

# INFORME MACRO CHILE: MEJORA EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN EN EL TECHO DE LA META VALIDA TPM ALGO MÁS ALTA

## Resumen

- El inicio de año en materia de actividad económica ha sido algo mejor a lo previsto ante el mayor impulso externo, lo que nos lleva a incrementar nuestra proyección para el PIB hasta 2,5%.
- Con todo, la nota de cautela viene por la debilidad de la demanda interna, con una recuperación gradual del consumo privado y una inversión estancada.
- En inflación, se ha dado la moderación de los indicadores subyacentes en el margen. No obstante, los reajustes en tarifas eléctricas llevarán la variación anual a cerca de 4% este año. Para 2025 seguimos previendo un alza de 3%.
- El Banco Central moderaría la magnitud de los ajustes a 25pb para las reuniones de este año, para dejar la tasa de política monetaria en 4,75% a fin de año. Durante el primer trimestre de 2025 realizaría dos ajustes adicionales, situando la TPM en 4,25%, en la parte alta del rango neutral.
- Para ello es necesario que continúe la apreciación del peso (prevemos un \$880 hacia fin de año) y que se inicie la normalización monetaria en EE.UU.

*César Guzmán B.*  
GERENTE MACROECONOMÍA  
[cesar.guzman@security.cl](mailto:cesar.guzman@security.cl)

*Marcela Calisto H.*  
ECONOMISTA  
[marcela.calisto@security.cl](mailto:marcela.calisto@security.cl)

## MAYOR IMPULSO EXTERNO MEJORA EL DESEMPEÑO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

**En lo que va del año el impulso externo que está recibiendo la economía ha sido mejor al previsto.** Ello reflejado principalmente por la mejora de los términos de intercambio (gráfico 1) a raíz del alza de los precios de las materias primas, principalmente del cobre. Lo anterior ha más que compensado el hecho de que el costo de financiamiento externo (gráfico 2) se haya mantenido estable, ya que el aumento en las tasas de interés respecto al cierre de 2023 ha sido similar a la baja en los spreads de riesgo. Además, en materia de actividad, el mundo no ha dado señales de moderación y ha seguido creciendo en torno a 3%, liderado por la fortaleza de la economía de EE.UU.

GRÁFICO 1: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO  
(Índice)

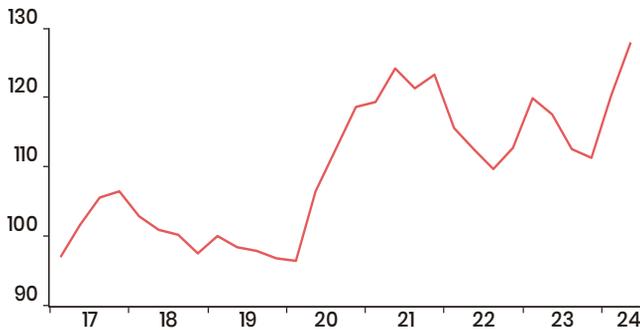
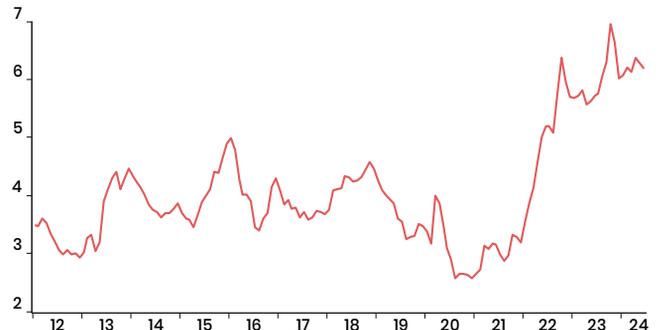


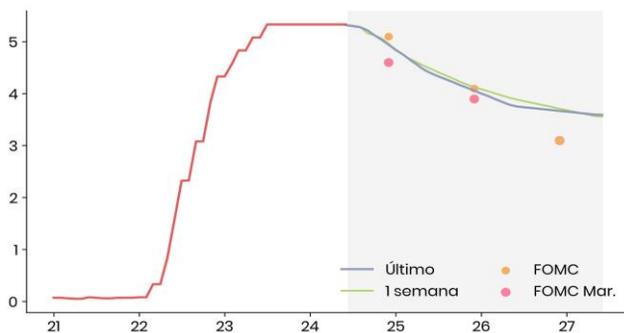
GRÁFICO 2: COSTO DE FINANCIAMIENTO  
(Bono Tesoro+Embi a 10 años, %)



Fuente: Banco Central, Bloomberg y Estudios Security.

