupados registraron un aumento luego de la variación prácticamente nula del mes anterior. Esto se da en un contexto donde los inactivos han continuado retrocediendo, y la tasa de participación laboral — variable que aproxima los movimientos de la oferta de trabajo— ha continuado recuperándose (aumentó por sobre promedios históricos), por lo que la demanda de trabajo fue capaz de absorber este aumento sin alterar la tasa de desocupación SA. Por otro lado, es importante notar que, en términos de composición, los movimientos de los ocupados han tendido a aumentar la presencia de ocupados formales, aunque este mes esto fue de la mano de los trabajadores por cuenta propia. En conclusión, si bien el mercado laboral se mantiene débil, presenta mejoras en el margen.

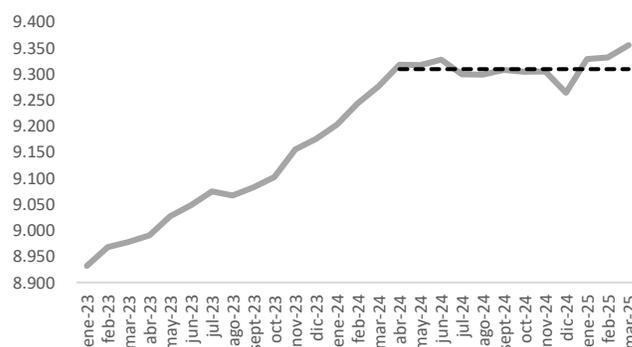
Hacia adelante, la normalización de la tasa de participación será una fuerza alcista sobre la tasa de desocupación, y podría desacelerar el crecimiento de los salarios. Preliminarmente, esperamos que la tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en abril se situó en 8,8%.

**Gráfico 2.2.1: Tasa de desocupación (porcentaje)**



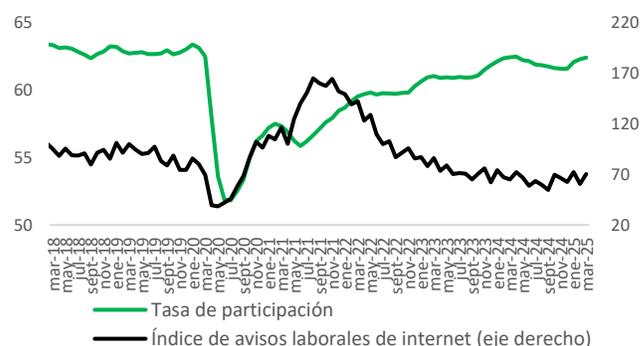
Fuente: INE y Coopeuch.

**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

Velocidad del IPC con caídas relevantes en el margen. Proceso de convergencia de la inflación se consolida. Para mayo, esperamos un IPC de 0,2% m/m.

El IPC de abril registró un alza mensual de 0,2%, levemente bajo nuestra proyección, encuestas, precios de activos y promedios históricos para dicho mes, (todos en 0,3%). Con este resultado, la inflación a 12 meses pasó desde un 4,9% en marzo a un 4,5% en abril.

Para la parte subyacente, si bien tanto el IPCSAE como el IPCSV tuvieron una variación mensual por sobre el IPC Total (ambos de 0,4%), éstas estuvieron acorde con promedios históricos para un mes de abril.

La velocidad del IPC sin volátiles continúa cayendo, y desde marzo 2025 su nivel se encuentra por debajo del 3% (gráfico 2.3.1). Por otro lado, dado que en abril fueron los ítems volátiles los que contribuyeron a moderar la inflación (IPC volátiles: -0,2% m/m), se produjo una fuerte caída de la velocidad del IPC total, acercándose a su nivel coherente con la meta. De esta manera, el proceso de convergencia de la inflación rumbo al 3% se estaría consolidando.

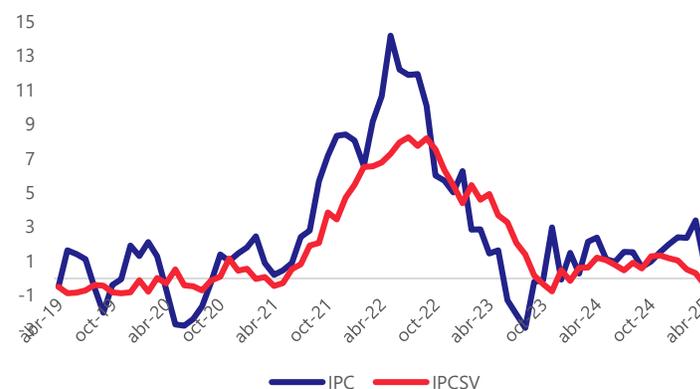
A nivel de divisiones, entre las mayores incidencias positivas destacó Bienes y servicios diversos (1,2% m/m; incidencia de 0,044 pp.) y Vivienda y servicios básicos (0,2% m/m; incidencia de 0,043 pp.). En tanto, dentro de las divisiones con caídas en sus precios destacó Vestuario y calzado (-2,0% m/m; incidencia de -0,054 pp.). En lo anterior podrían haber contribuido los descuentos por el "Black Sale", evento que se llevó a cabo a fines de marzo y principios de abril.

