

Informe Económico Mensual

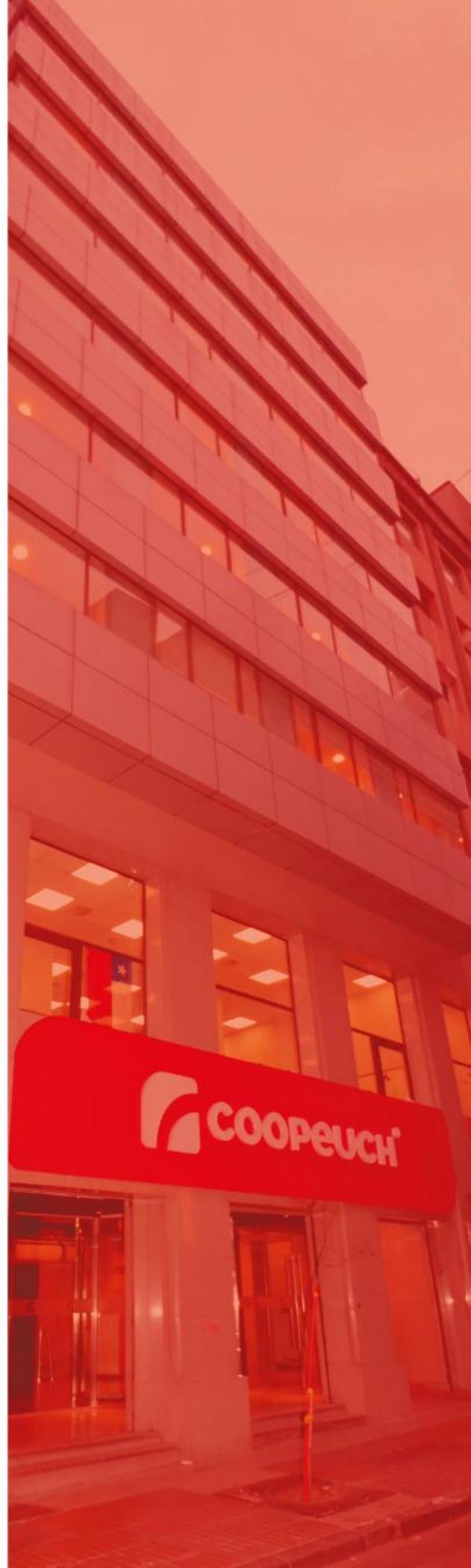
Octubre 2025

Felipe Ramírez
Economista Jefe

Nicolás García
Economista Senior

Danilo Castro
Analista de Estudios Senior

Cierre estadístico: 24-10-2025



DESTACADOS

- En Estados Unidos, el cierre del gobierno pausó la publicación de datos oficiales. Pese a esto, indicadores privados confirman deterioro laboral en septiembre. La inflación de septiembre sorprendió a la baja: 0,3% m/m y subyacente de 0,2% m/m, sugiriendo menor traspaso de aranceles. Con empleo débil e inflación moderada, la Fed tendría más convicción para recortar tasas en octubre y diciembre, en línea con lo que espera el mercado.
- El Imacec de agosto creció 0,5% a/a, bajo las expectativas de mercado (+1,7% a/a). La serie desestacionalizada cayó 0,7% m/m. Servicios y comercio compensaron la fuerte caída anual de minería (-8,6%). La economía muestra debilidad en el margen, con sectores bastante planos. Preliminarmente, para septiembre esperamos un alza anual entre 2% y 2,5% a/a. Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB de 2025 en 2,2%.
- La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en agosto se situó en 8,6%, bajando 0,1 pp. respecto al dato previo y 0,3 pp. en doce meses. Los ocupados nuevamente registraron un importante aumento, pero liderados por los trabajadores por cuenta propia formales. Masa salarial crece moderadamente. Para el trimestre móvil terminado en septiembre esperamos una tasa de desocupación de 8,4%.
- El IPC de septiembre aumentó 0,4% m/m, en línea con lo esperado. La inflación anual subió a 4,4%, mientras que la subyacente alcanzó un 3,9%. Las cifras se alinearon con promedios históricos, reduciendo la volatilidad de los meses previos. Sin embargo, los altos índices de difusión inflacionaria podrían implicar persistencia. Para octubre, proyectamos una variación mensual de 0,3%.
- Los últimos datos de actividad e inflación han estado por debajo de lo proyectado en el IPoM de septiembre 2025. Particularmente relevante para el BCCh fue la sorpresa del IPC e IPC sin volátiles de octubre. En este contexto, y considerando nuestras proyecciones de inflación y evolución de condiciones financieras, creemos que el escenario central de TPM del último IPoM podría perder fuerza prontamente.
- Las tasas SPC nominales de corto plazo se han mantenido relativamente estables en el mes, reflejando un mercado que anticipa cautela por parte del Consejo. Asignamos poca probabilidad a que en la RPM de enero se concrete el próximo recorte de TPM. Proyectamos dos recortes finales para la TPM: diciembre 2025 y abril 2026, coherentes una tasa neutral de 4,25%. Nuestros *fair values* permanecen por debajo de niveles actuales.
- La tasa del *Treasury* a 10 años cayó 13 pb. Según nuestros modelos, el movimiento fue impulsado por señales *dovish* de la Fed, menor incertidumbre inflacionaria y mayor apetito por instrumentos seguros ante eventos que aumentaron la incertidumbre. Las tasas largas locales bajaron levemente. Persisten riesgos externos (política fiscal), a lo que se añade la incertidumbre por elecciones locales.
- En 2025 nuevamente se incumplirá la meta fiscal del balance estructural, incluso si se lograra el crecimiento proyectado para los ingresos (+6,8% real), algo poco realista. El balance será más deficitario que lo estimado por Dipres, deteriorando la credibilidad de la regla fiscal y presionando la deuda pública. Proyecto de ley de presupuestos 2026 solicita un techo de deuda de USD\$18.000 millones (+USD\$500 millones en comparación con 2025).

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

Datos en el margen para el mercado laboral y la inflación reafirman escenario de recorte de tasas en la reunión de la Fed de octubre.

Proyecciones FMI

En octubre, el FMI revisó al alza el crecimiento de Estados Unidos para 2025 a 2,0% (desde 1,9% en julio), impulsado por menor incertidumbre comercial. Para China mantuvo su proyección en 4,8%. La Zona Euro fue ajustada a 1,2%, desde 1,0% en julio, reflejando una mejora moderada. América Latina fue revisada levemente al alza a 2,4%, destacando México (+1,0%) y Brasil (+2,4%) (gráfico 1.1).

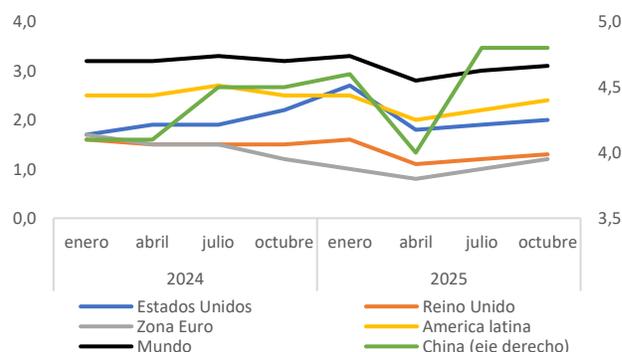
Estados Unidos

Si bien el cierre del gobierno norteamericano ha pausado la publicación de datos macroeconómicos, indicadores privados alternativos muestran que el mercado laboral continuó deteriorándose durante septiembre. En efecto, los ocupados privados (ADP) muestran un deterioro significativo en el margen, con caídas que han tendido a sorprender al mercado (gráfico 1.3).

