

ENTORNO EXTERNO MENOS FAVORABLE PARA 2025

Resumen

- La elección de Donald Trump en la presidencia de EE.UU. -con la mayoría en el Senado y probablemente también en la Cámara- configura un nuevo panorama global, debido a la expectativa de políticas proteccionistas.
- Dentro de las principales consecuencias económicas prevemos un dólar que se mantendría fuerte a nivel global, junto con tasas de interés externas más altas que lo previsto.
- Condiciones financieras externas menos favorables junto con una caída de los términos de intercambio tienen un efecto directo en nuestra proyección para la variación del PIB, que pasó desde 2% a 1,8%.
- Un tipo de cambio fluctuando en torno a \$ 950 en los próximos meses seguiría generando presiones inflacionarias en el corto plazo.
- Nuestras proyecciones para el mediano plazo apuntan a un tipo de cambio rumbo a \$900 al cierre de 2025.
- La inflación convergería algo más lento hacia la meta de 3%, finalizando 2025 en 3,5%, algo por sobre lo implícito en los precios de mercado.
- El Banco Central esperaría un par de meses antes de continuar con los recortes de la TPM.
- Seguimos previendo que la TPM se ubicaría en 4,5% a mediados de año, en la parte alta del rango neutral, aunque algo por debajo del 4,75% implícito en los precios de mercado.

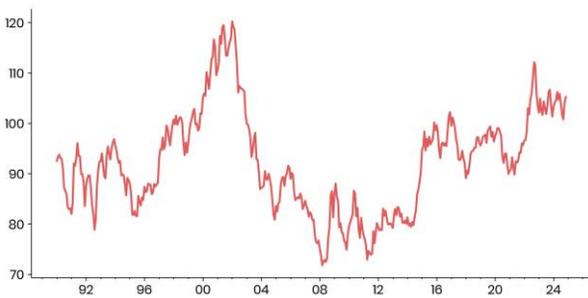
César Guzmán B.
GERENTE MACROECONOMÍA
cesar.guzman@security.cl

La semana pasada, se llevaron a cabo las elecciones en EE.UU. en las cuales el partido republicano obtuvo una amplia mayoría, con Donald Trump en la presidencia, pero además con la mayoría en el Senado y muy probablemente también en la Cámara de Representantes.

Una de las principales consecuencias económicas del reciente triunfo de Donald Trump es un dólar que se mantendría fuerte por más tiempo del previsto. Ello por cuanto las políticas anunciadas en la campaña tienen como consecuencia un mayor proteccionismo vía aumento de aranceles, con el consiguiente menor comercio global, lo que se traduce en una ganancia relativa de EE.UU. frente al resto del mundo.

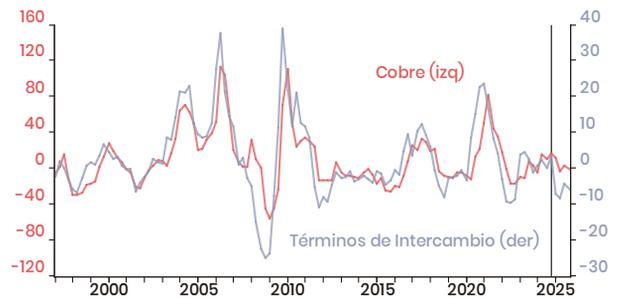
De hecho, desde inicios de octubre el mercado comenzó a internalizar este escenario y el dólar se fortaleció cerca de 5% medido a través del índice DXY (gráfico 1). Más allá de las primeras reacciones de la semana pasada, **lo que prevemos para 2025 es que el dólar se mantenga fluctuando en torno a los niveles actuales, frente a la depreciación que preveíamos.**

GRÁFICO 1: DÓLAR A NIVEL GLOBAL
(índice DXY)



Fuente: Bloomberg, Banco Central y Estudios Security.

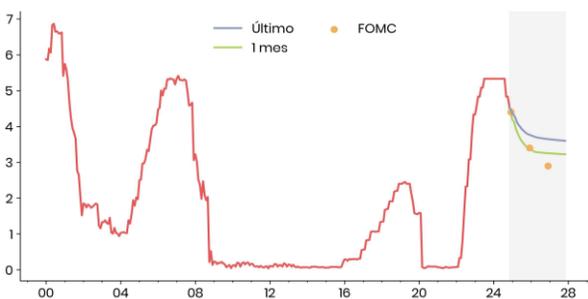
GRÁFICO 2: TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y COBRE
(Var % interanual)



Ello es consistente con precios de materias primas que se ubicarían entre 5% y 10% por debajo de lo anticipado previamente. En particular, para el cobre, pronosticamos un precio de US\$ 4,25 la libra, frente al US\$ 4,5 previo, lo que implica una mantención en torno a los niveles actuales. Lo anterior, a su vez, tiene un efecto directo en la proyección de términos de intercambio debido a la elevada correlación entre ambas variables (gráfico 2).