Preliminarmente, para mayo esperamos una variación mensual del IPC de 0,2% (IPC SV: 0,4%), en línea con encuestas, precios de activos y promedios históricos para dicho mes. A nivel de divisiones, Información y comunicación tendría la mayor incidencia positiva del mes (0,049 p.p.), con una importante alza del producto Suscripción a contenidos audiovisuales debido a la fuerte alza de tarifas que realizó una conocida empresa de servicios de *streaming*. De forma opuesta, Transporte sería la división con la mayor incidencia negativa, impactada por las bajas de Gasolina y Servicio de transporte interurbano.

Con todo, en el corto plazo, no tenemos grandes diferencias con las inflaciones implícitas en precios de activos. Sin embargo, hacia el mediano plazo, continuamos esperando que la inflación caiga más rápido que lo implícito en la curva *forward* (gráfico 2.3.3), aunque este mes los precios de mercado corrigieron bastante hacia nuestra proyección.

**Gráfico 2.3.1: Velocidad del IPC.**

(variación anualizada del promedio móvil de 3 meses desestacionalizado, menos la meta del 3%)



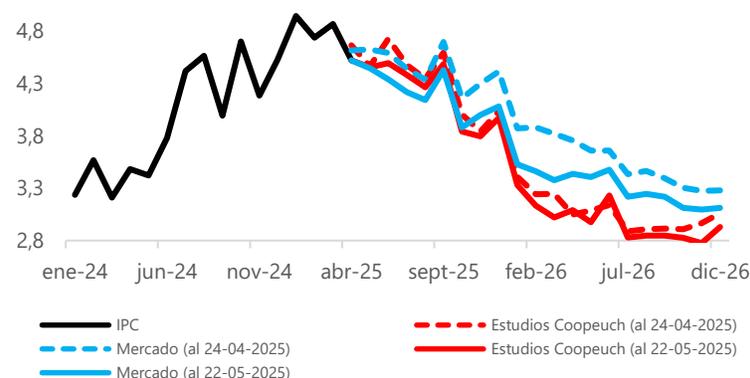
Fuente: INE y Coopeuch.

**Tabla 2.3.2: Proyección IPC mayo 2025**  
(variación e incidencias)

may-25	Modelo IPC (%)	Incidencia (p.p.)
ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS	0,1	0,012
BEBIDAS ALCOHÓLICAS Y TABACO	0,0	0,001
VESTUARIO Y CALZADO	1,2	0,031
VIVIENDA Y SERVICIOS BÁSICOS	0,2	0,040
EQUIPAMIENTO Y MANTENCIÓN DEL HOGAR	0,2	0,013
SALUD	0,3	0,023
TRANSPORTE	-0,1	-0,019
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	0,8	0,049
RECREACIÓN, DEPORTES Y CULTURA	-0,3	-0,013
EDUCACIÓN	0,3	0,013
RESTAURANTES Y ALOJAMIENTO	0,4	0,023
SEGUROS Y SERVICIOS FINANCIEROS	0,5	0,005
BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS	0,7	0,024
<b>IPC</b>		<b>0,20</b>

Fuente: Coopeuch.

**Gráfico 2.3.3: Proyección IPC**  
(variación anual)



Fuente: INE, ICAP y Coopeuch.

## 2. ESCENARIO NACIONAL

### 2.4 Política monetaria

Convergencia de la inflación hacia la meta e implicancias económicas del conflicto comercial externo, sugieren pronto recortes de TPM.

Acorde con las expectativas del mercado, en la RPM de abril la TPM se mantuvo en 5,0%. Como era de esperar, el centro de atención recayó en el agravamiento del conflicto comercial, lo que imprimía una alta dosis de incertidumbre sobre la evolución macro.