Por otro lado, el dato de inflación (publicado de forma excepcional, y rezagado en relación con su fecha de publicación habitual) sorprendió al mercado al registrar un alza de 0,3% m/m (Encuesta Bloomberg: 0,4% m/m). La inflación subyacente, en tanto, también se situó por debajo de las expectativas del mercado: 0,2% m/m (Encuesta Bloomberg: 0,3% m/m). ¿Moderación del traspaso a precios de los aranceles? Al menos el registro de septiembre apunta en esa dirección. Como se puede ver en el gráfico 1.2, los bienes subyacentes (más expuestos a la fijación de aranceles) registraron un movimiento bastante acorde con promedios históricos para un mes de septiembre, a diferencia de los 3 últimos datos, que habían superado distribuciones históricas. Esto podría explicarse, en parte, por una mayor compresión de márgenes por parte de las empresas.

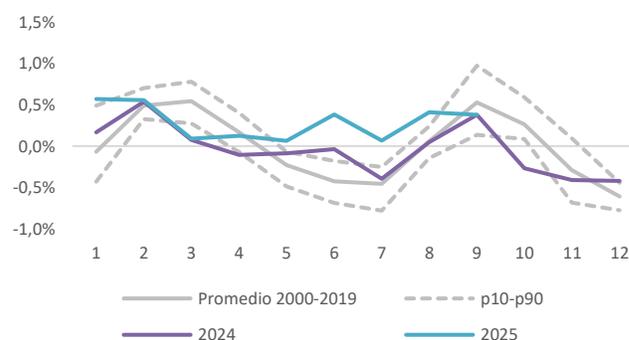
Con todo, el panorama en el margen para Estados Unidos —mercado laboral que sigue mostrando signos de deterioro, junto con una inflación sorprendiendo a la baja— ciertamente entregarán más convicción a la Fed para continuar con los recortes de la *Fed funds* en la reunión de octubre. Al cierre estadístico de este reporte, las expectativas de mercado continúan descontando 2 recortes adicionales, cada uno de 25 puntos base, en la reunión de octubre y de diciembre, en línea con los últimos dots (gráfico 1.5).

Gráfico 1.1: Proyecciones de crecimiento del PIB para 2025, FMI.
(% var. a/a)



Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Gráfico 1.2: IPC bienes core NSA.
(% var. m/m)



Fuente: FRED y Coopeuch.

Gráfico 1.3: Ocupados ADP.
(variación mensual, miles de personas)



Fuente: ADP Employment Report y Coopeuch.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

En la Zona Euro la inflación ha tendido a subir, mientras que en China persisten las presiones deflacionarias.

China

La inflación en China se mantuvo en terreno negativo en septiembre, con una caída interanual del 0,3%, tras el -0,4% de agosto, lo que confirma la persistencia de presiones deflacionarias. El descenso estuvo impulsado por alimentos, cuyos precios retrocedieron un 4,4%, destacando la caída en carne de cerdo (-17%) y verduras (-13,7%). En contraste, la inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, subió a 1,0%, su nivel más alto en 19 meses, reflejando cierta mejora en la demanda interna.

En términos de actividad, el PIB creció un 4,8% interanual en el tercer trimestre, desacelerándose desde el 5,2% del trimestre previo, aunque manteniéndose en torno al objetivo anual de 5% (gráfico 1.4). En comparación trimestral, la expansión fue del 1,1%. El crecimiento se apoyó en las exportaciones y en la manufactura, mientras que el consumo y la inversión privada siguieron débiles. Por su parte, el índice PMI manufacturero se ubicó en 49,8 puntos en septiembre, frente a 49,4 en agosto, mejorando pero manteniéndose aún por debajo del umbral de expansión.

Zona Euro

La inflación anual de septiembre en la Zona Euro se ubicó en 2,2%, marcando su nivel más alto desde abril. La inflación subyacente, en tanto, repuntó una décima hasta 2,4%, lo que refleja algo de presiones inflacionarias persistentes en componentes menos volátiles. Los servicios fueron nuevamente el principal impulsor de la inflación, seguidos por alimentos, alcohol y tabaco, mientras que la energía volvió a tener una contribución.

La actividad en la zona euro mostró señales de fortalecimiento en octubre, con el PMI compuesto subiendo a 52,2 puntos, su mejor nivel en 17 meses. El sector servicios lideró el crecimiento, impulsado por nuevos pedidos, mientras que la industria manufacturera escaló levemente al valor de neutralidad (50). Francia se mantuvo débil, en contraste con Alemania, que registró su mejor desempeño en más de dos años.

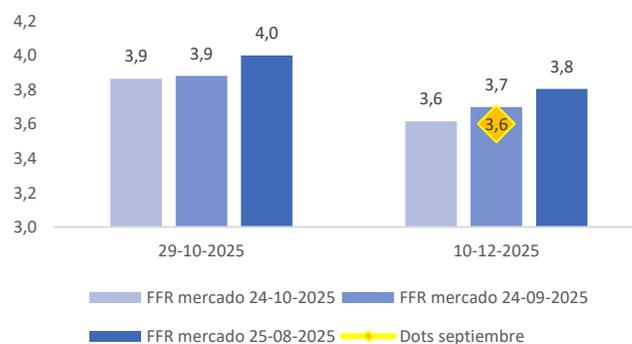
En comparación con nuestro reporte previo, las expectativas de mercado para la tasa de política no han tenido cambios significativos (gráfico 1.6).

Gráfico 1.4: PIB, China.
(% var. a/a)



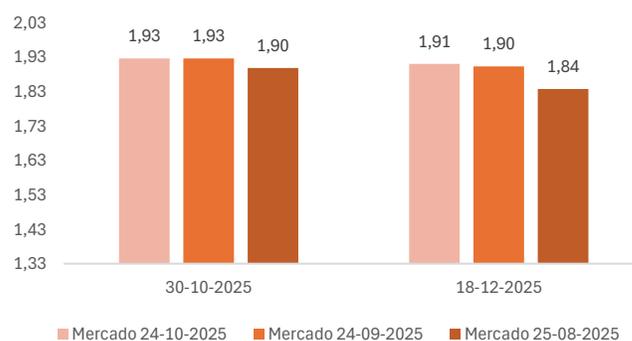
Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.5: Expectativas de mercado para la Fed funds rate.
(porcentaje)



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

Resultados desestacionalizados no mineros muestran una economía que en el margen está bastante apagada.

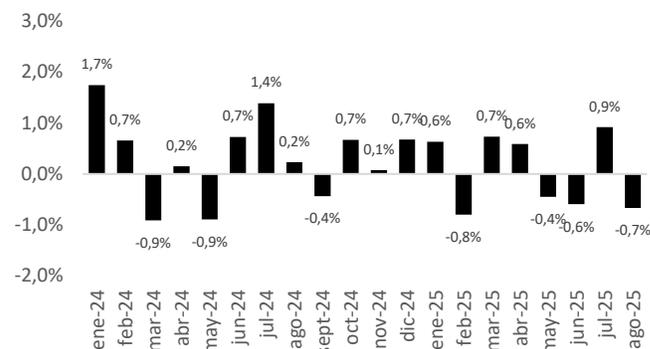
El Imacec de agosto registró un alza de 0,5% en comparación con el mismo mes de 2024, bajo las expectativas de mercado y algo más cerca de nuestra proyección (Encuesta Bloomberg: 1,7% a/a; Estudios Coopeuch: 1,0% a/a). La serie desestacionalizada, en tanto, anotó una caída mensual de 0,7%. Por su parte, el Imacec no minero presentó un alza de 1,7% en doce meses, y una caída mensual desestacionalizada de 0,5%. El mes registró un día hábil menos que agosto de 2024.

