

MACRO CHILE: PANORAMA INTERNO SE AFIANZA, PERO AUMENTA INCERTIDUMBRE GLOBAL

Resumen

- El panorama externo que está enfrentando la economía chilena es menos favorable que lo previsto hace algunos meses.
- La actividad económica está creciendo en torno a la tendencia de 2%, sin brechas de capacidad, desempeño que continuaría en los próximos trimestres, levemente por debajo de las expectativas del consenso.
- Estimamos una mantención del tipo de cambio en torno a los \$950 hasta fines de 2025, con fuerza contrapuestas, al alza desde el frente externo, a la baja por el escenario interno.
- La inflación cerraría el año en 4%, aunque con moderación de los indicadores subyacentes.
- El Banco Central mantendría el sesgo neutral al menos hasta el próximo IPoM de junio, aunque recortaría la TPM durante el segundo semestre hasta 4,5%, en la parte alta del rango neutral.
- Esto se vería influenciado por la expectativa de que la Reserva Federal también retome los recortes de tasas.
- Por su parte, los precios de mercado anticipan una pausa para lo que queda del año, y una tasa terminal estimada en 4,75%.

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

Marcela Calisto H.
ECONOMISTA
marcela.calisto@security.cl

En los últimos meses se ha ido afianzando la visión respecto a que la economía de EE.UU. está desacelerando el ritmo de crecimiento. Y si bien esto se venía esperando hace bastante tiempo, ahora pareciera estar materializándose con mayor fuerza. De hecho, estimaciones preliminares para el primer trimestre muestran correcciones importantes a la baja, como es el caso de la Fed de Atlanta y su *GDPNow*, que pasó desde un alza de 4% a principios de febrero a una caída de -1,7% en abril, en su versión ajustada. Y si bien hay algunas explicaciones por parte de la misma Fed de Atlanta que hay efectos puntuales, lo cierto es que, si el PIB termina mostrando un crecimiento más cercano a cero, sería bastante menor que el 3% promedio de los últimos dos años y medio, y que llevaría al PIB del año a un alza más cercana a 1,5%, por debajo del 2% que tiene el consenso.

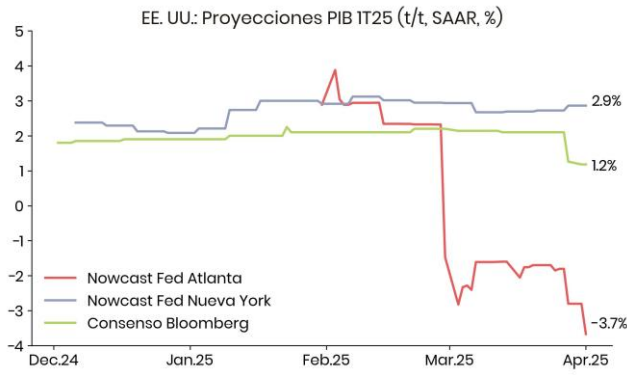
Esto apoyaría la visión respecto a que **las presiones inflacionarias estarían más controladas a mediano plazo**, ya que a corto plazo las expectativas siguen apuntando a registros elevados, probablemente asociados al incremento de los aranceles que tendrían un efecto al alza por una vez. De hecho, las encuestas de inflación a consumidores subieron en el último registro y el indicador de inflación subyacente del consumo (PCE) sorprendió al alza.

Pero al parecer **en el mercado está primando la desaceleración de la actividad, ya que los precios anticipan tres recortes de tasas por parte de la Fed este año**, y una tasa terminal por debajo de 4%, contrastando lo que había solo unas semanas atrás de un solo recorte y una tasa terminal arriba de 4%.

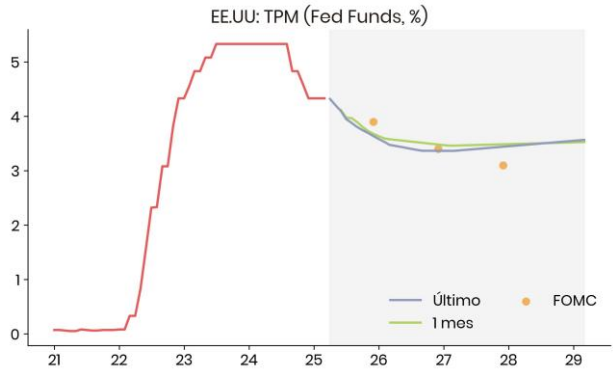
Este panorama se está desarrollando en un contexto de **elevada incertidumbre en torno a la política comercial de EE.UU.**, liderada por Trump. Si bien a inicio de año se pensó que las políticas serían más moderadas, en las últimas semanas el anuncio de la entrada en vigencia de más aranceles volvió a tensionar los mercados. Así lo refleja la caída en las bolsas el repunte en el dólar a nivel global.

Adicionalmente, existen dudas respecto a que si EE.UU. se desacelera el resto del mundo va a transitar sin mayores sobresaltos, como está implícito en los mercados hoy en día. Nuestra visión es menos optimista en este punto, ya que una desaceleración de la economía de EE.UU. afectará al resto del mundo, principalmente a las economías emergentes.