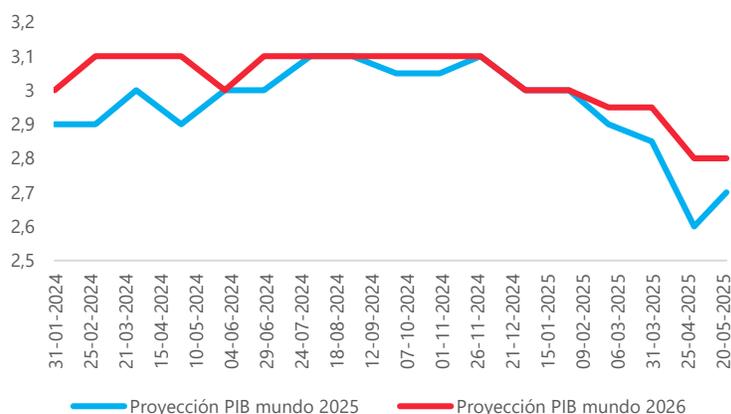
Entre los argumentos más *dovish* del comunicado destacamos: (1) respecto a comunicados anteriores, se eliminaron las frases del tipo “los riesgos para la inflación han aumentado” o “un panorama inflacionario que sigue enfrentando riesgos relevantes”; (2) se menciona que la inflación podría reducirse en países que no modifiquen su política comercial, como es el caso de Chile; (3) la inflación subyacente había evolucionado por debajo de lo proyectado; y (4) las perspectivas de crecimiento mundial se habían deteriorado (gráfico 2.4.1).

Contrariamente, entre los argumentos *hawkish* destacaron: (1) las condiciones financieras locales mejoraron (gráfico 2.4.2); (2) los indicadores de actividad continuaban mostrando un dinamismo reciente; y (3) algunos indicadores de expectativas de inflación a dos años seguían estando sobre el 3%.

Si bien esperábamos que el comunicado fuera explícito en que la TPM convergería a su valor neutral más rápido que lo internalizado en el escenario central del último IPOM, fue en la Minuta donde se entregaron señales más contundentes. En efecto, en concordancia con los escenarios de sensibilidad definidos en el último corredor de TPM, la Minuta mencionaba que las implicancias del cambio del escenario externo en la trayectoria inflacionaria “podría requerir que la TPM se acercara al rango neutral antes que lo previsto en el Informe de marzo”. Esto, de hecho, motivaba la incorporación de la opción de recorte de TPM en esta reunión, que siendo probablemente la más apropiada por fundamentos económicos, fue descartada por temas tácticos y comunicacionales.

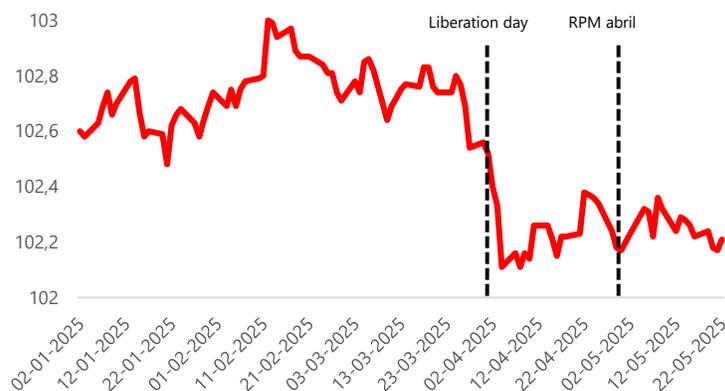
Un último punto importante. Un actuar cauteloso del Consejo frente a un escenario de alta incertidumbre sería lo indicado si y solo si los riesgos estuvieran equilibrados, lo que no consideramos que es el caso actual. De hecho, del alto número de extractos *dovish* de la Minuta, se desprende que hoy el mayor riesgo pareciera ser que la inflación pueda escaparse por debajo de la meta en el horizonte de proyección. Por lo anterior, un proceso rápido de bajas de TPM no debiese ser descartado.

**Gráfico 2.4.1: Proyecciones para el PIB del mundo, Encuesta Bloomberg**



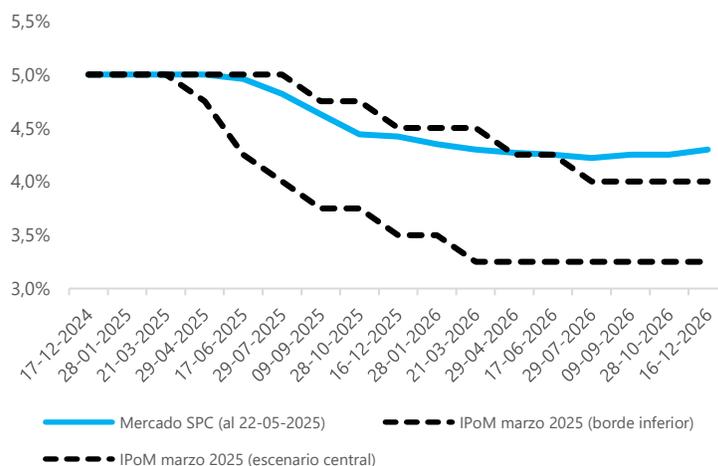
Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

**Gráfico 2.4.2: Índice de Condiciones Financieras de Goldman Sachs, Chile**



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

**Gráfico 2.4.3: Corredor de TPM, IPoM 2025**



Fuente: BCCh y Coopeuch.

