

Informe Económico Mensual

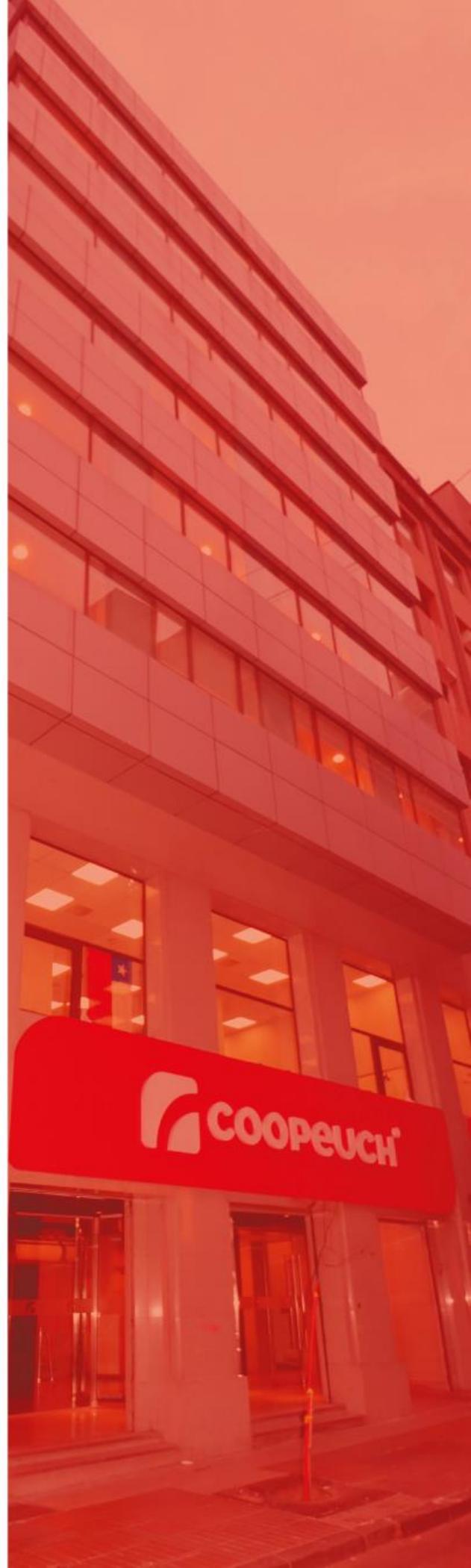
Septiembre 2025

Felipe Ramírez
Economista Jefe

Nicolás García
Economista Senior

Danilo Castro
Analista de Estudios Senior

Cierre estadístico: 24-09-2025



DESTACADOS

- La Fed redujo la tasa de interés en 25 pb, situándola entre 4,00% y 4,25%. Los Dots proyectan más recortes hasta 2027. Aunque se revisó al alza la inflación, la política monetaria se volvió más expansiva, justificada como medida preventiva ante un mercado laboral débil. La inflación sigue afectada por aranceles y restricciones migratorias.
- En julio, el Imacec creció 1,8% anual, impulsado por servicios, comercio e industria, mientras minería y resto de bienes cayeron. La serie desestacionalizada subió 1,0% mensual. Debido al accidente en El Teniente, esperamos una caída minera en agosto. Para ese mes, esperamos un Imacec de 1,2% anual y mantenemos la proyección de PIB 2025 en 2,2%.
- La tasa de desempleo bajó a 8,7% en julio, sorprendiendo al mercado. Aunque los ocupados aumentaron, el alza se concentró en trabajadores por cuenta propia. La participación laboral cayó nuevamente, y la demanda sigue débil. El crecimiento de ocupados ajustado por estacionalidad fue el mayor desde enero, aunque sigue en un nivel similar a abril de 2024. La masa salarial se moderó, pero mantiene una dinámica positiva..
- El IPC de agosto fue 0,0%, bajo lo esperado, y la inflación anual bajó a 4,0%. La volatilidad reciente puede estar asociada a eventos Cyber, que han alterado estacionalidades. Comparando mayo-agosto, la inflación sigue patrones históricos, apoyando su convergencia a la meta. Proyectamos un 0,5% para septiembre. Alimentos y transporte liderarían incidencias.
- En septiembre, el Banco Central mantuvo la TPM en 4,75% con tono más hawkish. El IPoM ajustó al alza el corredor, postergando recortes a diciembre 2025, julio 2026 y enero 2027. Esto se explica por mayor demanda interna e inflación persistente. No se modificó la tasa neutral, y persisten riesgos externos, especialmente desde EE.UU.
- Nuestro escenario base asume un nuevo recorte de TPM en diciembre, seguido de otro en abril 2026. ¿qué explica esta diferencia con los que señala el IPoM? vemos una inflación subyacente moderándose a una velocidad algo mayor. Nuestros fair values para las tasas SPC nominales de corto plazo quedan por debajo de sus valores actualmente efectivos.
- Desde nuestro informe anterior, la tasa del Treasury a 10 años bajó cerca de 12 pb. No obstante, en lo más reciente, han tendido a subir, por datos económicos mejores a los esperados y las declaraciones de Powell luego de la reunión de la Fed. Las tasas locales subieron levemente en el mes, internalizando el nuevo mensaje de IPoM de septiembre. Hacia adelante, esperamos presión bajista del componente de expectativas de TPM. Sin embargo, los premios por plazo ponen la nota de cautela, por su sensibilidad a factores externos, especialmente a noticias fiscales. Elección presidencial interna también entra en juego.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

La Fed reconoce preocupación por eventual deterioro más rápido del mercado laboral: balance de riesgos continúa tensionado.

Guerra comercial

En septiembre de 2025, EE. UU. y China mantuvieron negociaciones en Madrid, logrando un acuerdo preliminar que incluyó la extensión de la suspensión de nuevos aranceles hasta noviembre y la reducción temporal de aranceles existentes al 30% para bienes chinos y 10% para productos estadounidenses. Con la Zona Euro, el acuerdo comercial firmado en agosto entró en plena aplicación, estableciendo un arancel general del 15% para exportaciones europeas. La incertidumbre persiste, afectando inversión y expectativas. Con todo, el arancel promedio de Estados Unidos hoy alcanza valores no vistos en décadas (gráfico 1.1).

