Informe Mensual de Economía

NOVIEMBRE 2025

INVERSIONES security de BICE

RESUMEN DEL MES

- En el escenario económico internacional las expectativas de crecimiento continúan corrigiéndose al alza ante un impacto más acotado que el estimado de las políticas comerciales adversas. Además, la Reserva Federal de EE.UU. retomó su proceso de normalización de tasas, mejorando las condiciones financieras globales.
- Mientras, este año la economía local alcanzaría un crecimiento que se ubicaría levemente sobre la tendencia, con un avance de 2,3% del PIB. Por su parte, de no haber cambios sustanciales en factores relevantes, como un nuevo contexto político que priorice la recuperación en el dinamismo económico, veríamos un crecimiento en 2026 en torno a la tendencia de 2,0%.
- Las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas muestran una mejora en el mercado laboral si consideramos el aumento en la cantidad de ocupados y la disminución de la tasa de desempleo en los últimos doces meses. Sin embargo, al contrastar con las cifras administrativas, el panorama luce menos prometedor, pues se evidencia que desde mediados de 2022 hasta la fecha, la generación de trabajos asalariados ha sido escasa.
- En este escenario, la inflación continúa acercándose a su meta de 3,0%. En particular, en octubre la inflación sorprendió a la baja, registrando un cambio mensual nulo, mientras el registro que excluye los precios volátiles fue –0,1%, alejándose de las estimaciones del Banco Central de Chile. Con todo, estimamos que la inflación finalizaría este año en torno a 3,6%, y llegaría a la meta de 3,0% en los primeros meses de 2026.
- Ante lo anterior, el Banco Central de Chile contaría con más argumentos para implementar un nuevo recorte a su tasa de política monetaria en su reunión de diciembre, dejando atrás parte de la postura de cautela mostrada en las reuniones anteriores luego del último dato de inflación.
- En este contexto, el tipo de cambio se ha mantenido cercano a los niveles de los últimos meses, mostrando una sensibilidad menor a sus fundamentales considerando una visión más histórica.
- Finalmente, el escenario político apunta a un cambio en el control del gobierno y de las mayorías en el parlamento. La historia nos muestra que es difícil lograr cambios importantes sin lograr acuerdos, sin embargo, podemos imaginar distintos escenarios.

ESCENARIO ECONÓMICO INTERNACIONAL

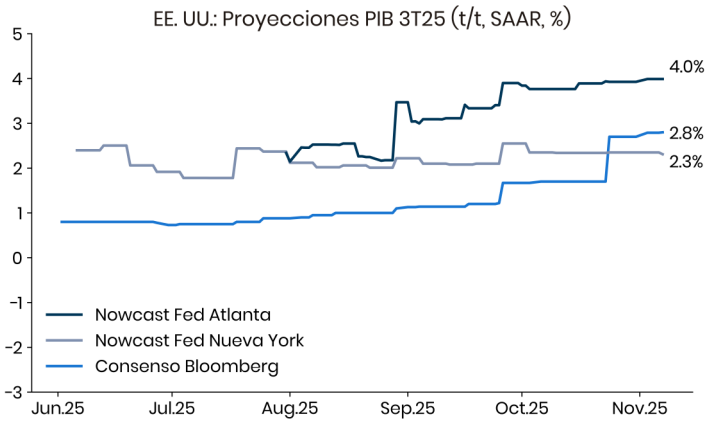
Las perspectivas para la economía global se mantienen favorables. En Estados Unidos las expectativas de crecimiento se han recuperado tras los mínimos registrados con primeros anuncios de aranceles. A medida que los efectos más adversos no se han materializado, los inversionistas han adoptado una visión más optimista respecto al impacto de corto plazo sobre la actividad.

En China, el crecimiento del tercer trimestre se moderó frente al primer semestre, aunque sorprendió levemente al alza. Se espera que las autoridades mantengan un nivel de estímulo suficiente para cumplir con la meta de expansión cercana al 5% en 2025 y un ritmo similar el próximo año.