El resultado estuvo impulsado por el alza de los servicios, el comercio y la industria, y se compensó parcialmente por la caída de la minería y de resto de bienes. En particular, los servicios registraron un alza anual de 2,4% (-0,6% m/m) explicado por el desempeño de los servicios personales, principalmente de educación, debido a bases de comparación menos exigentes por suspensiones de clases en 2024. La segunda incidencia este mes se registró en el comercio, con un crecimiento anual de 3,9% (0,1% m/m), debido al alza de todos sus componentes, donde destacó el comercio minorista. Por su parte, la manufactura anotó un crecimiento en 12 meses de 0,5% (0,1% m/m), explicado por elaboración de alimentos. El resto de bienes, en tanto, registró una caída en doce meses de 0,8% (0,1% m/m), debido a una disminución en el valor agregado de generación eléctrica. Finalmente, la minería registró una caída anual de 8,6% (-2,3% m/m), debido, en mayor medida, a la paralización del El Teniente a raíz del accidente de fines de julio.

Si bien se esperaba una fuerte caída del sector minero — debido a la paralización de El Teniente— al descontar la minería, los resultados desestacionalizados muestran una economía que en el margen está bastante apagada: la mayor parte de los sectores exhibió un crecimiento mensual prácticamente nulo o negativo. En esto llama la atención la caída de los servicios empresariales — agrupación ligada a la inversión minera, por la vía de los servicios de ingeniería— que, con la excepción de julio, estaría mostrando decrecimientos mensuales desde mayo de 2025.

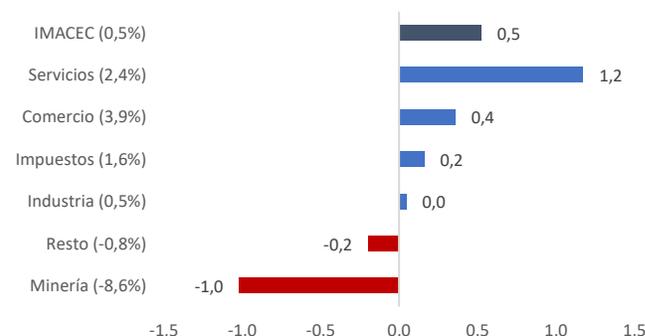
Preliminarmente, para el Imacec de septiembre esperamos un crecimiento anual entre 2,0% y 2,5%, impulsado principalmente por los servicios. Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2025 en un 2,2%.

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



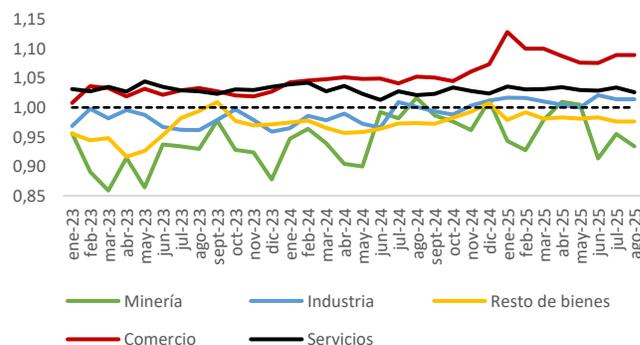
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

Gráfico 2.1.2: Imacec total
(% var. a/a y contribuciones porcentuales, NSA)



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

Registro laboral de agosto entrega señales de mejora, aunque el mercado aún mantiene un rezago importante en relación con el nivel de actividad.

La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en agosto de 2025 se situó en un 8,6%, bajando 0,1 p.p. respecto a cifra inmediatamente anterior y 0,3 p.p. respecto a doce meses. Este resultado estuvo por debajo con lo proyectado por el mercado (Bloomberg: 8,7%). Al descontar factores estacionales, la tasa de desocupación también retrocedió, pasando de 8,5% a 8,4%.

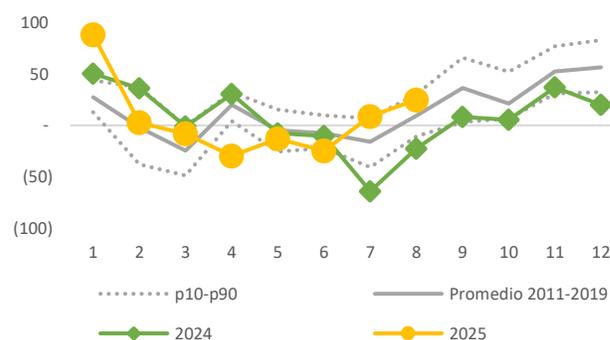
Como sucedió también en el trimestre móvil anterior, el aumento de los ocupados fue el protagonista de las cifras laborales conocidas hoy. El número de ocupados, sin ajustar por estacionalidad, anotó un alza mensual de 24.788 puestos de trabajo, cifra que se sitúa en la parte alta de distribuciones históricas para un mes de agosto. Si a esto se le suma el buen resultado de julio también en este ámbito, se aprecia una importante aceleración en el margen de las cifras de ocupación ajustadas por estacionalidad.

No obstante, si bien el crecimiento de los ocupados en agosto fue importante (el segundo mayor del año luego del registro de enero), al descomponer la cifra, podemos ver que la mayor parte se explicó por trabajadores por cuenta propia del sector formal. ¿Quiénes son los trabajadores cuenta propia formales? Son trabajadores por cuenta propia que registran su actividad económica ante el SII. Las cifras de agosto sugieren que los avances se materializaron en Profesionales, científicos e intelectuales y Técnicos y profesionales de nivel medio. Por lo tanto, si bien se trata de puestos de trabajo con un grado menor de vulnerabilidad —en relación con lo que tiende a pensarse sobre el trabajo por cuenta propia— de todas maneras es un resultado que podría estar reflejando una débil demanda de las empresas en estos rubros. En otras palabras, consideramos que aún es muy temprano para concluir que el mercado del trabajo se está recuperando.

Si bien la masa salarial ha continuado creciendo, lo ha hecho de forma más moderada, lo que refleja en parte una normalización del impulso del salario mínimo.

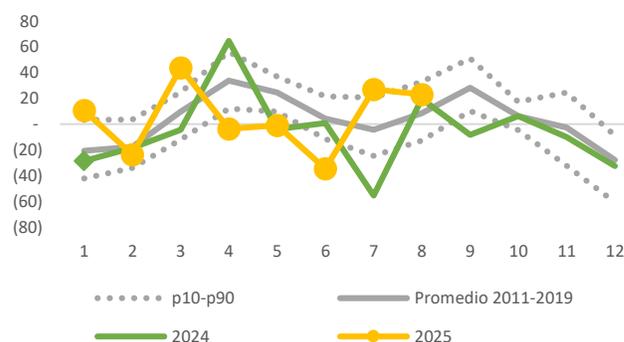
Preliminarmente, esperamos que la tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en septiembre baje a un 8,4%.

Gráfico 2.2.1: Ocupados NSA.
(variación mensual, miles de personas)



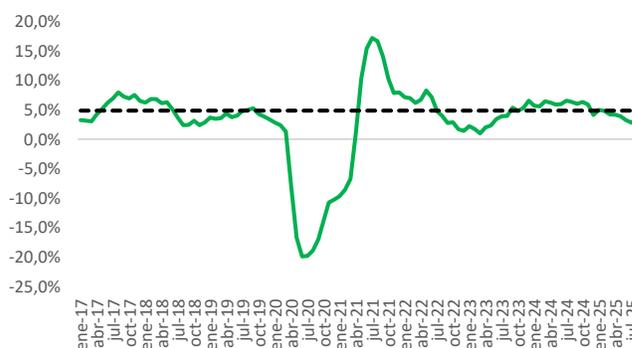
Fuente: INE y Coopeuch.