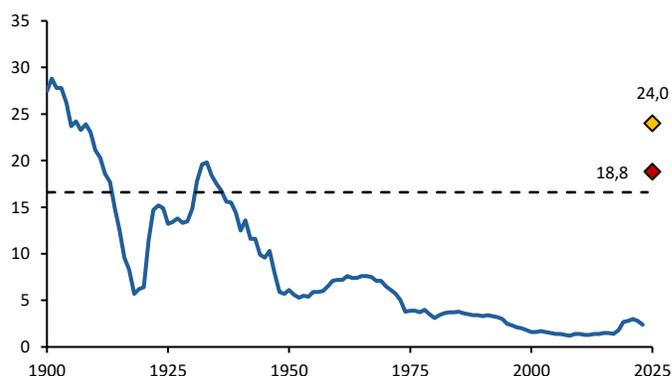
Estados Unidos

Sin sorpresas, en su reunión de septiembre la Reserva Federal (Fed) acordó reducir la *Fed funds rate* en 25 pb, quedando ahora en un rango entre 4,00% y 4,25%. ¿Cuáles fueron las principales novedades del comunicado? Por un lado, las proyecciones contenidas en los Dots sugieren que en 2025 habría 2 recortes adicionales (uno más que los Dots de junio) (gráfico 1.4), 1 recorte en el año 2026, y finalmente otro en el año 2027. Por otro lado, las proyecciones publicadas mostraron un "mix" bastante peculiar: si bien las perspectivas para la actividad y desempleo mejoraron y las proyecciones para la inflación se revisaron al alza, la trayectoria para la Fed funds se tornó más expansiva. Las dudas que generaron en el mercado estas proyecciones fueron aclaradas posteriormente por Jerome Powell en la conferencia de prensa, expresando la idea de un "*risk management cut*". En términos sencillos: la mayor expansividad monetaria se justificaría como una medida preventiva para evitar un escenario de mayor deterioro del mercado laboral, más que a una respuesta a los datos efectivos que se han conocido a la fecha.

Como lo hemos señalado en recortes anteriores, el mercado laboral ha exhibido una dinámica bastante apagada en los últimos meses, con un número de ocupados creciendo bajo lo esperado por el mercado (gráfico 1.3). ¿Por qué no ha saltado tanto el desempleo? Debido a que tanto la demanda como la oferta han mostrado un deterioro: esta última afectada por las estrictas políticas migratorias de Trump.

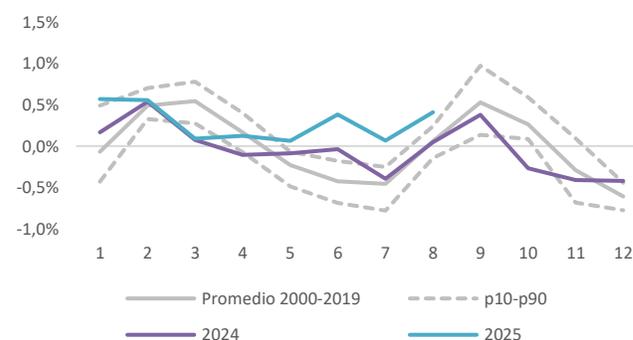
En cuanto a la inflación, la parte de la canasta más expuesta a la fijación de aranceles ha continuado moviéndose por sobre distribuciones históricas, lo que da cuenta del impacto que han tenido en estos precios dichos impuestos.

Gráfico 1.1: Arancel promedio US (%)



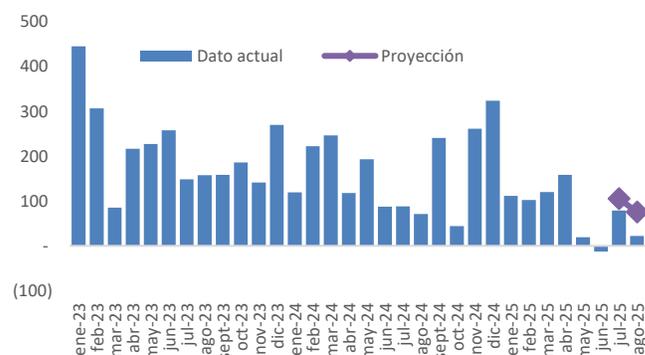
Fuente: Banco Central y Coopeuch. El rombo amarillo corresponde al arancel promedio después de los anuncios del 02/04/25. El rombo rojo corresponde al arancel promedio al 03/09/25

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



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.3: Ocupados no agrícolas SA. (variación mensual, miles de personas)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

1. ESCENARIO INTERNACIONAL

En la Zona Euro la inflación ha seguido estable en un 2%, mientras que en China persisten las presiones deflacionarias.

China

En China persisten las presiones deflacionarias, mientras que el sector manufacturero exhibió un deterioro en el margen. Estados Unidos y China mantienen vigente la tregua arancelaria acordada en agosto, en medio de nuevas conversaciones bilaterales iniciadas en septiembre.

La inflación de agosto se mantuvo en -0,4% interanual. Este resultado reafirma la persistencia de presiones deflacionarias, especialmente en alimentos, cuyos precios cayeron un 4,3%, marcando la mayor baja en casi cuatro años. No obstante, la inflación subyacente, que excluye alimentos y energía, se ubicó en 0,9%, el nivel más alto en 18 meses, lo que sugiere cierta recuperación en la demanda interna.

En términos de actividad económica, el índice PMI manufacturero se situó en 49,4 puntos, por debajo del umbral de expansión de 50. Este resultado indica una contracción leve en el sector industrial, reflejando debilidad en nuevos pedidos y producción. El dato fue consistente con los meses anteriores, lo que sugiere que la recuperación manufacturera aún no logra consolidarse.

Zona Euro

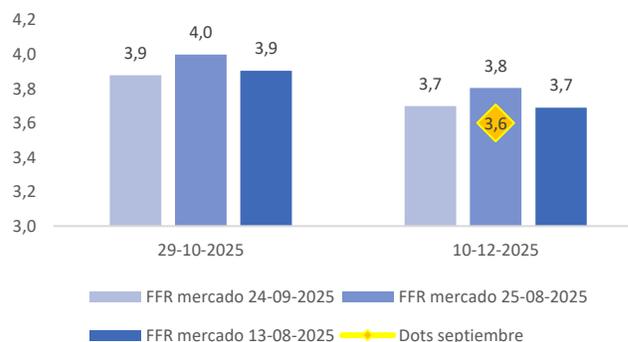
Durante septiembre la Zona Euro tuvo un desempeño mixto, con una inflación que se ha mantenido estable.