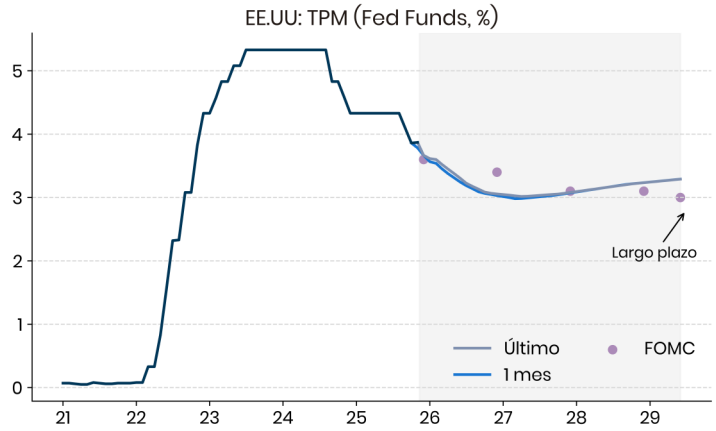
Pese a este ambiente favorable, la visibilidad sobre el desempeño económico de Estados Unidos se ha tornado más incierta ante el prolongado cierre del gobierno, que recién comienza a resolverse tras más de 40 días. Esto ha limitado la publicación de indicadores clave de actividad e inflación. En este contexto, los principales riesgos a la baja provienen de la persistente incertidumbre por la guerra comercial y de las señales de debilitamiento observadas recientemente en el mercado laboral.

Por su parte, las condiciones financieras globales continúan siendo expansivas. Los mercados accionarios mantienen retornos positivos, impulsados por las expectativas de mayores ganancias asociadas al auge de la inteligencia artificial y por resultados corporativos sólidos. Paralelamente, se han registrado caídas significativas en las tasas de interés y una apreciación moderada del dólar a nivel global.

El retroceso de las tasas responde, en buena medida, a una postura de política monetaria más expansiva por parte de la Reserva Federal de EE.UU. En sus dos últimas reuniones, la entidad recortó las tasas de interés de forma preventiva ante los riesgos a la baja en el mercado laboral. No obstante, en su encuentro más reciente moderó las expectativas de un nuevo recorte en diciembre, considerando que la inflación sigue sobre la meta y las presiones de costos observadas, además de la limitada visibilidad derivada del cierre del gobierno. A nuestro juicio, la Fed optaría por mantener la tasa en diciembre y reanudar los recortes el próximo año, llevándola hacia un nivel cercano a 3,5% hacia fines de 2026.



Fuente: Bloomberg, New York Fed, Atlanta Fed



Fuente: Bloomberg, FOMC

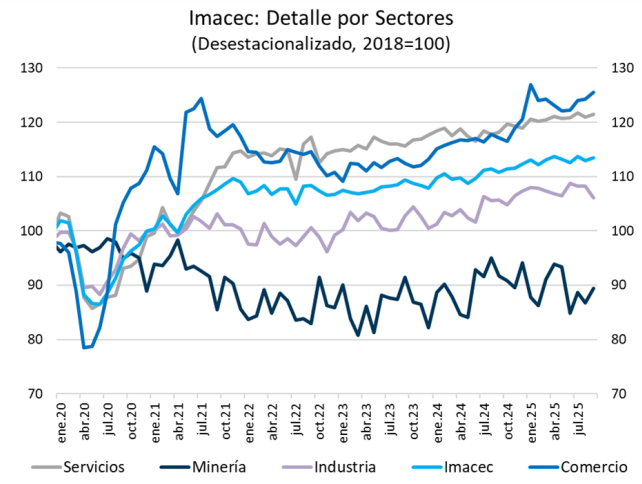
ESCENARIO ECONÓMICO NACIONAL

El índice de actividad económica mensual (Imacec) de septiembre registró un crecimiento anual de 3,2%, destacando frente a las cifras más débiles observadas en julio (1,8%) y agosto (0,5%). Las cifras de dicho mes fueron impulsadas por los servicios y el comercio, con lo que el Imacec No minero creció 3,8%. Además, este mes contó con dos días hábiles más que igual mes del año anterior.

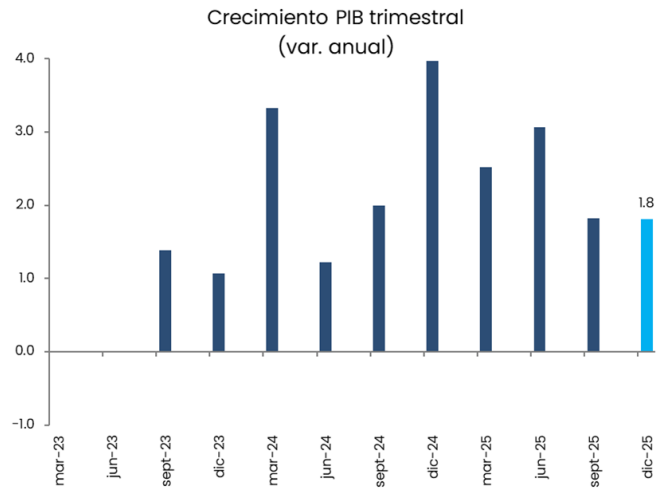
Por parte de los servicios, estos crecieron 3,3%, impulsados por la categoría de servicios empresariales, personales y de transporte. En el caso del comercio, este anotó un crecimiento de 10,8%, donde todos sus subcomponentes anotaron variaciones positivas, destacando las ventas mayoristas. Mientras, la producción de bienes como un todo anotó una variación de 0,5% en doce meses. Así, la caída de -2,2% de la minería fue compensada por una alza 4,0% de la manufactura. Sin embargo, al descontar el efecto calendario y la actividad minera se observa que el impulso a la economía permanece limitado, lo que se refleja en un crecimiento acotado.