## 2. ESCENARIO NACIONAL

### 2.5 Tasas cortas

Se despeja la cancha para retomar las bajas de la TPM.

Comparadas con el mes pasado, las tasas de 2 años o menos bajaron en el punta a punta, aunque de manera acotada. El principal catalizador fueron las señales entregadas por la Minuta de la RPM de abril.

Una preocupación importante, que ha motivado un actuar cauteloso del Consejo en las últimas tres RPM, ha sido que algunas medidas de expectativas de inflación a 2 años se encontraban sobre el 3%. Sin embargo, esto se ha corregido en lo más reciente. En efecto, mientras la variación anual del IPC a 2 años de la EOF nuevamente volvió al 3% en su última medición (algo que no ocurría desde noviembre del 2024), la compensación inflacionaria 1Y1Y de SPC ha venido bajando y prácticamente ya está en el 3% (gráfico 2.5.1).

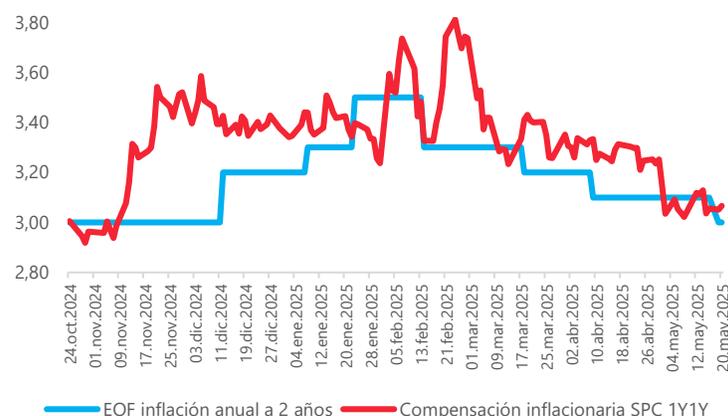
En un escenario donde la brecha del producto está prácticamente cerrada (con riesgo de que se abra ante el shock externo de tarifas), tener las expectativas de inflación ancladas a la meta es fundamental para continuar normalizando la TPM rumbo a su nivel neutral. Lo anterior, sumado al hecho que la política monetaria actúa con rezagos, sugiere que pronto se retomarían las bajas de TPM.

Nuestro escenario central de TPM se ha mantenido inalterado desde febrero de este año: primera baja de TPM en la RPM de junio, a más tardar la de julio, con recortes de 25 puntos base reunión por medio, hasta llegar a una TPM neutral de 4,25%. Los precios de mercado, por el contrario, han tenido caídas abruptas en los últimos meses, alineándose hoy bastante a nuestro escenario. Con los eventos económicos de las últimas semanas, sumado a la señal de la Minuta de la RPM de abril, hoy tenemos mayor convicción de nuestras proyecciones. También, el hecho que la próxima RPM viene acompañada de un IPoM, entrega la opción a explicar de mejor manera un recorte de TPM.

Con todo lo anterior, y como se ve en el gráfico 2.5.3, nuestros *fair values* para las tasas SPC de corto plazo aun se mantienen algo por debajo de sus valores efectivos.

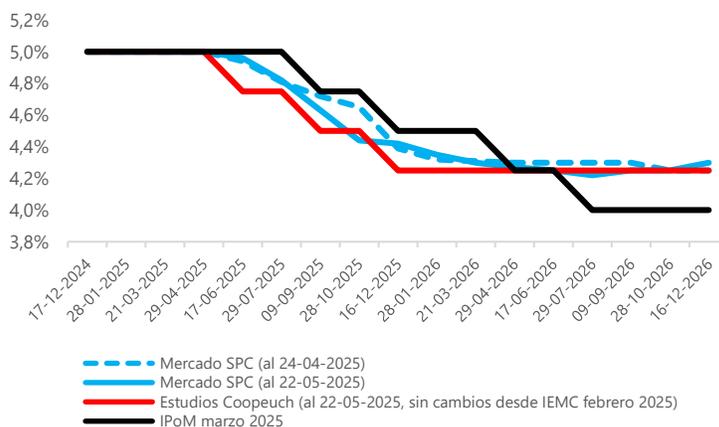
Un punto final a destacar. El hecho que la actividad del 1T tuvo un crecimiento bastante mayor al proyectado en el último IPoM, podría pensar como motivo para que el Consejo del BCCh mantenga su postura de cautela. Sin embargo, hay que considerar que mucho de este impulso es de naturaleza transitoria, como se discute en la sección 2.1.