La inflación anual de agosto en la Zona Euro se situó en 2,0%, en línea con la meta del Banco Central Europeo, y da cuenta de una estabilización respecto a meses anteriores. La inflación subyacente, excluyendo energía, alimentos, alcohol y tabaco, se mantuvo sin cambios en 2,3%, lo que sugiere que las presiones inflacionarias estarían contenidas. Los servicios fueron el componente que más contribuyó a la inflación, seguido por alimentos procesados, mientras que la energía tuvo una contribución negativa.

En cuanto a la actividad, el índice PMI compuesto de la zona euro subió a 51,2 puntos, su nivel más alto en 16 meses. El PMI manufacturero, en cambio, retrocedió a 49,5 puntos, volviendo a zona de contracción tras el repunte de agosto. El crecimiento fue impulsado por el dinamismo del sector servicios, mientras que la producción industrial mostró señales de desaceleración, especialmente en Francia.

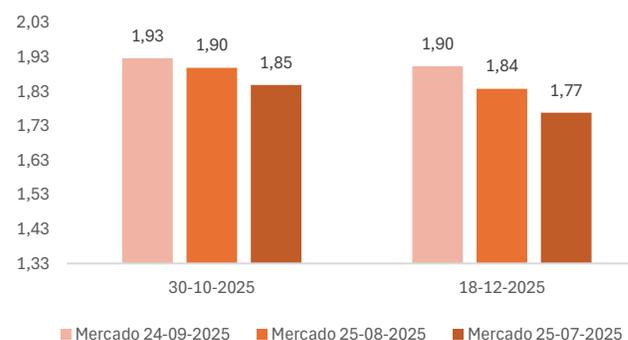
En comparación con nuestro reporte previo, las expectativas de mercado para la tasa de política no han tenido cambios significativos (gráfico 1.5).

Gráfico 1.4: Expectativas de mercado para la Fed funds rate.
(porcentaje)



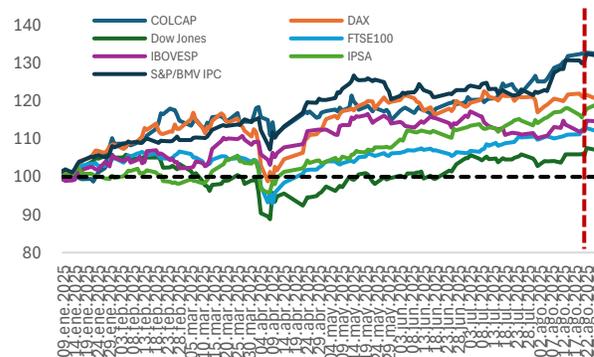
Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.5: Expectativas de mercado tasas de política monetaria para la Zona Euro.
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

Gráfico 1.6: Bolsas.
(índice)



Fuente: Bloomberg y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.1 Actividad

Preliminarmente, para el Imacec de agosto esperamos un crecimiento anual de 1,2%.

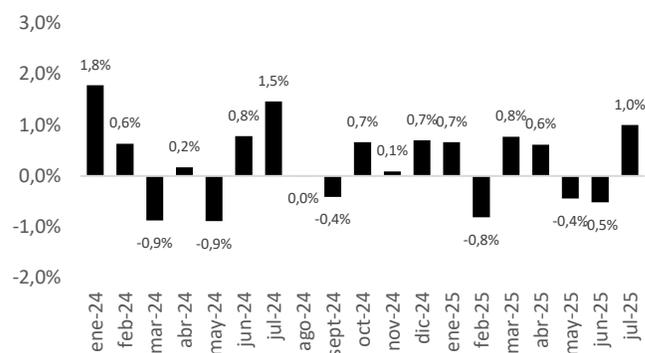
El Imacec de julio registró un alza de 1,8% en comparación con el mismo mes de 2024, en línea con las expectativas de mercado y con nuestra proyección (Encuesta Bloomberg: 1,9% a/a; Estudios Coopeuch: 1,8% a/a). La serie desestacionalizada, en tanto, anotó un alza mensual de 1,0% (gráfico 2.1.1). Por su parte, el Imacec no minero presentó un alza de 2,5% en doce meses, y un crecimiento mensual desestacionalizado de 0,5%. El mes registró la misma cantidad de días hábiles que julio de 2024.

El resultado anual 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 (gráfico 2.1.2). Los servicios fueron la mayor incidencia, registrando un alza anual de 2,6% (0,7% m/m), explicado por el desempeño de los servicios empresariales y personales, siendo estos últimos impulsados por los servicios de salud. La segunda incidencia se registró en el comercio, con un crecimiento anual de 6,6% (1,4% m/m), debido al alza de todos sus componentes, donde destacó el comercio mayorista. Por su parte, la manufactura anotó un crecimiento en 12 meses de 1,7% (-0,5% m/m), explicado por la mayor fabricación de productos elaborados de metal y químicos. El resto de bienes, en tanto, registró una caída en doce meses de 0,3% (-0,4% m/m), debido a una disminución en el valor agregado de generación eléctrica. Finalmente, la minería registró una caída anual de 3,3% (5,2% m/m), debido a una menor extracción de cobre, hierro y litio.

Tal como anticipamos en nuestro reporte de Imacec para el mes de junio, el registro de dicho mes estuvo marcado por elementos puntuales, parte de los cuales se revirtieron en algún grado en julio. En particular, esto se observó en la industria manufacturera y en la minería, donde el desempeño mensual reflejó una reversión parcial del resultado del mes anterior. No obstante, debido al accidente de fines de julio en la división El Teniente de Codelco, esperamos que el sector minero nuevamente registre una importante caída en el Imacec de agosto.

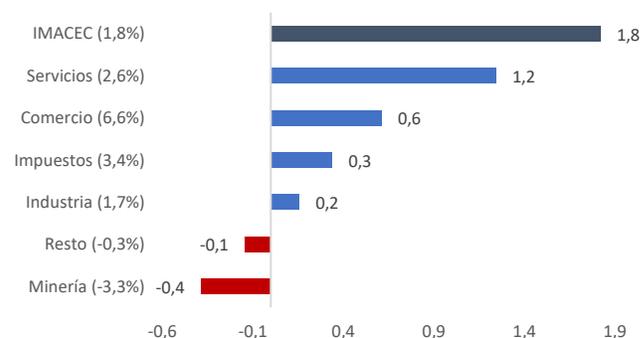
Preliminarmente, para el Imacec de agosto esperamos un crecimiento anual de 1,2%, impulsado principalmente por los servicios. Debido a bases de comparación más exigentes, durante el segundo semestre continuaríamos viendo registros más moderados para la variación anual del Imacec. Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2025 en un 2,2%.