Con todo, desde el panorama externo el impulso ha sido algo más favorable que lo previsto durante el primer semestre, impulsado por términos de intercambio que se han mantenido altos. En lo que va del año, el cobre permanece acumulando ganancias, mientras que el petróleo refleja caídas. Sin embargo, hacia adelante esperamos una corrección a la baja en los términos de intercambio, aunque continuarían dando impulso positivo a la economía.

En este contexto, la economía local sigue creciendo en torno al nivel de tendencia, como lo ha venido haciendo hace varios trimestres. Con estas cifras, se estima que la economía chilena habría crecido cerca de 1,8% en el tercer trimestre, y se prevé una cifra similar para el cuarto trimestre, considerando que la base de comparación seguirá siendo más exigente. Así, mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB de 2,3% en 2025.



Fuente: Banco Central de Chile



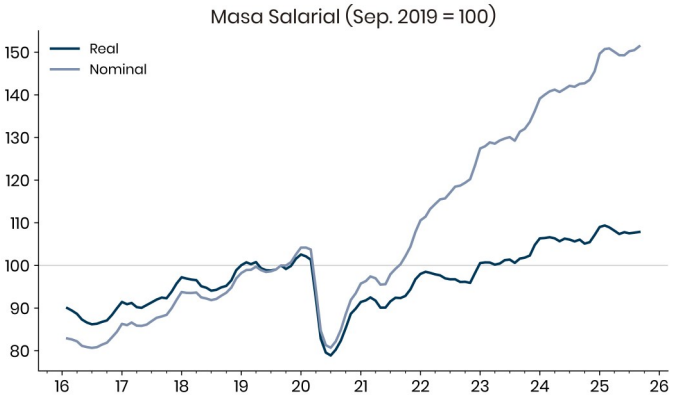
Fuente: Banco Central de Chile, BICE
**Estimación interna para el cuarto trimestre del 2025*

MERCADO LABORAL

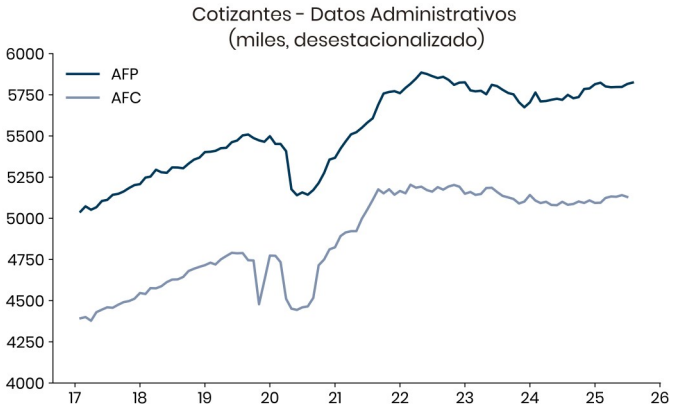
El mercado laboral ha comenzado a mostrar una leve mejoría, con un aumento en la creación de empleo en el margen. Esta evolución sería sostenible en la medida que se materialice una recuperación de la demanda interna. No obstante, la tasa de desempleo aún se mantiene por sobre los niveles prepandemia, y el subempleo ha ganado terreno, lo que evidencia que la recuperación del mercado del trabajo sigue siendo frágil y dependiente de una reactivación más amplia de la economía.

Una forma de cuantificar el estado del mercado laboral del país es monitoreando la evolución de la masa salarial, una medida que podríamos asociar con la capacidad de compra, y por lo tanto, del consumo de la economía. En este sentido, la masa salarial en términos nominales evidencia un alza relevante desde 2019, pero controlando por la inflación la situación es menos positiva. Así, si bien ha subido la masa salarial en los últimos años esto ha sido a tasas de crecimiento más acotadas, especialmente en los últimos doce meses.