**Gráfico 2.5.1: Expectativas de inflación anual a 2Y (porcentaje)**



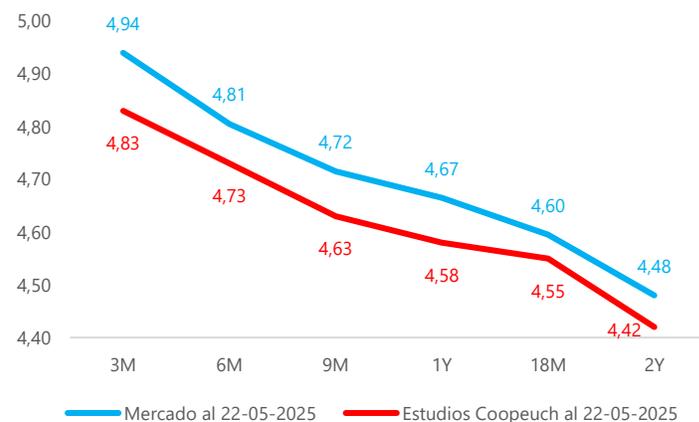
Fuente: BCCh y Coopeuch

**Gráfico 2.5.2: Proyección TPM (porcentaje)**



Fuente: BCCh, ICAP y Coopeuch

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



Fuente: ICAP y Coopeuch.

## 2. ESCENARIO NACIONAL

### 2.6 Tasas largas

Fuerte alza de premios por plazo externos, con implicancias directas en tasas locales. Componente de expectativas de TPM con espacio para bajas.

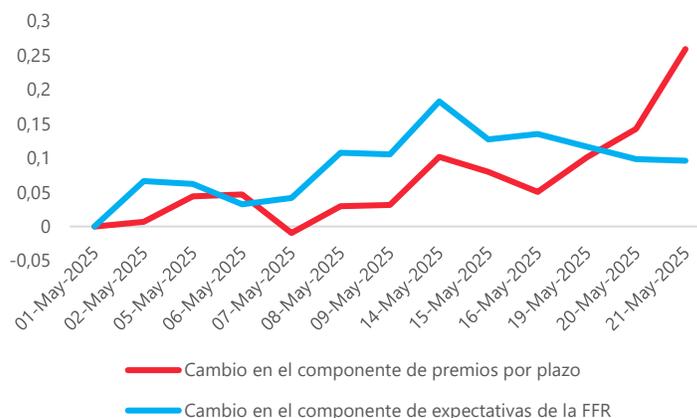
Mayo ha sido un mes complejo para la renta fija en el mundo. Para los *Treasuries* en particular, se han conjugado diversos tipos de noticias que explican lo anterior: (1) datos económicos mejores a lo esperado, como los del ISM (manufacturero y servicios) o la nómina no agrícola; (2) el contagio que ha producido el desplome de los bonos de larga duración en Japón; (3) mayor apetito por riesgo gracias al marco de entendimiento entre Estados Unidos y Reino Unido; (4) la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos por la calificadora Moody's; (5) preocupaciones del mercado por los efectos en las cuentas fiscales del paquete de recortes de impuestos y gastos (que finalmente fue aprobado esta semana por la Cámara de Representantes); (6) débiles subastas de *Treasuries*; entre otras.

Así, desde el 1 de marzo a la fecha, la tasa a 10 años de los *Treasuries* ha subido cerca de 35 puntos base, donde: (1) el 27% del movimiento se explica por el alza del componente de expectativas para la *Fed funds rate*, producto de los datos económicos sobre lo esperado de los primeros días del mes (gráfico 2.6.1); y (2) el 73% restante explicado por el alza de los premios por plazo, donde las dudas del mercado por los déficit fiscales de Estados Unidos han vuelto con fuerza a la palestra en los últimos días.

En cuanto a tasas largas domésticas, respecto a la edición pasada de este informe, los movimientos han sido alzas acotadas (gráfico 2.6.2). El componente de expectativas de TPM se mantuvo inalterado y, como vimos en la sección anterior, creemos que sigue existiendo algo de espacio para que baje. Esto también incluye el hecho que, a nuestro juicio, la tasa terminal internalizada por precios de activos está levemente alta (mercado: 4,33%; Estudios Coopeuch: 4,25%) (gráfico 2.6.3)