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



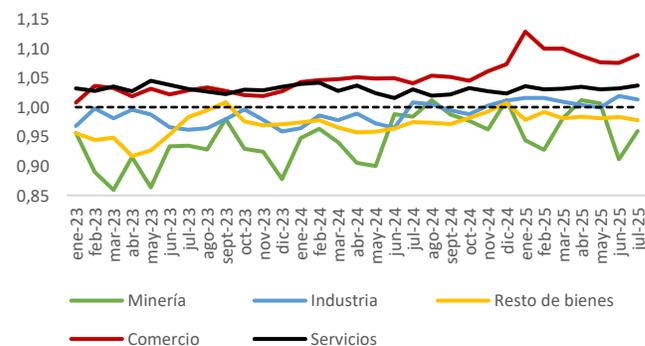
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

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

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

La tasa de desocupación del trimestre móvil finalizado en julio de 2025 se situó en un 8,7%, bajando 2 décimas respecto a la cifra anterior. Este resultado estuvo bajo lo esperado por el mercado (Bloomberg: 9,1%). Al descontar factores estacionales, la tasa de desocupación disminuyó desde un 8,9% a un 8,6%.

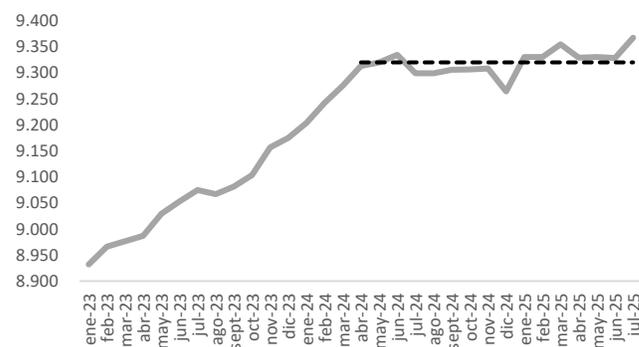
Este mes los inactivos volvieron a aumentar (+24.484), aunque dicho aumento —a diferencia de los 3 últimos meses— estuvo acorde con promedios históricos. En vista de lo anterior, la tasa de participación registró nuevamente un retroceso.

El número de ocupados, sin ajustar por estacionalidad, registró un crecimiento de 8.788, situándose en la parte alta de distribuciones históricas, y cortando así una racha de 3 meses consecutivos de movimientos en la cota inferior de distribuciones históricas. No obstante, al descomponer por categoría de la ocupación, se puede notar que este resultado estuvo impulsado en su totalidad por los trabajadores por cuenta propia, que registraron un crecimiento de 26.955: este resultado superó distribuciones históricas para un mes de julio. En cambio, todas las otras categorías registraron caídas. Las cifras de ocupación ajustadas por estacionalidad, en tanto, exhibieron un aumento de 38.746, lo que constituye el aumento más alto desde enero de este año (gráfico 2.2.1).

Con todo, los datos laborales de julio muestran un mercado laboral que continúa débil, pero con mejoras en el margen. Si bien en el agregado el panorama de este mes parece positivo (tasa de desempleo sorprendiendo a la baja de la mano de un fuerte aumento de los ocupados ajustados por estacionalidad), al descomponer las cifras el panorama es algo menos positivo. Por un lado, la participación laboral ha continuado retrocediendo —lo que explica en parte la caída de la tasa de desocupación— y, por otro, la totalidad del crecimiento de los ocupados obedeció a los trabajadores por cuenta propia (TCP), todo esto un contexto donde la demanda laboral continúa débil. Este aumento de los TCP podría estar relacionado a una mayor competencia por puestos de trabajo, algo que también podría estar desincentivando la participación laboral: en los últimos meses, los ocupados que buscan trabajo han tendido a aumentar de forma importante (gráfico 2.2.2).

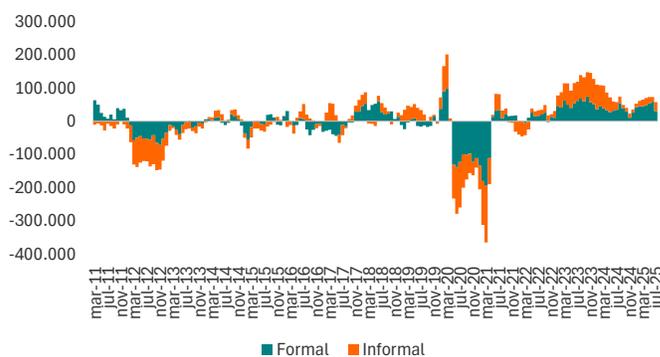
Masa salarial se modera por un crecimiento algo más acotado de los salarios, pero continúa dinámica (gráfico 2.2.3).

Gráfico 2.2.1: Ocupados SA.
(miles de personas)



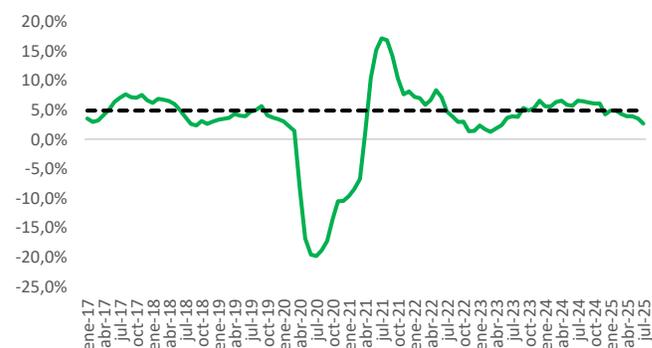
Fuente: INE y Coopeuch.

Gráfico 2.2.2: Ocupados que buscan trabajo.
(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 agosto bajo expectativas. En el margen, IPC ha mostrado elevada e inusual volatilidad. Para septiembre esperamos un IPC de 0,5% m/m.