Una segunda consecuencia es la expectativa respecto a que la inflación en EE.UU. sería más alta, ya sea por un mayor dinamismo de la actividad como por el aumento esperado de los aranceles. De hecho, ya en la reunión de noviembre de la Fed -en la cual bajó 25pb la tasa de interés hasta 4,75%- el mensaje de la autoridad monetaria fue de una mayor cautela y de una mayor dependencia de los datos. Al respecto cabe señalar que la propia Fed tiene una tasa neutral estimada de 2,9%, mientras que en el mercado la tasa implícita terminal se ha estacionado casi 100pb por arriba de ese nivel en 3,75% (gráfico 3). A nuestro juicio, el principal efecto se daría en las tasas largas, las que se ubicarían por sobre los niveles previstos con anterioridad, principalmente por un aumento en la prima por plazo (gráfico 4), ante la expectativa de un mayor déficit fiscal, el cual actualmente se ubica cerca de 7% del PIB, nivel elevado (gráfico 4).

GRÁFICO 3: EE.UU.: TPM EFECTIVA Y ESPERADA
(%)



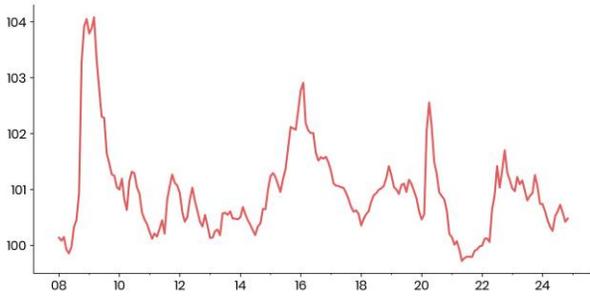
Fuente: Bloomberg, Banco Central y Estudios Security.

GRÁFICO 4: EE.UU.: PREMIO POR PLAZO TASA 10 AÑOS (%)



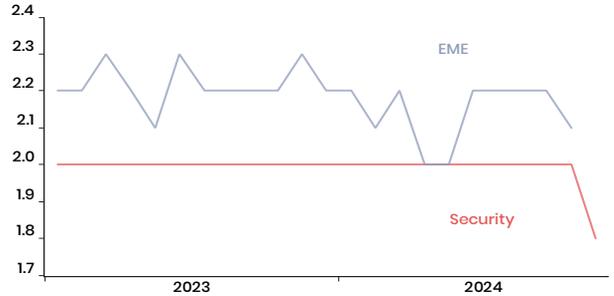
En definitiva, las perspectivas para el panorama externo son menos favorables que lo previsto hace unos meses, con efectos importantes a nivel local. En primer lugar, condiciones financieras externas más restrictivas –dólar fuerte, mayores tasas de interés– (gráfico 5), junto con una caída de los términos de intercambio tienen un efecto directo en **nuestra proyección de crecimiento del PIB en 2025, la que pasó desde 2% a 1,8%, por debajo del 2,1% del consenso** acorde a la Encuesta Mensual de Expectativas de octubre (gráfico 6). Más aún, considerando que la demanda interna ha estado muy débil –tanto por el consumo como por la inversión– y si bien esperamos una mejora, esta se daría más hacia el segundo semestre de 2025.

GRÁFICO 5: CONDICIONES FINANCIERAS EXTERNAS
(Índice)



Fuente: Banco Central, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: EXPECTATIVA PARA EL PIB
(Variación anual, %)



Por su parte, **un tipo de cambio que podría quedarse en estos niveles por un tiempo prolongado.** Con un dólar que se mantiene fuerte a nivel global, la paridad peso dólar también se mantendría estable por algunos meses. A mediano plazo, el peso debería tomar una tendencia a la apreciación, debido a que el desequilibrio de tipo de cambio real sigue siendo muy elevado, cercano a 8% acorde a nuestras estimaciones. Nuestras proyecciones consideran que dicho desequilibrio se cerraría a la mitad durante 2025 (hasta 4%), lo que es consistente con un tipo de cambio rumbo a \$900 al cierre de 2025 (gráfico 7).

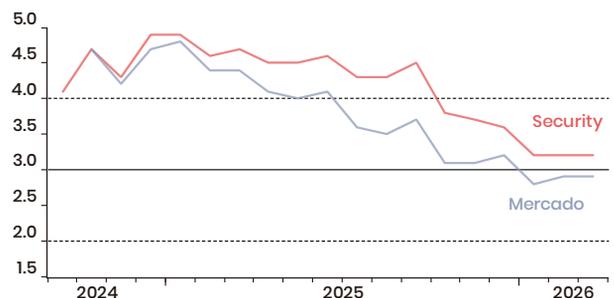
Un tipo de cambio fluctuando en torno a \$950 en los próximos meses seguiría generando presiones inflacionarias en el corto plazo. Ello se daría principalmente a través del segmento transable de la canasta, en línea con lo observado en los últimos meses. Así, nuestros cálculos apuntan a una mantención sobre 4% de este segmento durante gran parte del próximo año. Con ello, **proyectamos que la inflación convergería algo más lento hacia la meta de 3%, finalizando 2025 en 3,5%, algo por sobre lo implícito en los precios de mercado (gráfico 8).**

GRÁFICO 7: TIPO DE CAMBIO REAL
(índice 1986=1)



Fuente: Banco Central, ICAP, INE, y Estudios Security.