Gráfico 2.2.2: Trabajadores por cuenta propia NSA.
(variación mensual, miles de personas)



Fuente: INE y Coopeuch.

Gráfico 2.2.3: Masa salarial SA.
(% var. a/a)



Fuente: INE y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.3 IPC

IPC de septiembre en línea con expectativas y promedios históricos. Para octubre esperamos un IPC de 0,3% m/m.

El IPC de septiembre registró una variación mensual de 0,4%, acorde con las expectativas del mercado. La inflación a 12 meses, en tanto, subió desde un 4,0% en agosto a un 4,4% en septiembre. Para la parte subyacente, este mes el IPC sin volátiles registró una variación mensual de 0,4%, con lo que su variación anual quedó en 3,9%.

Un elemento positivo para destacar este mes es que tanto la variación mensual del IPC, como también la de todos sus analíticos, estuvieron acorde con promedios históricos para un mes de septiembre (gráfico 2.3.1), calmando el exceso de volatilidad que han venido presentando las cifras en los últimos meses.

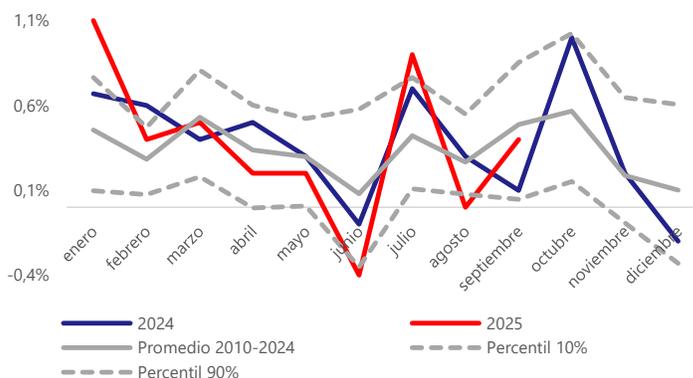
Por el contrario, un aspecto no tan positivo es que los índices de difusión inflacionaria (% de productos que suben de precios), en particular el de bienes, registraron cifras altas en comparación con distribuciones históricas, lo que podría tener implicancias sobre la persistencia inflacionaria. Esto es bastante relevante en el actual escenario de presiones de costos (laborales + tipo de cambio). De todas maneras, estos índices de difusión han presentado una elevada y anómala volatilidad en los últimos meses, con bajos registros en junio y agosto pero altos en julio y septiembre.

Preliminarmente, para octubre, estimamos una variación mensual del IPC de 0,3%, en línea con lo esperado, lo que dejaría su variación anual en 3,7%. El IPC sin volátiles, en tanto, presentaría una variación mensual de 0,17%.

A nivel de divisiones, la mayor incidencia provendría de Alimentos y bebidas no alcohólicas. A nivel de producto, destacarían las incidencias positivas de Vinos y Alimentos adquiridos en restaurantes, cafés y similares, mientras que entre las incidencias más negativas destacarían Transporte en bus interurbano y Equipos de telefonía móvil.

Respecto a la edición pasada de este informe, las expectativas de inflación del mercado se movieron levemente a la baja, acercándose a nuestro escenario previo. Sin embargo, nuestra proyección también tuvo modificaciones bajistas, en particular para el 1S del 2026. En parte, esto se debe a la baja que esperamos ahora para las cuentas de la luz en la primera parte del año. De todas maneras, es una información que iremos afinando a medida que surja nueva información.

Gráfico 2.3.1: IPC
(var. % m/m)



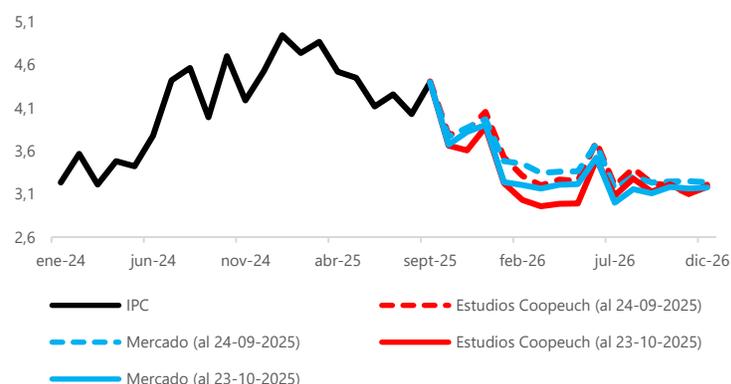
Fuente: INE y Coopeuch.

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

oct-25	Modelo IPC (%)	Incidencia (p.p.)
ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS	0,6	0,139
BEBIDAS ALCOHÓLICAS Y TABACO	1,4	0,052
VESTUARIO Y CALZADO	-1,5	-0,039
VIVIENDA Y SERVICIOS BÁSICOS	0,4	0,075
EQUIPAMIENTO Y MANTENCIÓN DEL HOGAR	-0,6	-0,037
SALUD	0,2	0,018
TRANSPORTE	0,2	0,024
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	-0,7	-0,042
RECREACIÓN, DEPORTES Y CULTURA	0,2	0,009
EDUCACIÓN	0,0	0,000
RESTAURANTES Y ALOJAMIENTO	0,8	0,050
SEGUROS Y SERVICIOS FINANCIEROS	0,0	0,000
BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS	0,1	0,004
IPC		0,25

Fuente: Coopeuch.

Gráfico 2.3.3: Proyección IPC
(variación anual)



Fuente: INE, ICAP y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.4 Política monetaria

Sorpresas por el lado de la actividad y de la inflación podrían restar fuerza al escenario central de TPM del último IPoM.

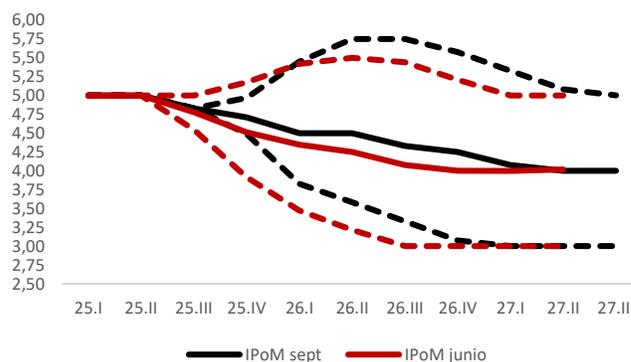
Respecto a la edición de junio, el IPoM de septiembre tuvo un tono más *hawkish*. ¿La razón? Una demanda interna más dinámica y un tipo de cambio más depreciado elevaron las proyecciones de inflación subyacente, incrementando el riesgo de una mayor persistencia inflacionaria. De esta manera, el camino central para la TPM aumentó, postergando la convergencia al nivel neutral del 4% para enero 2027, desde el anterior junio 2026 (gráfico 2.4.1).