El IPC de agosto registró una variación mensual de 0,0%, situándose bajo las expectativas de mercado. La inflación a 12 meses, en tanto, descendió desde un 4,3% en julio a un 4,0% en agosto. Por su parte, el IPC sin volátiles registró una variación mensual de 0,0%, quedando su variación anual en 3,9%. En ambos índices, la variación mensual se situó bajo la cota inferior de distribuciones históricas para un mes de agosto.

Los registros del IPC de los últimos meses han mostrado una elevada e inusual volatilidad. ¿La razón? Los eventos Cyber han cambiado las estacionalidades históricas de los meses colindantes, y cada año con mayor fuerza a medida que más empresas se suman a las ofertas. Esto ha dificultado la tarea de diagnosticar cómo evoluciona la inflación.

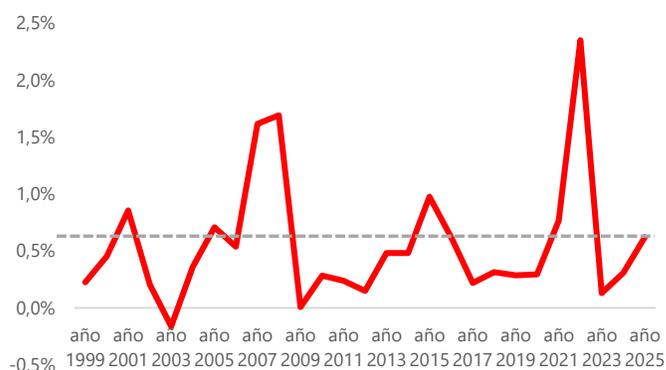
Una manera de limpiar los efectos de los Cyberday, aunque imperfecta, es tomar la variación porcentual del IPC de agosto respecto al IPC de mayo y comparar esta cifra con la de años anteriores. La conclusión es que, en el punta a punta del periodo considerado, el IPC ha evolucionado acorde con promedios históricos (gráfico 2.3.1), respaldando el proceso de convergencia de la inflación a la meta. Lo anterior también se refuerza en un análisis de velocidades del IPC e IPC sin volátiles, con niveles bastante acordes con la meta del 3%.

Preliminarmente, estimamos una variación mensual del IPC de septiembre de 0,45% (0,5% redondeado), en línea con lo esperado por precios de mercado, lo que dejaría su variación anual en 4,4% (gráfico 2.3.3). El IPC sin volátiles presentaría una variación mensual de 0,35%.

A nivel de divisiones, la mayor incidencia provendría de Alimentos y bebidas no alcohólicas, destacando los productos Huevos y Tomates. Transporte sería la segunda división de mayor incidencia, donde destacarían los productos Transporte aéreo internacional y Transporte en bus interurbano.

Si bien nuestra proyección de inflación de agosto estuvo sobre el dato efectivo (0,3% m/m vs. 0,0% m/m), no hemos hecho cambios importantes en nuestra proyección de inflación de corto y mediano plazo. Más evidente ha sido el aumento de la inflación esperada por el mercado, que hoy se acerca más a nuestro escenario. Para diciembre 2025 seguimos esperando una inflación anual de 4,0%, mientras que para diciembre 2026 esperamos un 3,2%, mismos valores que mercado.

Gráfico 2.3.1: IPC SV agosto vs. IPC SV mayo
(var. %, promedio en gris.)



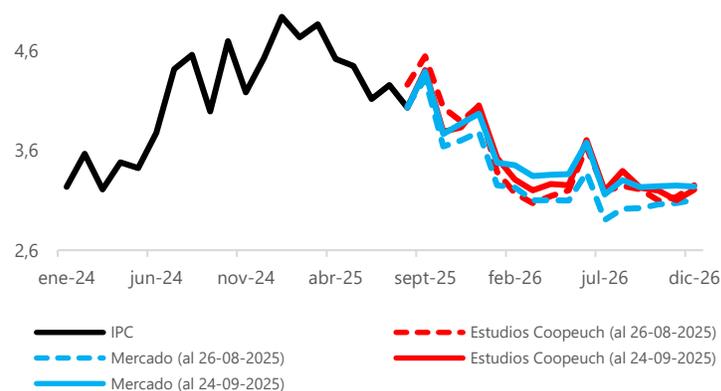
Fuente: INE y Coepeuch.

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

sept-25	Modelo IPC (%)	Incidencia (p.p.)
ALIMENTOS Y BEBIDAS NO ALCOHÓLICAS	0,6	0,142
BEBIDAS ALCOHÓLICAS Y TABACO	-0,2	-0,009
VESTUARIO Y CALZADO	2,2	0,055
VIVIENDA Y SERVICIOS BÁSICOS	0,1	0,013
EQUIPAMIENTO Y MANTENCIÓN DEL HOGAR	0,4	0,025
SALUD	0,2	0,019
TRANSPORTE	0,6	0,081
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	0,7	0,045
RECREACIÓN, DEPORTES Y CULTURA	0,5	0,025
EDUCACIÓN	0,0	0,000
RESTAURANTES Y ALOJAMIENTO	0,4	0,026
SEGUROS Y SERVICIOS FINANCIEROS	0,4	0,005
BIENES Y SERVICIOS DIVERSOS	0,6	0,023
IPC		0,45

Fuente: Coepeuch.

Gráfico 2.3.3: Proyección IPC
(variación anual)



Fuente: INE, ICAP y Coepeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.4 Política monetaria

Demanda interna más fuerte, junto con una mayor persistencia de la inflación subyacente, anticipan reducciones más lentas de la TPM.

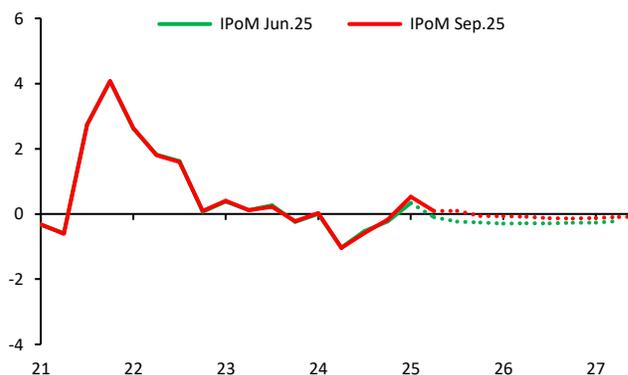
En la RPM de septiembre, el Consejo del Banco Central mantuvo sin cambios —y de forma unánime— la TPM en 4,75%. Dicha decisión era ampliamente esperada por el mercado, y tuvo un tono marcadamente más hawkish en comparación con comunicados previos, lo que anticipaba una eventual corrección al alza para el corredor de la TPM.

