

## MACRO CHILE: BANCO CENTRAL EN PAUSA PROLONGADA

### Resumen

- La actividad económica está creciendo en torno a la tendencia de 2%, sin brechas de capacidad, desempeño que continuaría en los próximos trimestres, similar a las expectativas del consenso.
- Durante el primer trimestre del año, es probable que el tipo de cambio se mantenga dentro del rango de \$980-\$1000, generando presiones inflacionarias de corto plazo que llevarían la inflación a finalizar 2025 en torno a 4%, por sobre el 3,5% que preveíamos hace algunos meses.
- Estimamos que hacia fines de 2025 el tipo de cambio podría apreciarse hasta los \$950 en un escenario de mayor optimismo interno.
- En este contexto de inflación más persistente, consideramos que el Banco Central optaría por hacer una pausa en la RPM de enero, manteniendo la TPM en 5%, y prolongaría esta postura durante la primera mitad del año.
- Además, esto se vería influenciado por la expectativa de que la Reserva Federal modere el ritmo de sus recortes de tasas.
- Seguimos proyectando que la TPM se ubicará en 4,5% hacia finales del 2025. Por su parte, los precios de mercado también anticipan una pausa para la reunión de enero, aunque con una tasa terminal estimada en 5,25%.

*Felipe Jaque S.*  
ECONOMISTA JEFE  
[felipe.jaque@security.cl](mailto:felipe.jaque@security.cl)

*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)

**La economía de Estados Unidos continúa mostrando signos de resiliencia, impulsada principalmente por el dinamismo del sector servicios y por un mercado laboral que ha superado las expectativas.** En las últimas semanas, las cifras de empleo reflejaron una sólida creación de puestos de trabajo y una disminución de la tasa de desempleo. Esta combinación sugiere que, al cierre de 2024, la actividad económica habría crecido incluso cerca de 3% anual, por encima de expectativas más conservadoras de 2%. Hacia adelante, el consenso anticipa un crecimiento cercano al 2,2% para el 2025.

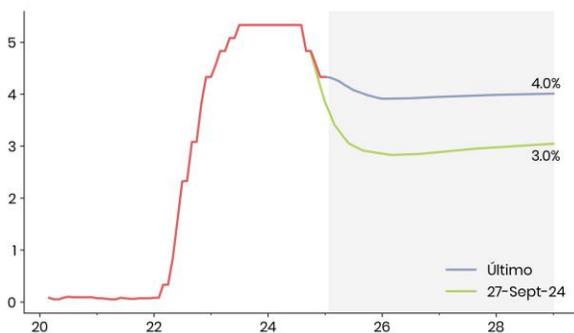
Los datos de precios de diciembre fueron positivos: tanto la inflación subyacente como la de productores mostraron sorpresas a la baja, generando cierto alivio en los mercados.

**Así, la Reserva Federal enfrenta un escenario de datos económicos sólidos, pero con señales inflacionarias que no se han disipado por completo,** por lo que se mantiene la expectativa de que la Fed mantenga una postura de cautela en las próximas reuniones (gráfico 1).

Por otro lado, el inicio del nuevo gobierno de Donald Trump ha transcurrido con menor volatilidad de la que se temía. El mercado ha valorado la ausencia de medidas más agresivas en materia comercial, en especial frente a China. Aun así, persisten interrogantes sobre la dirección de las políticas monetaria y fiscal en el mediano plazo, y el potencial impacto que estas podrían tener en la inflación y en la dinámica del comercio global.

**En este sentido, destaca la discrepancia que se ha dado en el movimiento de las tasas de corto y mediano plazo en EE.UU., luego de los recortes iniciados por la Reserva Federal en septiembre.** Estas han aumentado en torno a 75-100 puntos base a los distintos plazos, algo que contrasta con las disminuciones que históricamente han mostrado las curvas una vez que la Reserva Federal relaja las condiciones monetarias. **De hecho, la brecha entre la tasa de corto plazo a la que aterrizan las expectativas de mercado y la tasa neutral estimada en cerca de 3% alcanza niveles cercanos a 100 puntos base (gráfico 2).** Esto presiona no solo las tasas de corto y mediano plazo, sino que también las de largo plazo, a las que se suma una prima por plazo que se ubica en terreno positivo cercano a 50 puntos base, algo que no ocurría desde hace varios años. Así, una parte de la discrepancia viene de una apuesta por la postura de política monetaria, mientras que otra porción viene de mayor incertidumbre.