¿Qué ha pasado desde la publicación del IPoM de septiembre 2025? Por el lado de la actividad, el Imacec de agosto sorprendió a la baja las expectativas de mercado (sección 2.1). De cumplirse las expectativas contenidas en la EEE para el registro del Imacec de septiembre (2,5% a/a, similar a nuestra proyección), la economía habría registrado un avance de 1,6% a/a durante el 3T del año, muy por debajo del 2,5% proyectado en el último IPoM. En cuanto al mercado laboral, si bien la ocupación ha mostrado números positivos en los dos últimos registros, esto se ha sostenido en aumentos de las categorías asalariados públicos y trabajadores por cuenta propia formales, por lo que no se puede concluir aún que el mercado laboral experimenta una genuina recuperación. Finalmente, por el lado de la inflación, las proyecciones anuales del 3T contenidas en el último IPoM estuvieron marginalmente bajo los datos efectivos (IPoM de septiembre 2025: IPC de 4,3% e IPC sin volátiles de 4,0%; dato efectivo: IPC de 4,2% e IPC sin volátiles de 3,9%).

¿Qué tan relevante es esta diferencia “marginal” sobre la inflación? Dado que (1) el IPC de agosto estuvo en línea con lo proyectado en el IPoM de septiembre (ver última minuta); y (2) la cifra de julio ya era conocida a la fecha del cierre estadístico del IPoM; entonces se puede concluir que el IPC de octubre sí fue una sorpresa importante para el BCCh. En efecto, mientras el IPoM esperaba para septiembre una variación mensual de 0,55% para el IPC y de 0,62% para el IPC sin volátiles, los datos efectivos fueron finalmente 0,44% y 0,40%, respectivamente.

Todo lo anterior, sumado a cómo han evolucionado las condiciones financieras (gráfico 2.4.3) y cómo estamos proyectando la inflación, nos conducen a pensar que el escenario central de TPM delineado en el último IPoM prontamente podría perder fuerza. De todas maneras, y en línea con la comunicación reciente de algunos Consejeros, las próximas bajas serían ejecutadas de forma cuidadosa (más detalles en la próxima sección).

Gráfico 2.4.1: Corredor de TPM



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch

Gráfico 2.4.2: Proyecciones del 3T del 2025

	Proy. IPoM sept. 2025	Efectivo*
PIB 3T (var % a/a)	1,6	2,5
IPC 3T (var % a/a)	4,3	4,2
IPC SV 3T (var % a/a)	4	3,9
IPC septiembre (var % m/m)	0,55	0,44
IPC SV septiembre (var % m/m)	0,62	0,40

*Imacec de septiembre en base a la EEE de octubre

Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

Gráfico 2.4.3: Índice de Condiciones Financieras de Goldman Sachs, Chile



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.5 Tasas cortas

Tasas cortas sin grandes cambios en el mes. Asignamos poca probabilidad a que en la RPM de enero se concrete el próximo recorte de TPM.

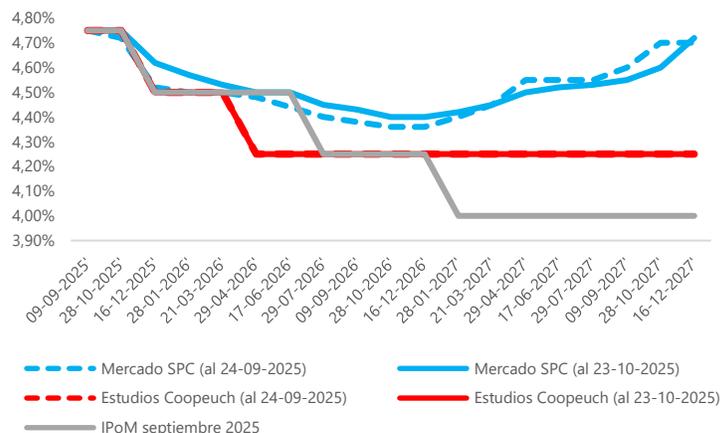
Las tasas SPC nominales de corto plazo prácticamente se mantuvieron inalteradas respecto a la edición pasada de este informe. Esto refleja que el mercado ha consolidado su visión de un Consejo moviéndose con cautela, en un contexto donde queda poco espacio para seguir reduciendo la TPM. Quizás lo más destacado, al menos en cuanto a diferencias, es que mientras hace un mes se daba por descontado que la próxima baja de TPM se materializaría en la RPM de diciembre, hoy el mercado asigna igual probabilidad a que esto ocurra en la RPM de diciembre o en la de enero (gráfico 2.5.1).

En relación a este último punto, consideramos que la postergación de un nuevo recorte para enero de 2026 tiene una baja probabilidad de ocurrencia. ¿Por qué? Recordemos primero que el escenario central del IPoM de septiembre internaliza una próxima baja en la RPM de diciembre. De esta manera, dado que los nuevos datos de actividad e inflación efectivos han quedado por debajo de lo que se proyectaba en el último IPoM, actuar en coherencia requiere que, salvo que el Consejo esté viendo un nuevo riesgo sobre la inflación futura (algo que no vislumbramos al ver la evolución de los determinantes de la inflación), dicho recorte se efectivamente se materialice en diciembre. De no hacerlo, la autoridad monetaria pierde predictibilidad, lo que disminuye la efectividad en la transmisión de la política monetaria.

Nuestras proyecciones de TPM no cambian, es decir, esperamos dos recortes más: uno en diciembre de 2025 y otro en abril de 2026. Esto asume que los resultados de las Elecciones Presidenciales y Parlamentarias de 2025 son de acuerdo a lo esperado por las principales encuestas al cierre estadístico de este reporte. Si bien nuestras proyecciones para el IPC son similares a las contenidas en el IPoM de septiembre 2025, nuestras proyecciones para el IPC sin volátiles son algo menores (gráfico 2.5.2). Este motivo, sumado a la eventual baja de las cuentas de la luz en la primera parte del 2026 (reconocemos que aún hay alta incertidumbre en esto último), explican que estemos esperando la última baja de TPM en la RPM de abril del 2026, y no en julio 2026, como internaliza el último IPoM. En ese momento, la TPM alcanzaría un 4,25%, el que consideramos es su nivel neutral.

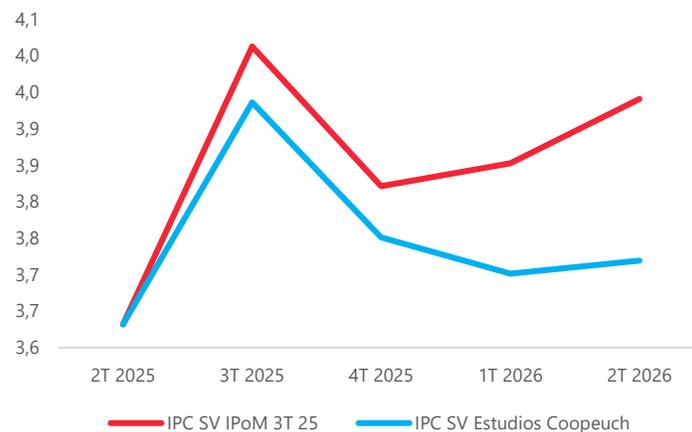
Con todo, nuestros *fair values* para las tasas SPC nominales de corto plazo quedan por debajo de sus valores actualmente efectivos (gráfico 2.5.3).