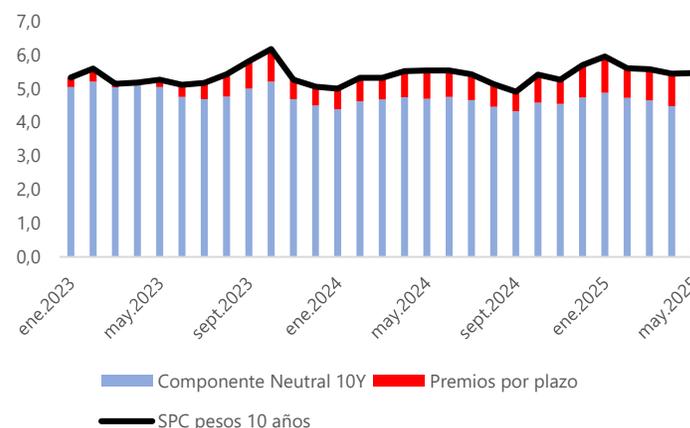
Respecto al componente de premios por plazo, este mes ha evolucionado al alza, en contra de lo que esperábamos para el corto plazo en la edición pasada de este informe. Esto se debe al contagio directo del alza de los premios por plazo externos, por las razones enunciadas más arriba. De particular preocupación, a nuestro juicio, es lo que está sucediendo en Japón, donde las tasas de los bonos largos de gobierno han alcanzado máximos históricos, lo que podría desincentivar la tenencia de bonos del Tesoro y, finalmente, impactar los premios por plazo locales.

**Gráfico 2.6.1: Descomposición de T10Y, Estados Unidos, desde el 1-may-25 (modelo ACM, puntos porcentuales)**



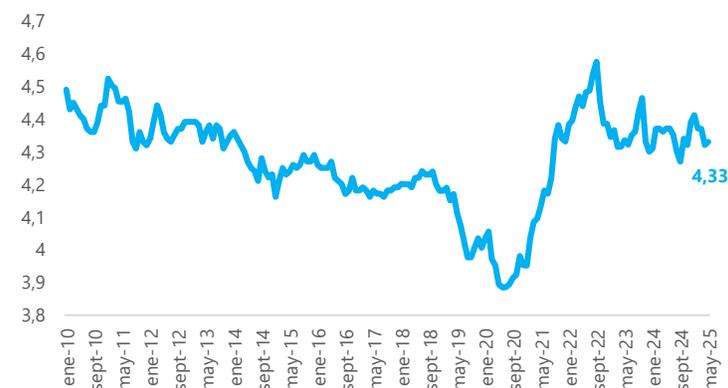
Fuente: Fed y Coopeuch.

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



Fuente: RoskAmerica y Coopeuch.

**Gráfico 2.6.3: Proxy tasa neutral (forward 5Y5Y libre de premios por plazo, SPC) (puntos porcentuales)**



Fuente: RiskAmerica y Coopeuch.

## 2. ESCENARIO NACIONAL

### 2.7 Política fiscal

El Consejo Fiscal Autónomo alerta que el país está en un punto de inflexión, y cuestiona las modificaciones a las metas fiscales.

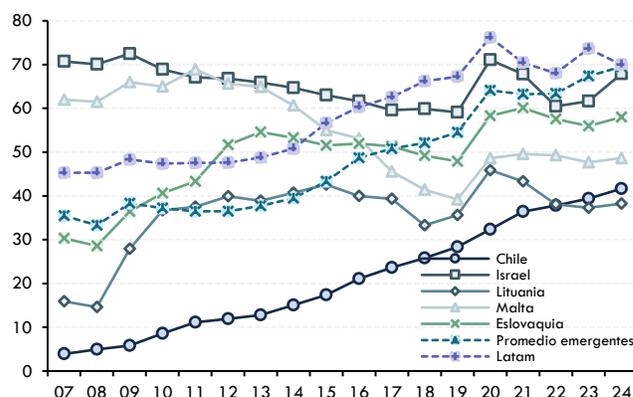
En nuestro informe anterior reafirmamos nuestra visión sobre el estado de las finanzas públicas en Chile: de acuerdo con los niveles de gasto comprometidos, el camino más probable para la recaudación fiscal conduciría a una senda de Balance Estructural (BE) de mediano plazo (años 2025 a 2029) más deficitaria que lo planteado por la Dipres en el último Informe de Finanzas Públicas. Asimismo, esperábamos un pronunciamiento del Consejo Fiscal Autónomo sobre la sustitución del decreto de política fiscal por uno que fijaría la meta en un nivel más deficitario, algo que se concretó con la publicación de su informe semestral.

En su informe, el Consejo Fiscal Autónomo (CFA) precisó que, aunque Chile mantiene un nivel de deuda pública menor que el de otras economías emergentes, su trayectoria ascendente es superior a la de países con calificación crediticia similar (gráfico 2.7.1), lo que refleja que el país ha estado por varios años utilizando los márgenes que tenía disponibles. A su vez, los constantes desequilibrios en el BE, con gastos por sobre los ingresos fiscales estructurales, evidencian que no se ha estado cumpliendo uno de los principios básicos de responsabilidad fiscal, que es financiar gastos permanentes con ingresos permanentes.