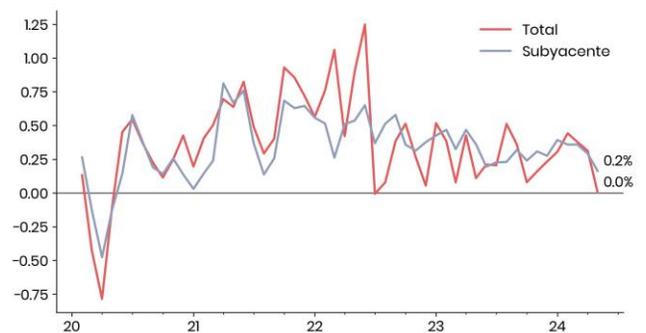
La mencionada fortaleza prolongada de la actividad económica en EE.UU. sigue generando el riesgo de un nuevo incremento de la inflación o una moderación más lenta, lo que a su vez ha llevado al mercado a continuar postergando el inicio de bajas de tasas por parte de la Fed. De hecho, en el mercado está internalizado entre uno y dos recortes hacia fin de año, lo que validó la propia Reserva Federal con la guía de política monetaria entregada recientemente. Con todo, **las cifras de IPC de abril y mayo mostraron una moderación respecto a las del primer trimestre, y si los siguientes meses ocurre algo similar –como es nuestra expectativa–, la Fed podría iniciar el proceso de normalización monetaria en septiembre.**

GRÁFICO 3: TASA FED EFECTIVA Y ESPERADA  
(%)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

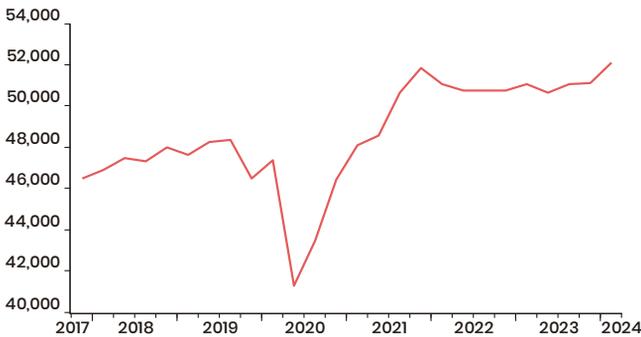
GRÁFICO 4: IPC EE.UU.  
(var % mensual)



En este contexto, **la economía doméstica tuvo un inicio de año mejor al previsto hace algunos meses**, con el PIB creciendo 1,9% respecto al trimestre inmediatamente anterior en términos desestacionalizados (gráfico 5), consistente con un alza de 2,3% interanual. La nota de cautela viene dada por la desagregación del crecimiento. Una parte relevante fue el incremento del consumo privado (0,7pp en el trimestre), pero también el consumo de gobierno aportó 0,7pp, siendo un registro elevado para este componente, mientras que la inversión sigue estancada, con una nula contribución en el período (gráfico 6).

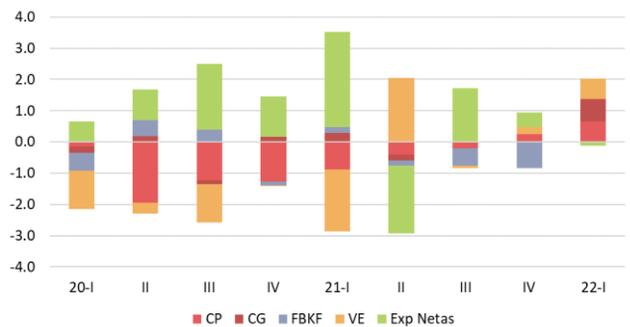
Con todo, **elevamos nuestra proyección para el aumento del PIB durante 2024 desde 2% a 2,5%**, en la parte media del rango previsto en el IPoM de marzo, que dicho sea de paso creemos que la entidad acortará la parte baja, desde 2%-3% a 2,25%-3%. Para 2025, mantenemos la previsión de un alza de 2% -en línea con el crecimiento de tendencia- asumiendo que el impulso externo es prácticamente neutral. De materializarse un mayor impulso externo, podría generar un apoyo adicional a la inversión durante el próximo año.