Gráfico 2.5.1: Proyección de TPM (porcentaje)



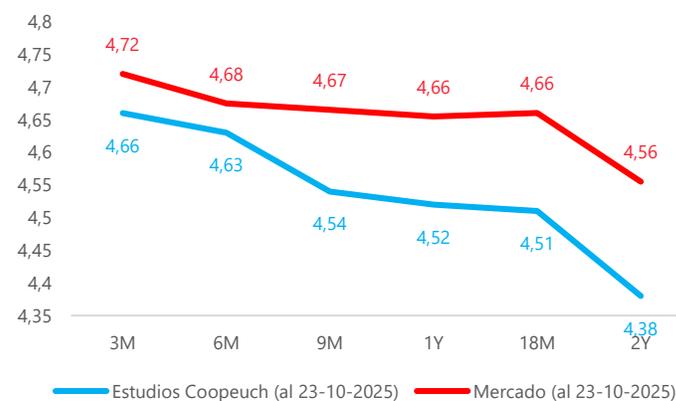
Fuente: ICAP, BCCh y Coopeuch

Gráfico 2.5.2: Proyección IPC sin volátiles (porcentaje a/a)



Fuente: BCCh 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 con movimientos acotados en el mes. Esperamos caídas en tasas largas locales, aunque en un escenario donde los riesgos siguen elevados.

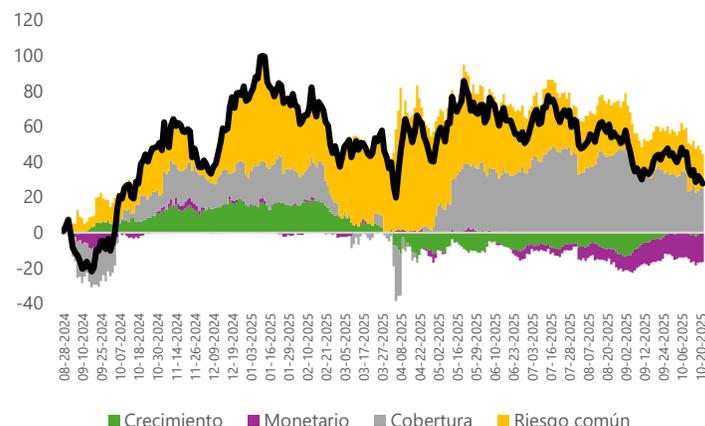
Desde nuestro informe anterior, la tasa del *Treasury* a 10 años bajó cerca de 13 pb, alcanzando su menor nivel desde octubre 2024. El movimiento del mes, sin duda, fue incidido por las palabras de Powell "estamos en un punto donde nuevas caídas en las vacantes podrían reflejarse en un aumento del desempleo", llevando a apuestas del mercado por una *Fed funds rate* cayendo más rápido, incluso ante el retraso en la publicación de datos económicos debido al cierre del gobierno. Sin embargo, lo que impactó más en el movimiento de la tasa *Treasury* a 10 años fue la caída de los premios por plazo, particularmente del "inflation risk premium". Esto estaría ligado a un mercado con menor incertidumbre en torno a la evolución de la inflación, a la luz de las señales positivas que ha mostrado en el margen. De todos modos, la mayoría de los riesgos descontados desde la victoria de Trump siguen vigentes.

Como mencionamos en nuestro informe anterior, recientemente incorporamos un nuevo modelo para el análisis de tasas largas. En términos generales, permite descomponer los movimientos de tasas en 4 shocks: (1) crecimiento del PIB; (2) política monetaria; (3) riesgo común y (4) riesgo de cobertura (*risk on/risk off*). Como se puede ver en el gráfico 2.6.1, se ha ido consolidando una fuerza bajista por el lado de la política monetaria, en línea con lo mencionado anteriormente sobre las señales emanadas de los miembros de la Fed. Además, se puede apreciar una baja del riesgo de cobertura, en línea con los eventos de *risk off* que transcurrieron en el mes a causa de nuevas tensiones en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China y algunas preocupaciones en torno a la banca regional de Estados Unidos (gráfico 2.6.2).

Las tasas largas domésticas (SPC nominal 10Y) tuvieron bajas acotadas respecto al informe anterior (-3pb). El componente de expectativas de TPM prácticamente no tuvo cambios, en línea con lo mencionado en la sección anterior. El componente de premios por plazo, en tanto, si bien retrocedió, no lo hizo en la magnitud predicha por la evolución de sus determinantes (gráfico 2.6.3).

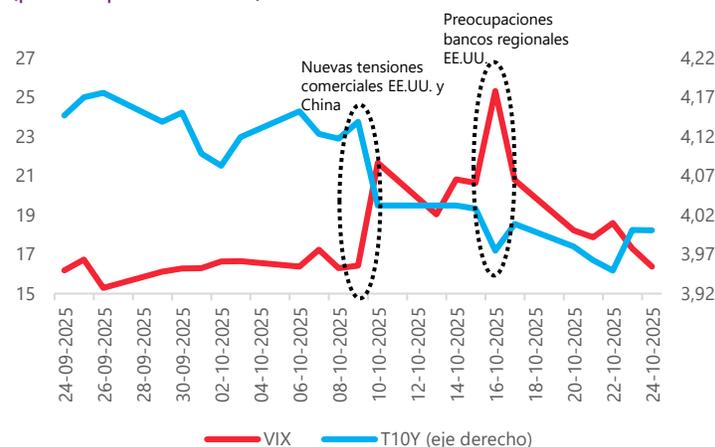
Hacia adelante, seguimos esperando que el componente de expectativas para la TPM baje. Si bien consideramos que los premios por plazos están algo elevados, su evolución seguirá altamente dependiente del escenario externo (política fiscal), y de las próximas elecciones internas.

Gráfico 2.6.1: Descomposición tasa a 10 años EEUU
(acumulado desde el 28 de agosto de 2024, puntos base)



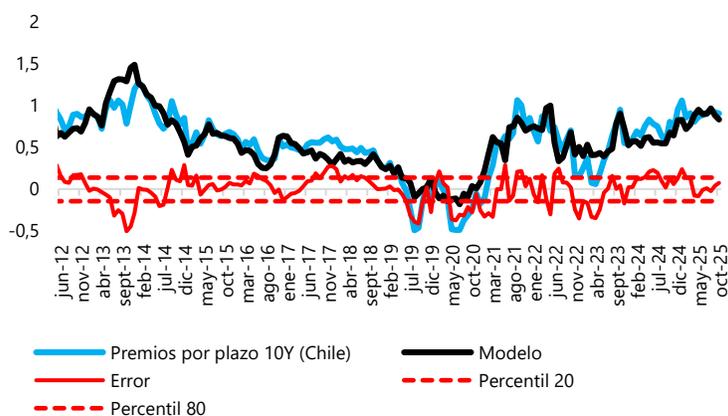
Fuente: Coopeuch.

Gráfico 2.6.2: VIX vs. Tasa a 10 años EE.UU.
(puntos porcentuales)



Fuente: RoskAmerica y Coopeuch.

Gráfico 2.6.3: Modelo de premios por plazo locales
(porcentaje)



Fuente: RiskAmerica y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.7 Política fiscal

En 2025 nuevamente se incumplirá la meta definida para el balance estructural. En 2026, la nueva administración deberá fijar nuevas metas para el periodo 2026-2029.

Recientemente, la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda presentó el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del tercer trimestre de 2025. En esta sección presentaremos las principales novedades del reporte, junto con un análisis de sus resultados.

Para 2025, el escenario macroeconómico mantiene una proyección de crecimiento del PIB en 2,5%, en línea el punto medio del rango de proyección del IPoM de septiembre. Para 2026, en tanto, se espera un crecimiento de 2,5% algo sobre el valor medio esperado por el Banco Central (tabla 2.7.1).