En definitiva, el panorama externo que está enfrentando la economía chilena está siendo menos favorable que lo previsto hace algunos meses.



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal de Atlanta, Reserva Federal de Nueva York y Estudios Security.



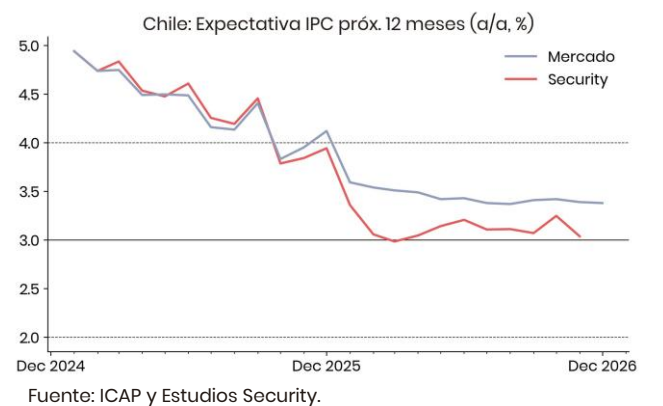
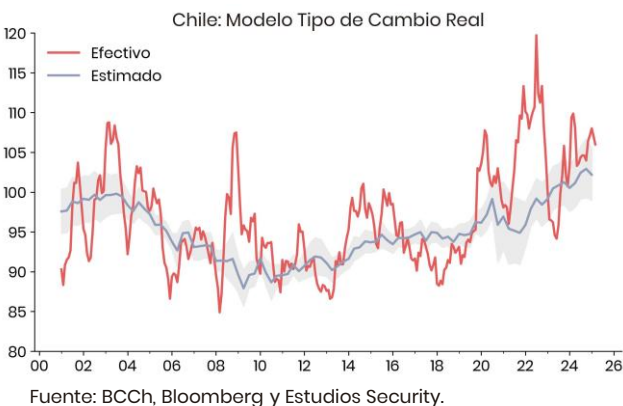
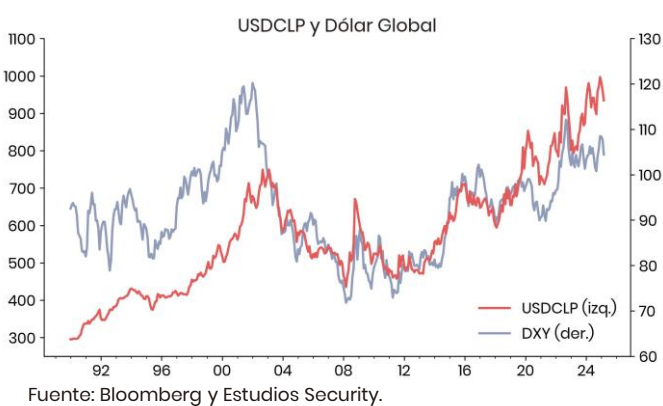
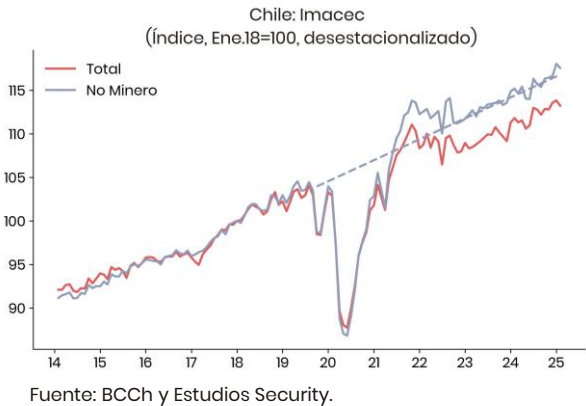
Fuente: Reserva Federal y Estudios Security.

A nivel local, recientemente se conoció el Imacec de febrero que mostró una contracción de -0,1% interanual, muy influenciado porque el 2024 fue año bisiesto. No obstante, **las cifras corregidas de estacionalidad y efectos calendario mostraron que la economía (excluyendo la minería) sigue creciendo en torno al nivel de tendencia**, como lo ha venido haciendo hace varios trimestres. A pesar del entorno externo menos favorable, se proyecta que este ritmo se mantenga en el mediano plazo, **apoyado por una mejora en la demanda interna**, la que a su vez respondería a condiciones financieras locales más favorables -debido a las bajas de la TPM durante 2024- que apoyarían la mejora en el consumo privado y a la expectativa de una agenda programática más pro crecimiento que sustentaría la recuperación de la inversión.