GRÁFICO 5: PIB (miles de millones de pesos, desestacionalizado)



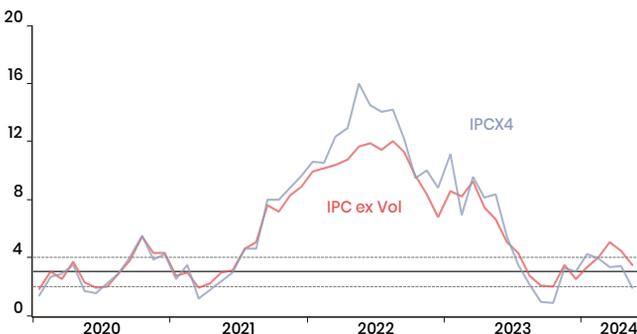
Fuente: Banco Central y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CONTRIBUCIÓN AL PIB (t/t desestacionalizado)



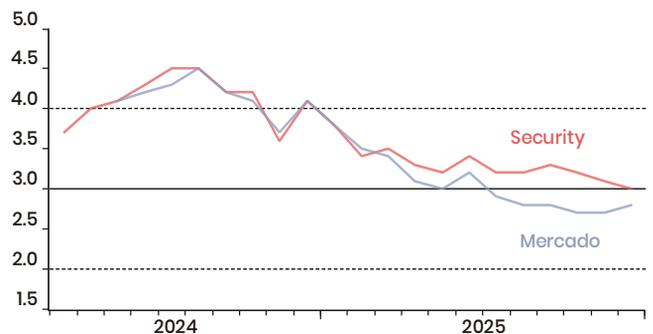
Respecto a la inflación, en los primeros meses del año los registros inflacionarios fueron más elevados que lo previsto, en parte por el mayor dinamismo de la actividad económica, así como también al aumento del tipo de cambio durante 2023. La apreciación reciente del peso ayudaría a que los registros inflacionarios en el corto plazo sean más acotados, como ya lo fue en mayo, mes en el cual **se observó una moderación de los indicadores de inflación subyacentes en el margen** (gráfico 7). En este contexto, los precios de mercado anticipan una convergencia al 3% durante los primeros meses de 2025 (gráfico 8), en línea con nuestra expectativa. Con todo, el reajuste de las tarifas eléctricas llevaría el cierre del año más cerca de 4% que del 3,5% que preveíamos, adicionando un sesgo al alza en el corto plazo.

GRÁFICO 7: MEDIDAS DE IPC SUBYACENTE (pmt var % mensual sa, anualizado)



Fuente: ICAP, INE y Estudios Security.

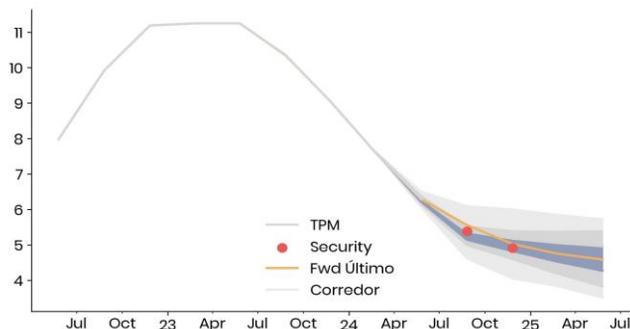
GRÁFICO 8: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (var % interanual)



Respecto a la política monetaria, el mensaje del Banco Central en su última reunión continuó siendo expansivo. No obstante, **la magnitud y la velocidad de los próximos ajustes serían más condicionales a los datos de inflación, a la evolución del tipo de cambio y al actuar de la Reserva Federal.** En este contexto, prevemos que se moderen los recortes a 25 pb por reunión, llevando la TPM a 4,75% al cierre del año, para alcanzar el techo del rango de los niveles neutrales (entre 3,6% y 4,5%\*) en los primeros meses de 2025, donde se quedaría hasta fin del próximo año.