Por el lado de las cuentas fiscales, para 2025 la recaudación esperada se revisó a la baja por cerca de \$600.000 millones, en mayor medida por una sobre estimación en resto de contribuyentes (impuesto a la renta). El gasto, en tanto, se revisó al alza en cerca de \$300.000 millones, con lo que el balance fiscal efectivo proyectado aumentó desde un déficit de un 1,5% del PIB hasta un 2,0% del PIB. Al ajustar cíclicamente la recaudación, los ingresos estructurales se revisaron a la baja en cerca de \$650.000 millones. Con todo lo anterior, el balance estructural proyectado empeoró 4 décimas, subiendo desde un 1,8% del PIB a un 2,2% del PIB (tabla 2.7.2). Cabe recordar que la meta vigente fue modificada pese a que el Consejo Fiscal Autónomo recomendó pausar esta modificación. De esta forma, la meta vigente (publicada el 10 de octubre) es de 1,6%, superando en 5 décimas la meta anterior. Con todo, en 2025 tendremos un nuevo incumplimiento de la regla fiscal incluso con esta nueva meta más deficitaria.

Para 2026, el panorama por el lado de los ingresos es bastante similar al de los reportes anteriores: nuevamente se proyectan ingresos elevados, incididos por resto de contribuyentes (en particular por el impuesto a la renta, componente que más se revisó a la baja en 2025). Por el lado del gasto, el proyecto de ley de presupuesto propone un crecimiento de 1,7%, con lo que el balance fiscal efectivo alcanzaría un 1,5% del PIB. El balance estructural, en tanto, se situaría en un 1,1% del PIB (tabla 2.7.3) (coincidiendo con la meta provisoria para 2026). Con todo, para las cuentas fiscales de 2026 hay que tener presente 2 cosas: (1) dado el cambio de gobierno, la nueva administración deberá fijar nuevas metas para el balance estructural; (2) de haber un cambio de signo político, todo apunta a que habría (en algún grado) un ajuste fiscal relevante por el lado del gasto, lo que podría mejorar el balance fiscal de 2026.

Tabla 2.7.1: Escenario macroeconómico 2025-2026.
(% var. a/a)

IFP3T25	2025	2026
PIB	2,5%	2,5%
IPC (promedio)	4,4%	3,1%

Fuente: Dipres y Coopeuch.

Tabla 2.7.2: Balance fiscal 2025 y deuda bruta.

2025	\$MM 2025	% var.	% PIB
Ingresos efectivos	75.010.477	6,8	22,4
Ingresos estructurales	74.044.006	7,6	22,1
Gasto comprometido	81.591.862	2,6	24,3
Balance efectivo	-6.581.385		-2,0
Balance estructural	-7.547.855		-2,2
Deuda Bruta (MMUS\$)	148.429		42,4

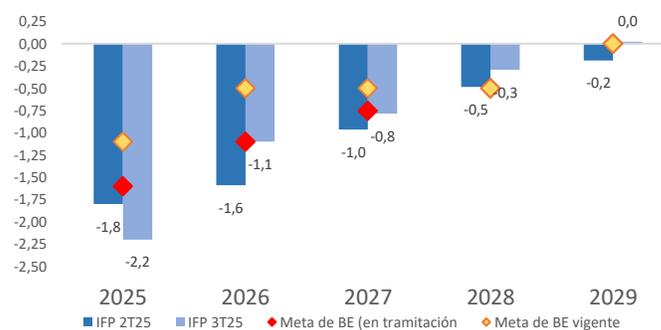
Fuente: Dipres y Coopeuch.

Tabla 2.7.3: Balance fiscal 2026 y deuda bruta

2026	\$MM 2026	% var.	% PIB
Ingresos efectivos	81.019.982	4,7	22,9
Ingresos estructurales	82.205.163	7,7	23,3
Gasto comprometido	86.256.836	1,7	24,4
Balance efectivo	-5.236.854		-1,5
Balance estructural	-4.051.673		-1,1
Deuda Bruta (MMUS\$)	162.108		43,2

Fuente: Dipres y Coopeuch.

Gráfico 2.7.1: Balance estructural y metas.
(% del PIB)



Fuente: Dipres y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.7 Política fiscal

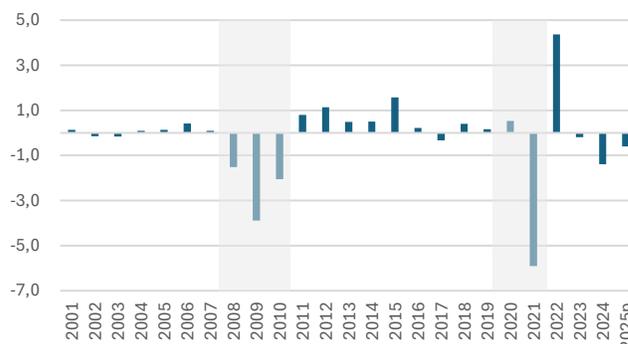
Por tercer año consecutivo se incumplirá la meta fiscal, lo que constituye el mayor desvío (acumulado) desde que existe la regla.

En 2025 nuevamente se incumplirá la meta fiscal definida para el balance estructural, incluso en un escenario donde se recaudara lo proyectado en el último IFP: un crecimiento real de los ingresos de 6,8% (tabla 2.7.2). No obstante, y tal como anticipamos en reportes previos, dicha proyección es poco realista, y es altamente probable que en el cierre de 2025 se materialice un balance más deficitario que el proyectado por la Dipres (algo que podremos corroborar con el IFP del primer trimestre de 2026). En efecto, para que se cumpliera dicha proyección (+6,8% real), entre septiembre y diciembre de este año los ingresos tendrían que crecer del orden de 7,2% real anual, algo que parece poco realista considerando que: (1) descontando el periodo de pandemia, entre 2014 y 2024 la recaudación total del gobierno central en promedio exhibió un alza de 4,0% real durante los últimos 4 meses del año; (2) entre enero y agosto de 2025 la recaudación registró un crecimiento real de 6,5%, por lo que el crecimiento de los ingresos tendría que acelerarse de forma bastante importante para alcanzar lo proyectado en el IFP.

Por lo tanto, de concretarse este escenario, se trataría del tercer año consecutivo en que se incumple la meta fiscal, lo que constituye el mayor desvío (en cuanto a la magnitud acumulada, y también en términos de su persistencia) desde que existe la regla, sin considerar los periodos de crisis (gráfico 2.7.2). Esto es una mala noticia, ya que deteriora la credibilidad sobre este instrumento, algo que también fue destacado por el Consejo Fiscal Autónomo en su último informe al Congreso: *"Un nuevo desvío de la meta de BE en 2026, sumado a los de 2023, 2024 y al proyectado para 2025, aumentarían la probabilidad de que, en los próximos años, la deuda pública sobrepase su nivel prudente [...] y debilitaría fuertemente la credibilidad de la regla fiscal"*.

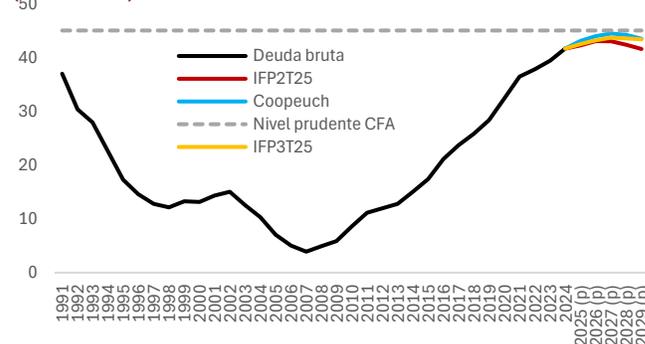
Por lo tanto, un balance fiscal que será más deficitario de lo proyectado conducirá a una dinámica de crecimiento de la deuda algo mayor a la proyectada por la Dipres en el último IFP: como se puede ver en el gráfico 2.7.4, la proyección actual ha tendido a converger a la nuestra. Con todo, cabe destacar que el proyecto de ley de presupuestos 2026 solicita un techo de deuda para 2026 de USD\$ 18.000 millones, valor que es superior al definido para 2025 (USD\$17.500 millones). Esta mayor oferta de papeles contribuirá a sumar algo de presión a los niveles de tasas largas durante 2026.