GRÁFICO 8: EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(var % interanual)



En este contexto de una inflación más persistente, **el Banco Central esperaría un par de meses antes de continuar con los recortes de la TPM.** Más aún con la expectativa respecto a que la Reserva Federal también podría ir más lento, acorde al mensaje más data dependiente de la reunión de noviembre. Así, para la reunión del 17 de diciembre prevemos que las opciones serían bajar 25pb o mantener, y que el ente rector se inclinaría por esta última alternativa. **Con todo, seguimos previendo que la TPM se ubicaría en 4,5% a mediados de año, en la parte alta del rango neutral. Los precios de mercado tienen implícito un recorte de 25pb en la reunión de diciembre, pero con una tasa terminal de 4,75%** (gráfico 9).

En este escenario, las tasas nominales de corto plazo de mercado podrían subir marginalmente, mientras que las tasas reajustables se mantendrían estables, debido al aumento esperado en la inflación de corto plazo algo mayor a lo implícito en los precios de mercado.

Para la parte larga de la curva, seguimos considerando que las presiones son al alza por el elevado nivel de deuda pública (gráfico 10), a lo que se suma el aumento previsto en el premio por plazo en EE.UU. y su implicancia positiva en el premio por plazo local.

GRÁFICO 9: CORREDOR DE TPM (%)

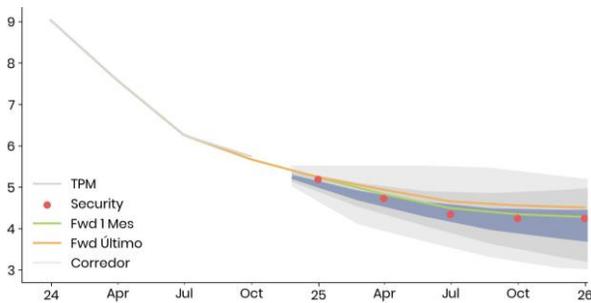
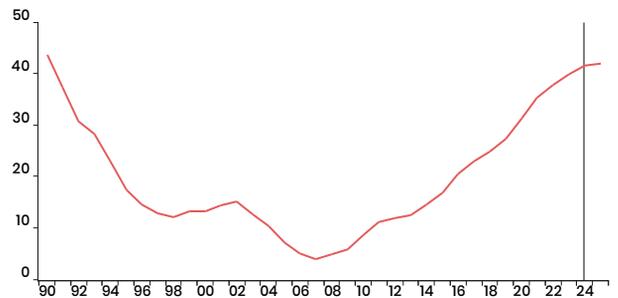


GRÁFICO 10: DEUDA FISCAL (% PIB)



Fuente: Banco Central, Dipres, Bloomberg y Estudios Security.

ANEXO ESTADÍSTICO

Indicadores CHILE	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024°	2025°
PIB (Var %)	4.0	0.6	-6.1	11.3	2.1	0.2	2.5	1.8
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	8.7	8.7	9.0
IPC dic-dic (%)	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	4.9	3.5
IPC Sin Volátiles dic-dic (%)	2.3	2.5	3.1	5.3	10.0	4.7	4.2	3.3
TPM (fdp,%, en \$)	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	8.3	5.3	4.5
BTP-2 base 365d (fdp, % en \$)	3.7	2.0	0.5	5.7	7.0	6.2	5.0	4.7
BTU-2 base 365d (fdp, % en UF)	1.2	-0.5	-2.3	0.7	3.2	3.1	1.9	1.6
BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	5.5	5.8	6.0
BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.4	2.4	2.6
Tipo de Cambio (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	885	950	900
Indicadores GLOBALES	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024°	2025°
Crecimiento Mundial (PPP, %)	3.6	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.3	3.2	3.1
Cobre (US\$/Libra, fdp)	296	272	280	423	380	381	430	425
Precio Petróleo WTI (US\$ p/b, prom)	65	57	39	68	94	78	76	74
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.5	3.5
Bono del Tesoro EEUU-10 (fdp, %)	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	4.4	4.3
Euro (fdp, US\$)	1.14	1.11	1.22	1.13	1.06	1.09	1.07	1.09
Yen (fdp, ¥/US\$)	112	109	104	114	135	144	155	150

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

Juan Manuel Mira

Analista de Inversiones

juanmanuel.mira@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web 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.