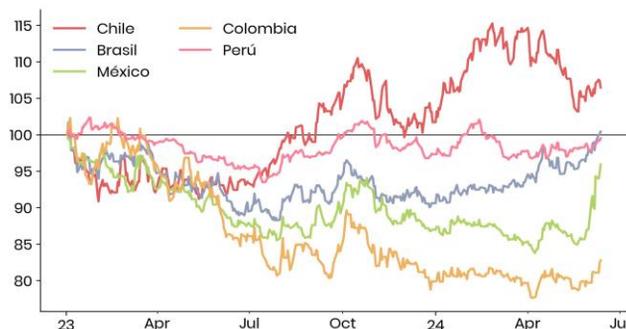
Cabe destacar que la tasa de convergencia implícita en los precios de mercado ha bajado respecto a lo observado hace unos meses, pero sigue ubicándose 25pb por sobre el techo del rango de neutralidad.

GRÁFICO 9: CORREDOR DE TPM (%)



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 10: TIPOS DE CAMBIO NOMINAL (Índices Ene23=100)



Tres son los factores necesarios que permitirían la trayectoria prevista para la TPM. Primero, que **la actividad económica no muestre una nueva sorpresa al alza**, en particular del consumo privado que genere presiones inflacionarias. El segundo es que **se inicie la normalización monetaria en EE.UU.**, para no generar diferenciales de tasas diferentes a los previstos con efectos en tipo de cambio. Y el tercero, relacionado con esto, es que **continúe la apreciación del peso** (prevemos un \$880 hacia fin de año), lo que a su vez ayudaría a continuar con la moderación de la inflación subyacente en el corto plazo.

Nuestra visión es que el dólar a nivel global se iría debilitando con el correr de los trimestres, acompañando el proceso de normalización monetaria en EE.UU. En este contexto, el resto de las monedas se apreciarían, y más aún el peso chileno que ha sido una de las monedas más castigadas (gráfico 10). Así, **prevemos que la paridad se ubicaría en torno a \$880 hacia fin de año, prolongando dicha apreciación hacia 2025 hasta \$830.**

\*<https://www.bcentral.cl/documents/33528/5031687/Recuadro-II2-tasa-politica-monetaria.pdf/06173d43-e12a-c536-e5a5-07a506d9338c>

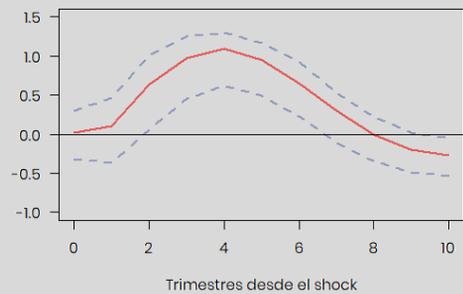
**Recuadro I**

Las últimas alzas en el precio del cobre impulsarían el crecimiento económico a causa de un aumento en la inversión, motivada por un mejor rendimiento en los proyectos mineros. Al 2022, la inversión minera correspondía a cerca de un 6% del PIB. Para nuestras estimaciones asumimos que el impacto en el PIB del aumento de los términos de intercambio sería de alrededor de dos tercios del efecto típico que estos tienen en el PIB, suponiendo un efecto menor del lado de las exportaciones mineras. De acuerdo con nuestras estimaciones, un shock de 50 pb. sobre los términos de intercambio se traduciría en un aumento del PIB de 1% al cuarto trimestre.

INVERSIÓN MINERA (% PIB, precios corrientes)



Chile: Impacto en PIB (a/a, %) a shock Términos de Intercambio (a/a,%)