Por otro lado, el Consejo hizo hincapié en que el incumplimiento de la meta estructural de 2024 refleja una falta de ajuste oportuno del gasto y de corrección de las proyecciones de ingresos fiscales (gráfico 2.7.2). Y como el error de proyección de ingresos también incidió en la Ley de Presupuestos de 2025, ello ha implicado que este año se requieran recortes de gasto significativos para cumplir con la meta del BE. Dado lo anterior, a juicio del Consejo se avizora un nuevo incumplimiento de las actuales metas del BE.

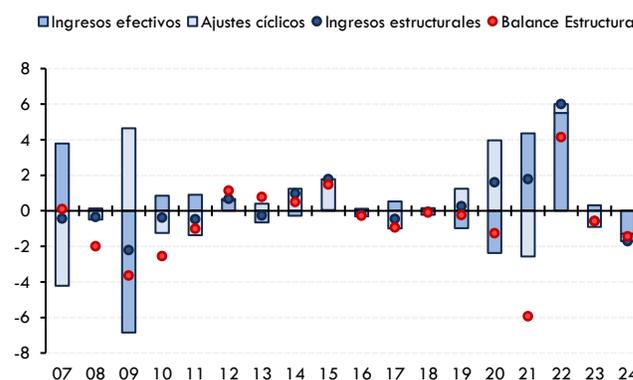
Finalmente, en relación con la sustitución de las metas fiscales, el CFA resaltó que esto repite una práctica que ha dificultado la consolidación de las finanzas públicas, al trasladar parte de los esfuerzos de consolidación a las futuras administraciones. Asimismo, señaló que si bien algunas de las causales extraordinarias planteadas por Hacienda para justificar el cambio se alinean con tener un carácter excepcional, el CFA recomienda pausar la modificación del decreto en el actual contexto de incertidumbre de los mercados internacionales, pues los efectos de la guerra comercial no han sido incluidos aún en las proyecciones fiscales de la Dipres.

**Gráfico 2.7.1: Evolución deuda bruta de países comparables a Chile.**  
(% del PIB, 2007-2024)



Fuente: CFA y Coopeuch.

**Gráfico 2.7.2: Desvíos\* de BE e ingresos fiscales respecto a la Ley de Presupuestos**  
(% del PIB, 2007-2024)



Fuente: CFA y Coopeuch.

(\*) el desvío de BE es respecto a su meta fijada inicialmente (explícita para 2022 y 2024, e implícita para los demás años en sus respectivas leyes de presupuestos), mientras que los desvíos de los ingresos estructurales y, por tanto, de los ingresos efectivos y cíclicos son con respecto a lo proyectado en las respectivas leyes de presupuestos.

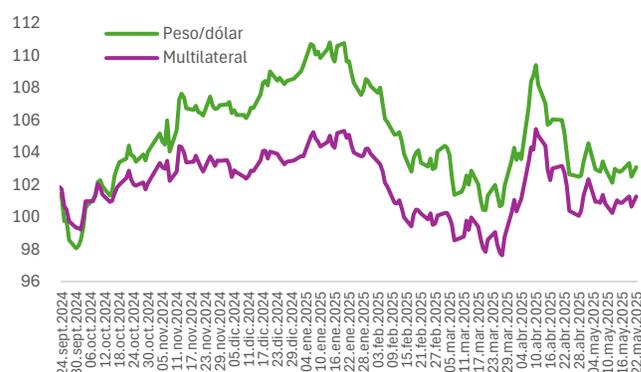
Nota: las diferencias entre el desvío de meta de BE (punto rojo) y el de ingresos estructurales (punto azul) corresponde al ajuste/aumento de gasto realizado.