GRÁFICO 1: FED FUNDS (%)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 2: TASAS (%)



Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

Si revisamos el contraste que además se da entre EE.UU. y otras economías desarrolladas como Europa y emergentes de relevancia como China, vemos que **la variable que se ha llevado parte importante del ajuste ha sido el dólar global, el que acumula un 8% de apreciación desde octubre del año pasado (gráfico 3)**. En particular, el euro ha mostrado un comportamiento altamente correlacionado con estos diferenciales de tasas.

Lo anterior es clave para el comportamiento de las tasas de interés y tipos de cambio en mercados emergentes, donde ponemos foco en América Latina. Destaca Brasil, que suma alza de tasas y un incremento cercano a 150 puntos base en las tasas de aterrizaje a largo plazo, seguido de Chile con un incremento de 120 puntos base, y México con ajustes bajo los 100 puntos base. **Si bien este movimiento debiera haber amortiguado las dinámicas de tipo de cambio en estas economías, se observa un castigo relevante en nuestras monedas (gráfico 4)**.

**China, por su parte, reportó un crecimiento oficial cercano al 5% anual, superando ligeras expectativas de desaceleración.** Mirando hacia 2025, persisten desafíos que podrían afectar su desempeño, tales como la volatilidad en el comercio internacional y la evolución de la demanda interna.

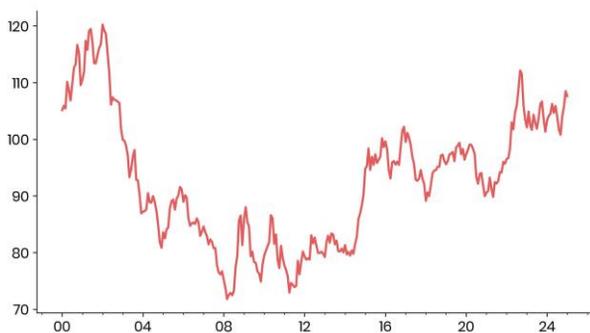
En conjunto, el escenario externo muestra una economía global que aún mantiene cierto dinamismo, liderada por la fortaleza de Estados Unidos y la relativa estabilidad del crecimiento chino. No obstante, los desafíos en materia de inflación, las incertidumbres políticas y los cambios en las políticas monetarias señalan la necesidad de cautela, con un foco especial en la evolución de los próximos datos macroeconómicos y en las decisiones de los principales bancos centrales.

**La actividad económica a nivel local lleva un par de trimestres creciendo en torno a 2%, el cual es considerado como el de tendencia.** A pesar del entorno externo menos favorable, se proyecta que este ritmo se mantenga en el mediano plazo, sosteniendo la dinámica de la economía local.

En este contexto, se anticipa que la moderación de las presiones inflacionarias y las reducciones sucesivas de la TPM durante 2024 continúen generando condiciones financieras más favorables impulsando así el consumo privado, el cual se espera que muestre una mejora gradual a medida que avance el año.

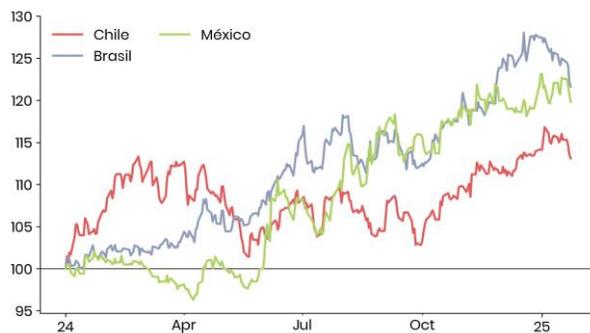
Con todo, se estima que la actividad económica local mantenga un crecimiento en torno a su potencial, siempre y cuando no se materialicen riesgos adicionales, como un deterioro más pronunciado de las condiciones financieras globales o una intensificación de las tensiones geopolíticas. **De mantenerse las proyecciones actuales, la economía transitaría hacia crecimiento del PIB de un 1,8% en 2025.**

GRÁFICO 3: DÓLAR A NIVEL GLOBAL  
(ÍNDICE DXY)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 4: TIPO DE CAMBIO NOMINAL  
(ÍNDICE, ENE. 24=100)



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Un factor de riesgo relevante es la reciente depreciación del tipo de cambio, impulsada por un dólar fortalecido en un contexto de mayores tensiones tanto externas como internas. Se prevé que el tipo de cambio se mantenga en un nivel elevado por un tiempo, lo cual aumenta la incertidumbre sobre la trayectoria inflacionaria y la estabilidad financiera. Según nuestras estimaciones, un shock de depreciación de 5% en el tipo de cambio genera un aumento de la inflación anual en 60 pb.