En efecto, en el IPoM de septiembre el nuevo corredor se revisó levemente al alza, y señala que las próximas bajas (-25 pb) se concretarían en las reuniones de diciembre 2025, julio 2026 y enero 2027 (en IPoM previo señalizaba septiembre 2025, enero 2026 y julio 2026). ¿Qué justifica este cambio? El último IPoM entrega diversas razones: (1) una demanda interna más fuerte, incidida por un consumo privado e inversión con mejor desempeño que el esperado (y con mejores proyecciones), derivando en una revisión al alza para la brecha del PIB proyectada. (2) una inflación subyacente más persistente (gráfico 2.4.2). En lo anterior se conjugan distintos elementos: un tipo de cambio algo más depreciado y un gasto interno más dinámico han puesto presión sobre la inflación de bienes, mientras que mayores costos laborales estarían presionando la inflación de servicios.

Con todo, un aspecto que llama la atención del nuevo corredor (gráfico 2.4.3) es que no se hayan realizado cambios sobre los parámetros estructurales, en particular sobre la tasa neutral, considerando que la comunicación de algunos consejeros anticipaba posibles cambios. Si bien es probable que dicha recalibración esté en pausa hasta contar con información completa del Censo 2024, el hecho de que la convergencia hacia la actual tasa neutral (4,0%) sea particularmente gradual podría estar señalizando que el Consejo está pensando en una tasa neutral mayor.

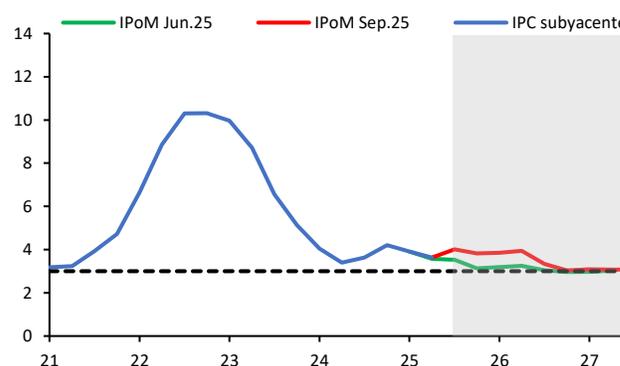
En el plano externo, el IPoM destaca que la economía mundial ha evolucionado acorde con lo esperado, manteniéndose focos relevantes de incertidumbre, particularmente desde Estados Unidos. En este sentido, el Consejo muestra preocupación por las tensiones institucionales en dicho país, en línea con un mercado que ha aumentado sus dudas en relación con la autonomía de la Fed. Finalmente, cabe destacar que este IPoM —publicado antes de la última reunión de la Fed— asumía 2 nuevos recortes para la fed funds en 2025, lo que contrasta con los últimos Dots: luego del recorte de septiembre, quedarían aún dos recortes más en 2025.

Gráfico 2.4.1: Brecha de actividad



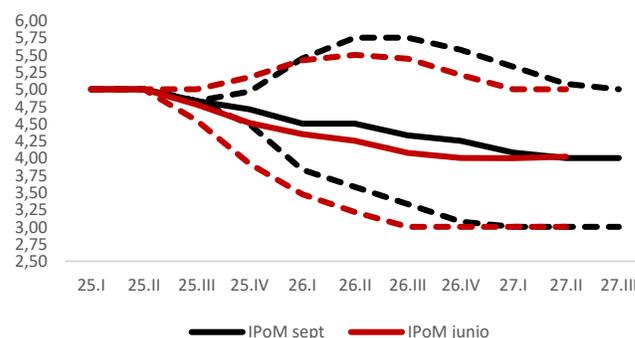
Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch

Gráfico 2.4.2: Inflación subyacente



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

Gráfico 2.4.3: Corredor de TPM



Fuente: Banco Central de Chile y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.5 Tasas cortas

Tasas cortas reaccionando al nuevo mensaje del IPoM de septiembre 2025.

Las protagonistas del IPoM de septiembre 2025 son dos: la demanda interna y la inflación sin volátiles. Como se detalla en el informe, éstas variables se han mostrado más dinámicas de lo esperado, llevando a un aumento de las TPM implícitas en el escenario central del nuevo corredor. En concreto, este escenario internaliza bajas de TPM de 25 pb. en las RPM de diciembre 2025, julio 2026 y enero 2027 (gráfico 2.5.1).

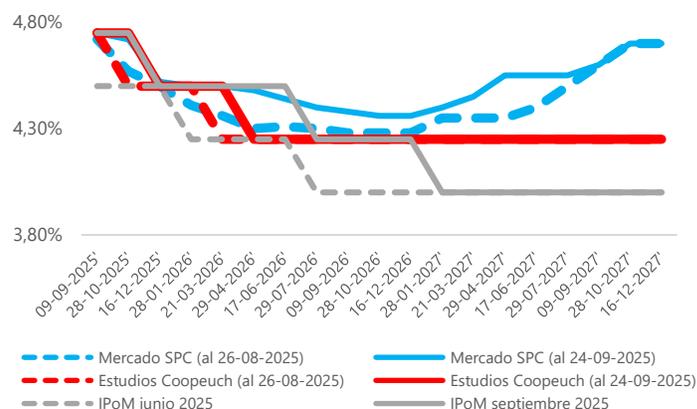
Las nuevas proyecciones de TPM del IPoM de septiembre repercutieron en el mercado. En efecto, al cierre estadístico de este informe, el mercado espera un próximo recorte de TPM de 25 pb. en la RPM de diciembre 2025 (octubre 2025 en el informe anterior), llegando a un nivel de 4,5%, y manteniéndose en éste por prácticamente todo el próximo año (gráfico 2.5.1).

Nuestras proyecciones (gráfico 2.5.2) también se modificaron con la información entregada por el nuevo IPoM. Si bien en la edición pasada de este informe nuestro escenario central suponía una reducción en octubre, no descartábamos que fuera en diciembre, considerando las sorpresas por el lado de la demanda que trajo las Cuentas Nacionales del 2T del 2025 y por un IPC sin volátiles de julio y agosto sobrepasando las estimaciones del IPoM de junio 2025. Hoy, internalizando la información del IPoM de septiembre 2025, vemos con muy baja probabilidad un escenario de recorte en octubre, y traspasamos a diciembre 2025 la próxima baja que proyectamos.