De esta forma, ratificamos la visión respecto a que la actividad económica local mantendría 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 esta forma, proyectamos un crecimiento del PIB de 2% en 2025.**

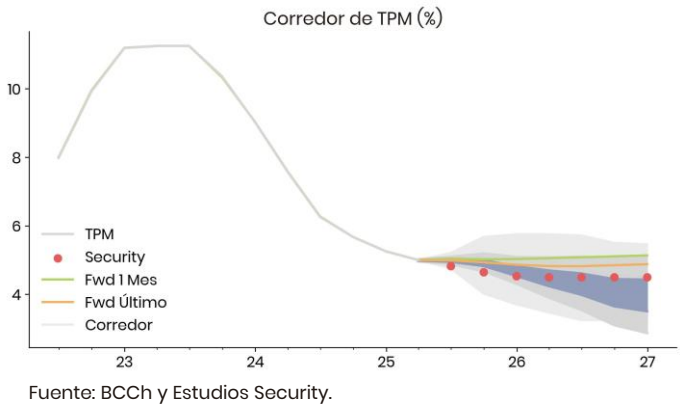
Una variable que refleja bien el nivel de tensión en los mercados financieros es el dólar a nivel global, y la contrapartida en el peso a nivel local. Y si bien el peso se apreció desde los elevados registros de inicio de año, se ha quedado más cerca de \$950, nivel que a nuestro juicio refleja un panorama global complejo, y que se podría mantener hasta fin de año. Además, no muestra grandes desvíos en Tipo de Cambio Real como lo fue en 2024. **En definitiva, el sesgo para el tipo de cambio es neutral ante fuerzas contrapuestas: al alza ante las mayores tensiones globales y a la baja de darse un panorama electoral más favorable para los mercados.**

En materia inflacionaria, la depreciación del peso durante 2024 fue un factor relevante detrás de los mayores registros de IPC de ese año, ya que las presiones de demanda estaban contenidas ante la debilidad del consumo privado. Con todo, los registros de inflación subyacente desestacionalizados, se han moderado, y la apreciación reciente del peso desde niveles sobre \$1.000 a \$950, ayudaría a que en los próximos meses sigan siendo contenidos. Así, **la inflación está encaminada a finalizar el año en 4%, para converger a la meta en la primera parte de 2026.**



En este contexto, el Banco Central mantendría el sesgo neutral al menos hasta el próximo IPoM de junio. Con todo, **seguimos previendo que la entidad decretaría dos recortes adicionales en la Tasa de Política Monetaria (TPM) durante el segundo semestre.** El cambio en el mensaje del ente rector se daría ante la materialización de registros inflacionarios subyacentes más bajos, la mantención de una brecha de capacidad en los niveles actuales (prácticamente cerrada), la visión respecto a que la TPM neutral es más baja que el nivel actual y la ratificación respecto a que la Fed seguiría normalizando la tasa de referencia.

En este contexto, **seguimos proyectando que la 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.** Por su parte, los precios de mercado -que hasta hace algunas semanas preveían alzas en la TPM- anticipan una pausa para el resto del año, y una tasa terminal estimada en 4,75%.



ANEXO ESTADÍSTICO

<i>Indicadores CHILE</i>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 ^e	2026 ^e
PIB (Var %)	4.0	0.6	-6.1	11.3	2.2	0.5	2.6	2.0	2.5
Tasa de Desempleo (prom %)	7.4	7.2	10.7	8.8	7.9	8.7	8.5	8.8	8.6
IPC dic-dic (%)	2.6	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	4.5	4.0	3.0
IPC Sin Volátiles dic-dic (%)	2.3	2.5	3.1	5.3	10.0	4.7	4.3	3.2	3.0
TPM (fdp,%, en \$)	2.8	1.8	0.5	4.0	11.3	8.3	5.0	4.5	4.5
BTP-2 base 365d (fdp, % en \$)	3.7	2.0	0.5	5.7	7.0	6.2	5.0	4.7	4.7
BTU-2 base 365d (fdp, % en UF)	1.2	-0.5	-2.3	0.7	3.2	3.1	2.0	1.7	1.7
BTP-10 base 365d (fdp, % en \$)	4.3	3.3	2.7	5.7	5.3	5.5	5.8	5.9	5.9
BTU-10 base 365d (fdp, % en UF)	1.6	0.5	-0.1	2.3	1.7	2.4	2.4	2.6	2.6
Tipo de Cambio (fdp, \$/US\$)	696	745	711	850	860	885	992	950	930
<i>Indicadores GLOBALES</i>	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 ^e	2026 ^e
Crecimiento Mundial (PPP, %)	3.6	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.3	3.2	3.0	3.1
Cobre (US\$/Libra, fdp)	296	272	280	423	380	381	405	425	435
Precio Petróleo WTI (US\$ p/b, prom)	65	57	39	68	94	78	76	72	73
Tasa de Fondos Federales (fdp,%)	2.5	1.8	0.3	0.3	4.5	5.5	4.5	4.0	3.3
Bono del Tesoro EEUU-10 (fdp, %)	2.8	1.9	0.9	1.5	3.6	4.0	4.3	4.3	4.3
Euro (fdp, US\$)	1.14	1.11	1.22	1.13	1.06	1.09	1.05	1.08	1.10
Yen (fdp, ¥/US\$)	112	109	104	114	135	144	153	150	147

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 mantuviere 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.