## 2. ESCENARIO NACIONAL

### 2.8 Otras variables importantes

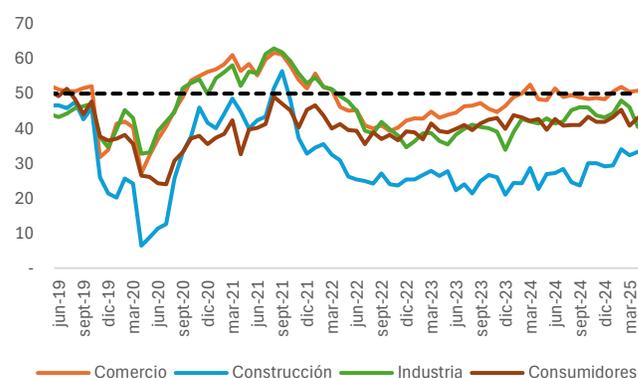
- **Dólar:** Desde nuestro último reporte, el tipo de cambio se ha mantenido relativamente estable, esto considerando tanto la paridad contra el dólar como en términos multilaterales (gráfico 2.8.1).
- **Confianzas:** En abril hubo mejoras acotadas en la confianza empresarial de los sectores comercio y construcción, sin embargo, hubo un retroceso importante en la industria manufacturera. Por otro lado, la confianza de los consumidores también exhibió mejoras en abril (gráfico 2.8.2). En el actual contexto externo de mayor incertidumbre, es fundamental evaluar cómo evolucionen las confianzas de empresas y de consumidores para anticipar un posible deterioro de la actividad local.
- **Mercado del crédito:** Los datos a abril 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 mayo esperan un IPC mensual para dicho mes de 0,2%, en línea con nuestra proyección. Hacia adelante, las expectativas de inflación a 2 años se mantienen ancladas en el 3,0%, mientras que las a 1 año bajaron desde un 3,6% a un 3,5%. Para la RPM de junio, en tanto, esperan que la TPM se mantenga en un 5,0%. Finalmente, para el Imacec de abril, la mediana de los encuestados espera un crecimiento anual de 2,1%, algo sobre nuestra proyección (+1,7% a/a).
- **EOF:** Los analistas encuestados en la Encuesta de Operadores Financieros, levantada de forma posterior a la RPM de abril, esperan una inflación de 0,2% en mayo. Por otro lado, las expectativas de inflación a 2 años volvieron a anclarse a la meta del 3,0%. Para la RPM de junio, en tanto, esperan que la TPM se mantenga en un 5,0%.

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



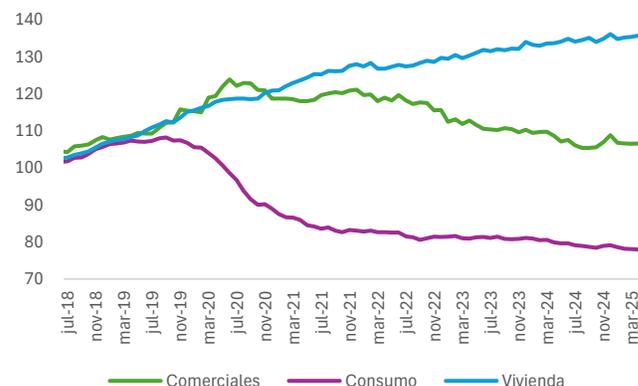
Fuente: Banco Central y Coopeuch.

**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.

## 2.9 Escenario macroeconómico base

Tabla 2.9.1 Proyecciones macroeconómicas

<b>Cuentas nacionales</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025 (p)</b>	<b>2026 (p)</b>
PIB (% var. real a/a)	11,3%	2,2%	0,5%	2,6%	1,8%	1,9%
Demanda interna (% var. real a/a)	21,3%	2,3%	-3,7%	1,3%	1,8%	2,0%
Consumo total (% var. real a/a)	19,4%	2,5%	-3,5%	1,4%	1,9%	2,0%
Consumo privado (% var. real a/a)	20,8%	1,6%	-4,9%	1,0%	2,0%	2,0%
Consumo gobierno (% var. real a/a)	14,1%	6,3%	2,2%	3,0%	1,4%	1,9%
Formación bruta de capital fijo (% var. real a/a)	16,0%	4,6%	-0,1%	-1,4%	3,6%	2,6%
Exportaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	-1,5%	0,8%	0,1%	6,6%	5,3%	2,2%
Importaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	31,9%	1,3%	-10,9%	2,5%	5,5%	2,4%
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2%	25,6%	24,3%	23,5%	23,9%	23,9%
<b>Balanza de pagos</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025 (p)</b>	<b>2026 (p)</b>
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	-2,4	-12,1	3,1	11,8	6,9	6,4
Exportaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	100,6	107,2	103,5	111,3	111,4	119,7
Importaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	103,0	119,3	100,4	99,5	104,5	113,3
Cuenta corriente (US\$ miles de millones)	-23,1	-26,8	-10,6	-4,9	-6,8	-6,6
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,2%	-8,9%	-3,2%	-1,5%	-2,0%	-1,8%
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	76	72
<b>Mercado monetario y cambiario</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025 (p)</b>	<b>2026 (p)</b>
IPC (% var. a/a a diciembre)	7,2%	12,8%	4,4%	4,5%	4,0%	2,9%
IPC (% var. a/a promedio)	4,5%	11,6%	7,6%	3,9%	4,4%	3,0%
IPC sin volátiles (% var. a/a a diciembre)	5,2%	10,7%	5,9%	4,3%	3,5%	3,3%
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	944	957	920
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