Después de diciembre 2025, sin embargo, discrepamos respecto a las proyecciones del corredor y, más aún, las del mercado. ¿La razón? 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 menores, con una diferencia que alcanza su máximo en el 2T del 2026 (gráfico 2.5.2). Dado que el Consejo ha señalado su especial preocupación por la evolución del IPC sin volátiles, creemos que cuando se haga evidente que su evolución ha estado por debajo de lo proyectado, el Consejo tendrá una mayor convicción de que se necesita retomar el proceso de reducción de TPM. Por este motivo, esperamos una nueva baja de TPM en la RPM de abril del 2026. En ese momento, la TPM alcanzaría un 4,25%, el que consideramos es su nivel neutral.

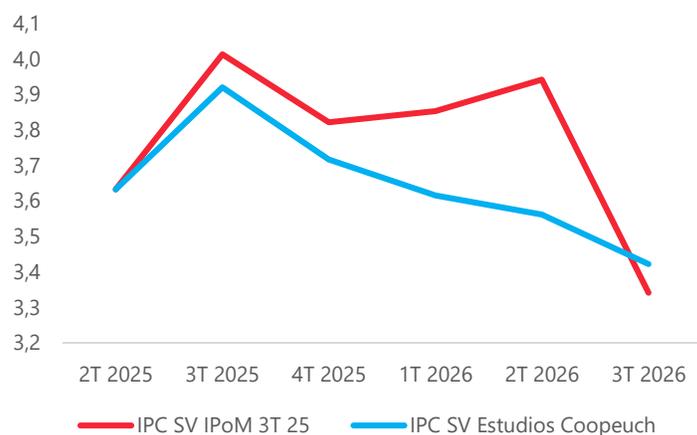
Con todo nuestros *fair values* para las tasas SPC nominales de corto plazo quedan por debajo de sus valores actualmente efectivos (gráfico 2.5.3).

Gráfico 2.5.1: Proyección de TPM (porcentaje)



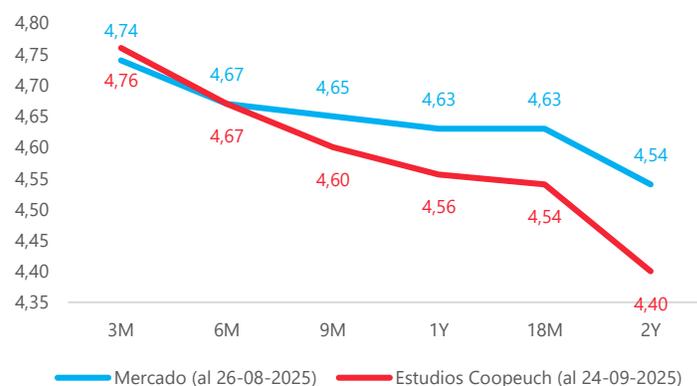
Fuente: ICAP, BCCh y Coopeuch

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. Identificamos riesgos de reversión de favorables condiciones financieras externas. Esperamos caídas en tasas largas locales..

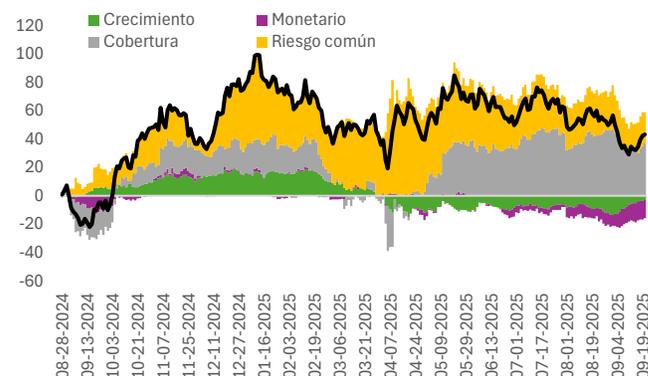
Desde nuestro informe anterior, la tasa del Treasury a 10 años bajó cerca de 12 pb. Entre el 26 de agosto y el 11 de septiembre la tasa llegó a mínimos de 5 meses (ante débiles datos del mercado laboral y menores premios por plazo), sin embargo, a partir del 16 de septiembre ésta ha tendido a rebotar debido a las palabras de Powell (ver sección 1), y también por el aumento en la incertidumbre que está provocando un posible shutdown del gobierno la próxima semana.

Recientemente incorporamos un nuevo modelo para nuestro análisis de tasas largas, el cual sigue lo propuesto por Cieslak y Pang (2021). 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, los anuncios arancelarios de abril muestran un quiebre importante en la composición de movimientos de la tasa norteamericana a 10 años: expectativas de menor crecimiento y de recortes de tasas de política han ido de la mano con un aumento en el riesgo de cobertura (risk on). En la historia, esta correlación ha sido exactamente la inversa, es decir, cuando hay preocupación en torno al crecimiento económico los flujos tienden a pasar de acciones hacia instrumentos seguros (bonos de gobierno). Lo anterior implica que podríamos ver una corrección del S&P en el corto plazo, lo que provocaría un deterioro importante de las condiciones financieras. Este riesgo también es levantado por el IPoM de septiembre 2025.

Las tasas largas domésticas (SPC nominal 10Y) tuvieron alzas acotadas respecto al informe anterior (+3pb, gráfico 2.6.2). Como era de esperar, esto obedeció el componente de expectativas de TPM, en vista del nuevo mensaje del BCCh. El componente de premios por plazo, en tanto, retrocedió algo en el mes, en línea con la evolución de sus pares externos..

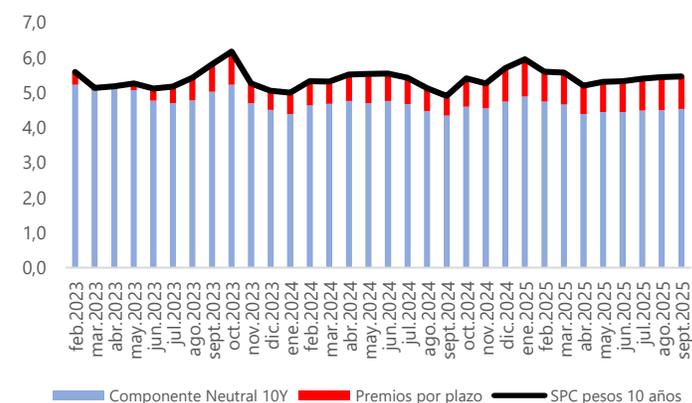
Hacia adelante, esperamos que el componente de expectativas para la TPM baje, lo que pondría presión bajista a tasas largas domésticas (ver sección anterior). Para los premios por plazo, en tanto, si bien consideramos se encuentran de sus *fair values* (gráfico 2.6.3), seguimos esperando que tengan especial dependencia del escenario externo (en particular, de las noticias sobre política fiscal) y la próxima elección presidencial interna.