**Con este panorama, estimamos que hacia fines de 2025 el tipo de cambio podría apreciarse hasta los \$950, contribuyendo a cerrar parcialmente la brecha del tipo de cambio real, la cual calculamos en torno al 5% (gráfico 5).** Dicho cálculo da cuenta de un desvío versus los fundamentales mayor a 10% cuando se consideran datos previos a octubre de 2019. Sin embargo, al incorporar datos posteriores al 2023, la brecha disminuye a la mitad y además los términos de intercambio pierden relevancia en la estimación.

**Durante el primer trimestre del año, es probable que la paridad se mantenga dentro del rango de \$980-\$1000, generando presiones inflacionarias de corto plazo que llevarían la inflación a finalizar 2025 en torno a 4%, por sobre el 3,5% que preveíamos hace algunos meses.**

Mirando hacia la segunda mitad del año, se anticipa una potencial apreciación de la moneda local ante un mayor optimismo interno ligado al desarrollo del proceso electoral. **Sin embargo, en un contexto de inflación más persistente, consideramos que el Banco Central optaría por mantener una pausa en la reunión del 28 de enero y prolongaría esta postura durante la primera mitad del año. Esto, además, estaría influenciado por la expectativa de que la Reserva Federal modere el ritmo de sus recortes de tasas.**

Adicionalmente, es probable que se configure un escenario macroeconómico que mantenga las tasas de interés planas durante gran parte de 2025. No obstante, no se descartan alzas si las condiciones económicas lo requieren, especialmente en escenarios de aumento de la inflación o presiones externas adversas.

Para que se concreten los recortes de tasas durante el año, es necesario que se den ciertos ajustes a nivel externo. En particular, se requiere un debilitamiento del dólar global o una postura más moderada de parte del gobierno de Donald Trump. Estas condiciones contribuirían a reducir la presión sobre el tipo de cambio, permitiendo un escenario adecuado para implementar los recortes de tasa mencionados.

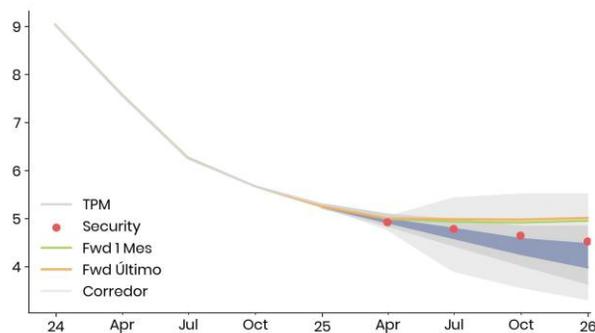
**En este contexto, seguimos proyectando que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se ubicará en 4,5% hacia finales del 2025, un nivel que se considera en la parte alta del rango de la tasa neutral (gráfico 6).** Por su parte, los precios de mercado también anticipan una pausa para la reunión de enero, aunque con una tasa terminal estimada en 5,25%, es decir, por sobre el nivel actual de 5%.

GRÁFICO 5: MODELO DE TIPO CAMBIO REAL



Fuente: BCCh, Bloomberg, INE y Estudios Security.

GRÁFICO 6: CORREDOR DE TPM (%)



Fuente: BCCh, Bloomberg y Estudios Security.