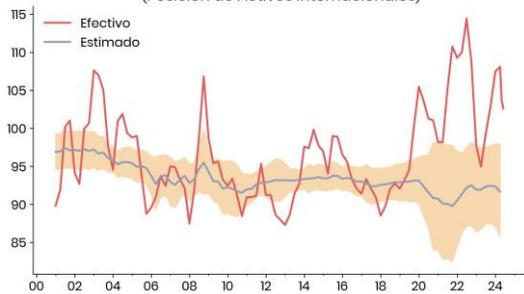


Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

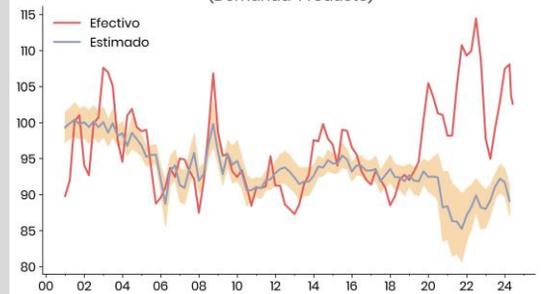
**Recuadro II**

A modo de estimar el tipo de cambio real se han implementado dos modelos. Además de la demanda interna y la posición de activos internacionales, según corresponda para cada especificación, ambos modelos consideran en sus variables los términos de intercambio, gasto de gobierno y diferencial de productividad entre sector transable y no transable. También, los parámetros fueron calculados en base al período comprendido entre 2000 y 2019 y se asume que el tipo de cambio real se aprecia un 4% durante el segundo trimestre y los términos de intercambio aumentan un 7%, manteniendo el resto de las variables con el último valor publicado. Esta estimación indica que el tipo de cambio real estaría entre un 11% y un 13% más depreciado versus el valor que entregan los modelos. Hacia adelante, es de esperar que la mitad de esta brecha se cierre a medida que se vaya apreciando el tipo de cambio, lo cual se vería mayormente apoyado por una mejora en los términos de intercambio.

Chile: Modelo Tipo de Cambio Real (Posición de Activos Internacionales)



Chile: Modelo Tipo de Cambio Real (Demanda-Producto)



Fuente: BCCh, Bloomberg, INE y Estudios Security.