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



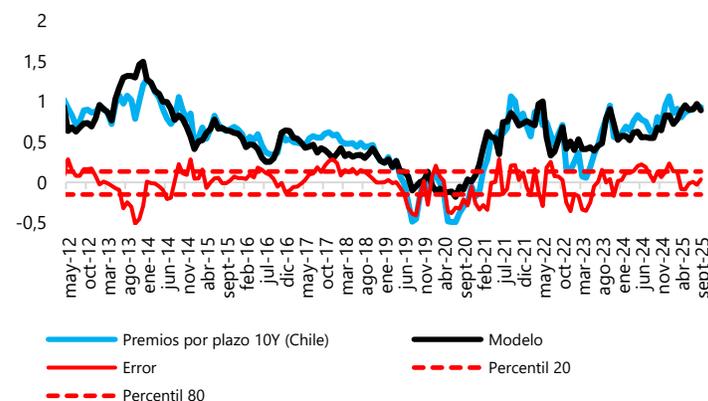
Fuente: Coopeuch.

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



Fuente: RoskAmerica y Coopeuch.

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



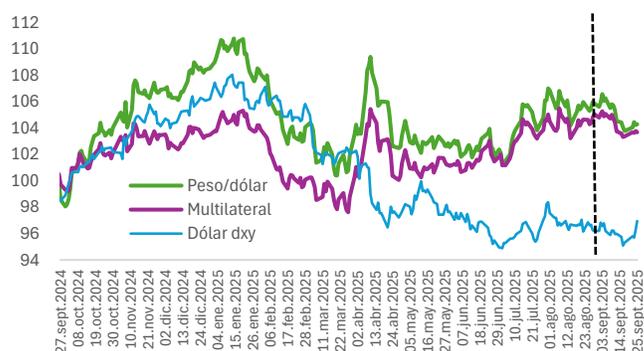
Fuente: RiskAmerica y Coopeuch.

2. ESCENARIO NACIONAL

2.7 Otras variables importantes

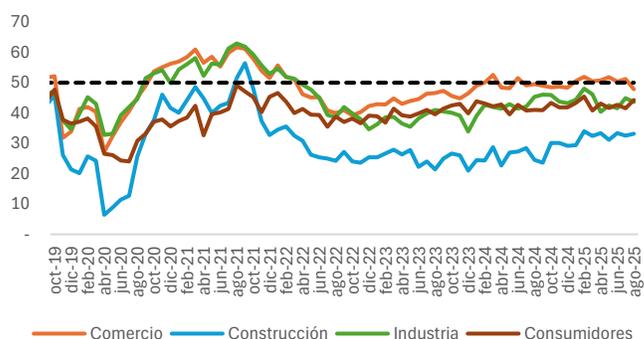
- Dólar:** Desde nuestro último reporte, en el punta a punta el tipo de cambio ha tendido a apreciarse, esto tanto contra el dólar como en términos multilaterales. Esto se ha dado en un contexto donde el dólar dxy se mantuvo sin cambios en el punta a punta, aunque con cierta volatilidad (gráfico 2.7.1).
- Confianzas:** En agosto hubo resultados mixtos en cuanto a la confianza de empresas y de consumidores. Por un lado, la confianza del sector comercio presentó un fuerte deterioro, cayendo a terreno contractivo por primera vez en 8 meses. Asimismo, la confianza del sector manufacturero también retrocedió. Por su parte, si bien la confianza en el sector construcción presentó una mejora en el margen, se mantiene aún muy debilitada. En cuanto a la confianza de los consumidores, esta mejoró en agosto, pero se ha mantenido en terreno pesimista.
- Mercado del crédito:** Los datos a agosto muestran que el mercado del crédito se mantiene débil, pero con mejoras en el margen. 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 segundo mes consecutivo.
- EEE:** Los economistas encuestados por la EEE de septiembre esperan un IPC mensual para dicho mes de 0,4%. Hacia adelante, las expectativas de inflación a 2 años se mantienen ancladas en el 3,0%, mientras que las a 1 año se 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 julio, la mediana de los encuestados espera un crecimiento anual de 1,9%.
- EOF:** Los analistas encuestados en la Encuesta de Operadores Financieros, levantada de forma previa a la RPM de septiembre, esperan una inflación mensual de 0,4% en dicho mes. Por otro lado, las expectativas de inflación a 2 años se mantienen ancladas a la meta del 3,0%. Para la RPM de octubre, en tanto, esperan que la TPM se reduzca a un 4,5%.

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



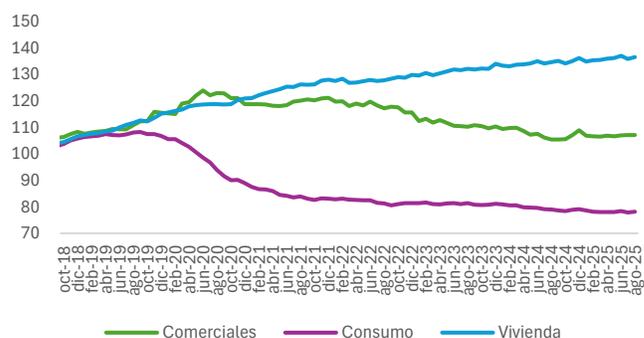
Fuente: Banco Central y Coopeuch.

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.

2.8 Escenario macroeconómico base

Tabla 2.8.1 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%	4,0%	3,2%
IPC (% var. a/a promedio)	4,5%	11,6%	7,6%	3,9%	4,3%	3,3%
IPC sin volátiles (% var. a/a a diciembre)	5,2%	10,7%	5,9%	4,3%	3,8%	3,5%
IPC sin volátiles (% var. a/a promedio)	3,8%	9,3%	8,5%	3,8%	3,8%	3,5%
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