**ANEXO ESTADÍSTICO**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 <sup>e</sup>	2026 <sup>e</sup>
<b>Indicadores Externos Relevantes</b>								
Crecimiento Mundial PPP (%)	2,9	-2,7	6,6	3,6	3,3	3,2	3,1	3,1
Crecimiento Socios Comerciales (%)	2,9	-2,0	6,8	3,0	3,4	3,2	2,9	2,8
Cobre (US\$/Libra, fdp)	275	352	433	380	381	405	425	435
Petróleo WTI (US\$ p/b, prom)	57	39	68	94	78	76	75	77
Términos de Intercambio (2018=100)	98,2	108,2	120,8	112,6	115,3	119,1	122,1	121,5
Términos de Intercambio (var %)	-1,8	10,1	11,7	-6,8	2,4	3,3	2,5	-0,5
Tasa de Fondos Federales (fdp, %)	1,8	0,3	0,3	4,5	5,5	4,5	4,0	3,0
Bono del Tesoro EE.UU 10 años (fdp, %)	1,9	0,9	1,5	3,6	4,0	4,3	4,5	4,3
TIPS EE.UU 10 años (fdp, %)	0,1	-1,0	-1,0	1,4	1,8	2,1	2,3	2,1
Riesgo Soberano Latam, EMBI (fdp, %)	357	395	410	493	442	521	475	450
Riesgo Corporativo Latam, CEMBI (fdp, %)	341	351	359	422	384	331	350	350
Euro (fdp, US\$)	1,11	1,22	1,13	1,06	1,09	1,05	1,08	1,10
Yen (fdp, ¥/US\$)	109	104	114	135	144	153	150	147
<b>Indicadores de Actividad</b>								
PIB (Var %)	0,6	-6,1	11,3	2,1	0,2	2,2	1,8	2,5
PIB No Minero (Var %)	1,1	-6,8	13,4	3,4	0,3	-0,4	1,9	2,6
Gasto Interno (Var %)	0,8	-9,4	21,3	2,3	-4,2	0,8	2,2	2,5
Consumo Privado	0,7	-7,4	21,0	1,6	-5,2	1,1	1,6	2,0
Inversión en Capital Fijo	4,5	-10,8	16,0	3,9	-1,1	-1,5	5,3	4,5
Exportaciones (Var real %)	-2,5	-0,9	-1,5	0,8	-0,3	7,2	3,0	5,5
Importaciones (Var real %)	-1,7	-12,3	31,9	1,5	-12,0	2,4	5,7	5,5
<b>Crecimiento Sectorial (%)</b>								
Agropecuario -silvícola	-1,0	0,7	3,7	-0,8	-1,8	0,6	0,5	2,0
Minería	-4,5	0,8	-4,5	-6,4	-0,3	4,8	0,8	1,5
Industria	-1,8	-2,2	5,7	-4,2	1,9	1,5	2,8	2,0
Electricidad, gas y agua	0,7	-0,3	0,6	9,8	17,8	9,8	3,0	3,0
Construcción	4,5	-11,6	5,7	2,2	-0,2	0,6	1,1	1,0
Comercio, restaurantes y hoteles	-0,3	-10,6	23,9	-1,1	-2,5	2,8	1,4	2,5
Servicios Financieros y Empresariales	4,9	-1,7	11,4	5,5	0,5	-1,2	-0,5	3,0
<b>Mercado Laboral</b>								
Tasa de Desempleo (prom %)	7,2	10,7	8,8	7,9	8,7	8,6	8,9	8,8
Crecimiento del Empleo (%)	2,1	-12,3	5,5	6,7	2,4	2,6	1,5	2,0
Crecimiento de la Fuerza de Trabajo (%)	2,0	-8,9	3,4	5,6	3,3	2,5	1,9	1,8
<b>Finanzas Públicas</b>								
Balance Gobierno (% del PIB)	-2,9	-7,3	-7,7	1,1	-2,4	-3,0	-2,5	-2,0
<b>Precios</b>								
IPC dic-dic (%)	3,0	3,0	7,2	12,8	3,9	4,5	4,0	3,0
IPC sin Volátiles dic-dic (%)	2,5	3,1	5,3	10,0	4,7	4,3	3,0	3,0
<b>Tasas de Interés</b>								
Tasa Política Monetaria, TPM (fdp, %, en \$)	1,8	0,5	4,0	11,3	8,3	5,0	4,5	4,5
BTU-2 base 365d (fdp, % en UF)	-0,5	-2,3	0,7	3,2	3,1	2,0	1,6	1,6
BTP-2 base 365d (fdp, % en \$)	2,0	0,5	5,7	7,0	6,2	5,0	4,7	4,7
BTU-5 base 365d (fdp, % en UF)	0,1	-1,0	2,0	1,9	2,5	2,3	2,2	2,2
BTP-5 base 365d (fdp, % en \$)	2,9	1,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)	0,5	-0,1	2,3	1,7	2,4	2,3	2,6	2,6
BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)	3,3	2,7	5,7	5,3	5,5	5,7	6,0	6,0
<b>Tipo de Cambio</b>								
T.de Cambio Observado (fdp, \$/US\$)	745	711	850	860	885	992	950	930

# 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](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.