Gráfico 2.7.2: Desvíos del Balance Estructural con respecto a la última meta definida para cada año. (% del PIB)



Fuente: Dipres y Coopeuch.

Gráfico 2.7.4: Deuda bruta. (% del PIB)



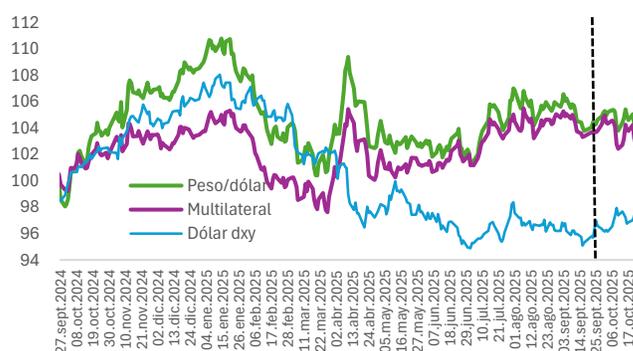
Fuente: Dipres y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.8 Otras variables importantes

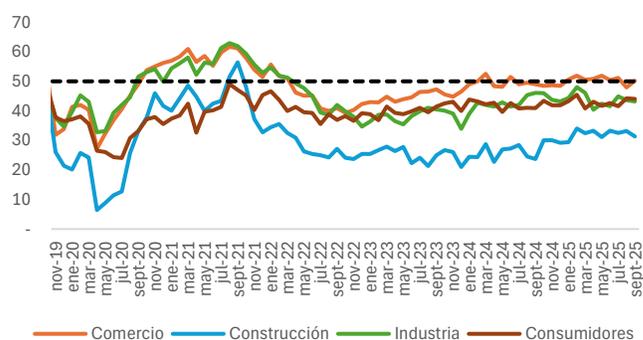
- Dólar:** Desde nuestro último reporte el tipo de cambio ha tendido a apreciarse levemente —tanto contra el dólar como en términos multilaterales— en un contexto donde el dólar dxyc también se apreció (gráfico 2.7.1). La fortaleza del peso puede explicarse por el fuerte aumento que ha tenido el precio del cobre durante octubre. Con todo, es importante tener presente que las elecciones presidenciales de noviembre podrían tender a aumentar la volatilidad del tipo de cambio, sobre todo en fechas más cercanas a dicho evento. De producirse una sorpresa (en relación con lo que anticipan las encuestas) esperamos una depreciación importante del peso.
- Confianzas:** En septiembre hubo resultados mixtos en cuanto a la confianza de empresas y de consumidores. Por un lado, la confianza del sector comercio se recuperó de la fuerte caída del mes anterior, retornando a terreno optimista. Por el contrario, la confianza del sector manufacturero y del sector construcción presentaron un deterioro, y se mantienen en terreno pesimista. En cuanto a la confianza de los consumidores, esta retrocedió levemente en septiembre, y se mantiene en terreno pesimista.
- Mercado del crédito:** Los datos a septiembre muestran que el mercado del crédito se mantiene débil, pero con mejoras. En particular, en términos de variación anual, el stock real de colocaciones de consumo ha continuado cayendo, mientras que el stock real de colocaciones de vivienda ha mantenido cierta estabilidad con un crecimiento acotado (gráfico 2.7.3). Con todo, es importante destacar que las colocaciones comerciales crecieron anualmente por tercer mes consecutivo.
- EEE:** Los economistas encuestados por la EEE de octubre esperan un IPC mensual para dicho mes de 0,3%. 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 3,2%. Para la RPM de octubre, en tanto, esperan que la TPM se mantenga en un 4,75%. Finalmente, para el Imacec de septiembre, la mediana de los encuestados espera un crecimiento anual de 2,5%.
- EOF:** Los analistas encuestados en la Encuesta de Operadores Financieros, levantada de forma previa a la RPM de octubre, esperan una inflación mensual de 0,3% en dicho mes. Por otro lado, las expectativas de inflación a 2 años subieron levemente desde un 3,0% a un 3,1%. Para la RPM de octubre, en tanto, esperan que la TPM se mantenga en un 4,75%.

Gráfico 2.7.1: Tipo de cambio
(Índice, 02-09-2024 = 100)



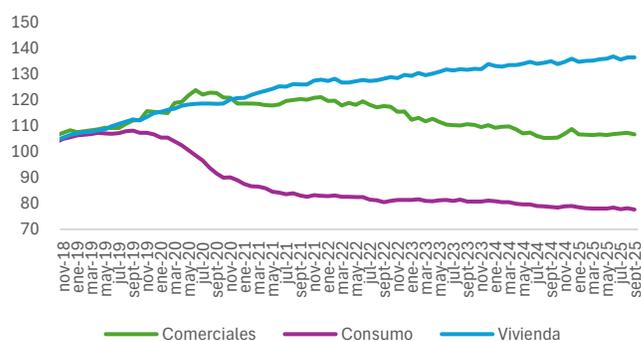
Fuente: Banco Central y Coopeuch.

Gráfico 2.7.2: Confianzas
(Índice)



Fuente: Banco Central y Coopeuch.

Gráfico 2.7.3: 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	2025 (p)	2026 (p)
PIB (% var. real a/a)	11,3%	2,2%	0,5%	2,6%	2,2%	1,9%
Demanda interna (% var. real a/a)	21,3%	2,3%	-3,7%	1,3%	2,8%	2,0%
Consumo total (% var. real a/a)	19,4%	2,5%	-3,5%	1,4%	2,3%	2,0%
Consumo privado (% var. real a/a)	20,8%	1,6%	-4,9%	1,0%	2,5%	2,1%
Consumo gobierno (% var. real a/a)	14,1%	6,3%	2,2%	3,0%	1,6%	1,5%
Formación bruta de capital fijo (% var. real a/a)	16,0%	4,6%	-0,1%	-1,4%	4,4%	2,7%
Exportaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	-1,5%	0,8%	0,1%	6,6%	4,6%	1,9%
Importaciones de bienes y servicios (% var. real a/a)	31,9%	1,3%	-10,9%	2,5%	7,0%	2,4%
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	23,2%	25,6%	24,3%	23,5%	23,9%	24,0%
Balanza de pagos	2021	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
Balanza comercial (US\$ miles de millones)	-2,4	-12,1	3,1	11,8	7,5	3,9
Exportaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	100,6	107,2	103,5	111,3	113,9	119,5
Importaciones de bienes y servicios (US\$ miles de millones)	103,0	119,3	100,4	99,5	106,4	115,6
Cuenta corriente (US\$ miles de millones)	-23,1	-26,8	-10,6	-4,9	-6,6	-6,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-2,2%	-8,9%	-3,2%	-1,5%	-1,9%	-1,7%
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
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%	3,9%	3,2%
IPC (% var. a/a promedio)	4,5%	11,6%	7,6%	3,9%	4,3%	3,2%
IPC sin volátiles (% var. a/a a diciembre)	5,2%	10,7%	5,9%	4,3%	3,9%	3,7%
IPC sin volátiles (% var. a/a promedio)	3,8%	9,3%	8,5%	3,8%	3,8%	3,7%
Tipo de cambio CLP/US\$ (promedio)	759	873	840	944	951	913
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	4,50	4,25

Informe Económico Mensual