**ANEXO ESTADÍSTICO**

|                                             | 2019 | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024 <sup>e</sup> | 2025 <sup>e</sup> |
|---------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| <b>Indicadores Externos Relevantes</b>      |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Crecimiento Mundial PPP (%)                 | 2.8  | -2.8  | 6.3   | 3.4   | 3.2   | 3.0               | 3.0               |
| Crecimiento Socios Comerciales (%)          | 2.9  | -2.0  | 6.8   | 2.8   | 3.3   | 3.0               | 3.0               |
| Cobre (US\$/Libra, fdp)                     | 275  | 352   | 433   | 380   | 381   | 450               | 450               |
| Petróleo WTI (US\$ p/b)                     | 57   | 39    | 68    | 94    | 78    | 83                | 85                |
| Términos de Intercambio (2018=100)          | 98.2 | 108.2 | 120.8 | 112.6 | 115.3 | 123.0             | 120.0             |
| Términos de Intercambio (var %)             | -1.8 | 10.1  | 11.7  | -6.8  | 2.4   | 6.7               | -2.4              |
| Tasa de Fondos Federales (fdp,%)            | 1.8  | 0.3   | 0.3   | 4.5   | 5.5   | 4.8               | 3.8               |
| Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)      | 1.9  | 0.9   | 1.5   | 3.6   | 4.0   | 4.4               | 4.3               |
| TIPS EE.UU 10 años (fdp, %)                 | 0.1  | -1.0  | -1.0  | 1.4   | 1.8   | 2.2               | 2.1               |
| Riesgo Soberano Latam, EMBI (fdp, %)        | 357  | 395   | 410   | 493   | 470   | 460               | 450               |
| Riesgo Corporativo Latam, CEMBI (fdp, %)    | 341  | 351   | 359   | 422   | 380   | 360               | 350               |
| Euro (fdp, US\$)                            | 1.11 | 1.22  | 1.13  | 1.06  | 1.09  | 1.10              | 1.14              |
| Yen (fdp,¥/US\$)                            | 109  | 104   | 114   | 135   | 144   | 150               | 145               |
| <b>Indicadores de Actividad</b>             |      |       |       |       |       |                   |                   |
| PIB (Var %)                                 | 0.6  | -6.1  | 11.3  | 2.1   | 0.2   | 2.5               | 2.0               |
| PIB No Minero (Var %)                       | 1.1  | -6.8  | 13.4  | 3.4   | 0.3   | 2.4               | 2.1               |
| Gasto Interno (Var %)                       | 0.8  | -9.4  | 21.3  | 2.3   | -4.2  | 1.3               | 2.2               |
| Consumo Privado                             | 0.7  | -7.4  | 21.0  | 1.6   | -5.2  | 1.9               | 2.5               |
| Inversión en Capital Fijo                   | 4.5  | -10.8 | 16.0  | 3.9   | -1.1  | -3.1              | 4.0               |
| <b>Crecimiento Sectorial (%)</b>            |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Agropecuario -sílvicola                     | -1.0 | 0.7   | 3.7   | -0.8  | -1.8  | 1.1               | 1.0               |
| Minería                                     | -4.5 | 0.8   | -4.5  | -6.4  | -0.3  | 3.1               | 1.0               |
| Industria                                   | -1.8 | -2.2  | 5.7   | -4.2  | 1.9   | 0.8               | 1.5               |
| Electricidad, gas y agua                    | 0.7  | -0.3  | 0.6   | 9.8   | 17.8  | 4.9               | 2.5               |
| Construcción                                | 4.5  | -11.6 | 5.7   | 2.2   | -0.2  | 1.5               | 0.0               |
| Comercio, restaurantes y hoteles            | -0.3 | -10.6 | 23.9  | -1.1  | -2.5  | 4.5               | 2.0               |
| Servicios Financieros y Empresariales       | 4.9  | -1.7  | 11.4  | 5.5   | 0.5   | 2.2               | 2.5               |
| <b>Mercado Laboral</b>                      |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Tasa de Desempleo (prom %)                  | 7.2  | 10.7  | 8.8   | 7.9   | 8.7   | 9.2               | 9.5               |
| Crecimiento del Empleo (%)                  | 2.1  | -12.3 | 5.5   | 6.7   | 2.4   | 2.0               | 1.5               |
| Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)     | 2.0  | -8.9  | 3.4   | 5.6   | 3.3   | 2.6               | 1.8               |
| <b>Precios</b>                              |      |       |       |       |       |                   |                   |
| IPC dic-dic (%)                             | 3.0  | 3.0   | 7.2   | 12.8  | 3.9   | 4.0               | 3.0               |
| IPC sin Volátiles dic-dic (%)               | 2.5  | 3.1   | 5.3   | 10.0  | 4.7   | 3.6               | 3.0               |
| <b>Tasas de Interés</b>                     |      |       |       |       |       |                   |                   |
| Tasa Política Monetaria, TPM (fdp,%, en \$) | 1.8  | 0.5   | 4.0   | 11.3  | 8.3   | 4.8               | 4.3               |
| BTU-2 base 365d (fdp, % en UF)              | -0.5 | -2.3  | 0.7   | 3.2   | 3.1   | 1.4               | 1.1               |
| BTP-2 base 365d (fdp, % en \$)              | 2.0  | 0.5   | 5.7   | 7.0   | 6.2   | 4.6               | 4.2               |
| BTU-5 base 365d (fdp, % en UF)              | 0.1  | -1.0  | 2.0   | 1.9   | 2.5   | 2.3               | 2.2               |
| BTP-5 base 365d (fdp, % en \$)              | 2.9  | 1.6   | 5.6   | 5.5   | 5.5   | 5.6               | 5.5               |
| BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)             | 0.5  | -0.1  | 2.3   | 1.7   | 2.4   | 2.6               | 2.6               |
| BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)             | 3.3  | 2.7   | 5.7   | 5.3   | 5.5   | 6.0               | 6.0               |
| <b>Tipo de Cambio</b>                       |      |       |       |       |       |                   |                   |
| T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)        | 745  | 711   | 850   | 860   | 885   | 880               | 830               |

# DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

**Felipe Jaque S.**

Economista Jefe

*felipe.jaque@security.cl*

**César Guzmán B.**

Gerente Macroeconomía

*cesar.guzman@security.cl*

**Eduardo Salas V.**

Economista Senior

*eduardo.salas@security.cl*

**Marcela Calisto H.**

Economista

*marcela.calisto@security.cl*

**Josefina Koljatic S.**

Analista de Inversiones

*josefina.koljatic@security.cl*

**Paulina Barahona N.**

Subgerente Renta Fija Corporativa

*paulina.barahona@security.cl*

**Nicolás Libuy I.**

Subgerente Variable Local

*nicolas.libuy@security.cl*

**Roberto Valladares R.**

Analista Senior de Inversiones

*roberto.valladares@security.cl*

**Juan Ignacio Vicencio F.**

Analista de Inversiones

*juan.vicencio@security.cl*

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviera actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.