Además, una comparación entre los registros del INE y los datos administrativos de la Superintendencia de Pensiones muestran una discrepancia entre las cifras de ambas instituciones para el empleo asalariado. Dichas diferencias surgirían por la distinta naturaleza y cobertura de los datos, ya que ambas fuentes no miden exactamente los mismos aspectos del empleo, sin embargo, destaca que en todas las fuentes de datos se valida un estancamiento en el nivel de ocupación. En particular, los en los datos de cotizantes de las fuentes administrativas se observa que desde 2022 a la fecha lo niveles no han aumentado.



Fuente: INE, BICE
El cálculo de masa salarial corresponde a la multiplicación entre horas trabajadas, números de ocupados e índice de remuneraciones nominal y real, respectivamente, cuya fuente es el INE.



Fuente: Superintendencia de Pensiones, Administradora de Fondos de Cesantía

INFLACIÓN

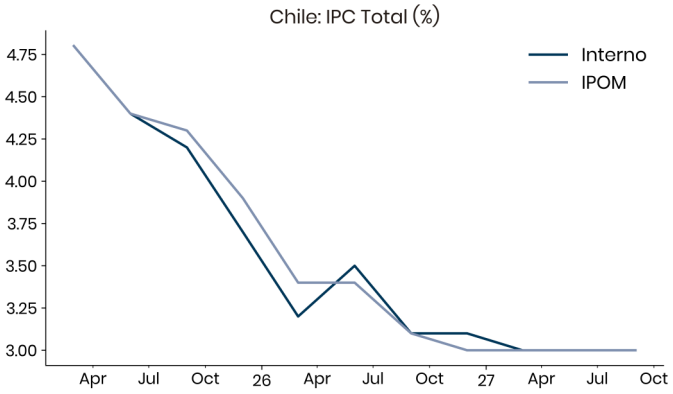
En materia inflacionaria, el IPC de octubre anotó una variación mensual nula, sorprendiendo a la baja y dando cuenta de una moderación de las presiones inflacionarias durante el último mes. Con esto, la variación anual registra un alza de 3,4%. Por su parte, el IPC sin volátiles mostró un retroceso mensual de -0,1% durante octubre, lo que evidencia un alza anual de 3,2%, registro bajo las estimaciones presentadas en el último IPoM.

En particular, seis de las trece divisiones consignaron alzas de precios, destacando alimentos (0,5%). De las divisiones que vieron caídas, destacó la de vestuario y calzado (-3,1%) e información y comunicación (-1,1%). En este mes se vieron los efectos de los descuentos especiales en las divisiones de vestuario y equipamiento del hogar, lo que estuvo en línea con nuestras estimaciones en general.

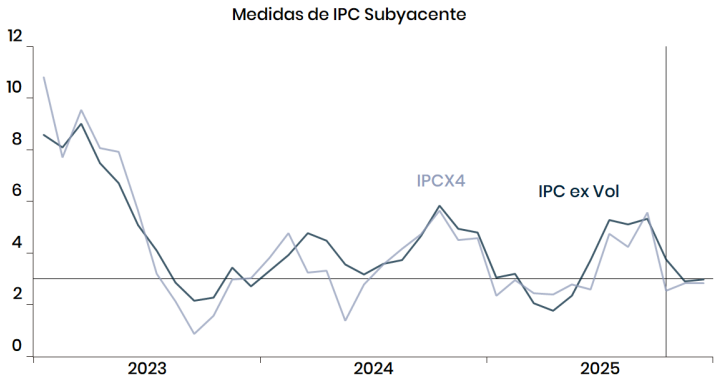
Sin embargo, productos de las divisiones de transporte, comunicaciones y alimentos registraron variaciones negativas o alzas menores, que no estaban anticipadas. En el caso de transporte y comunicaciones, destacó la incidencia negativas de aplicaciones digitales de estos servicios.

Prevemos para el IPC de noviembre un alza mensual de 0,2%-0,3%, producto de una reversión al alza de los descuentos especiales vistos en octubre, aunque con divisiones de servicios que podrían seguir con una menor tendencia alcista. Así, nuestra proyección de inflación total para el 2025 es de 3,7% .

La trayectoria prevista para la inflación, junto con la esperada reversión en los registros del IPC subyacente durante el cuarto trimestre, entregarían el espacio necesario al Banco Central para retomar el ciclo de recortes de la TPM en su reunión de diciembre. Este ajuste se produciría en un contexto donde la inflación muestra señales más consistentes de convergencia hacia la meta, y donde la brecha de capacidad se ha mantenido casi nula, reduciendo presiones de demanda. Asimismo, el cambio en el tono del comunicado del ente rector se apoyaría por la confirmación de que la Reserva Federal mantendría el proceso de normalización monetaria, disminuyendo así los riesgos externos para la trayectoria local de tasas.



Fuente: Banco Central de Chile, BICE



Fuente: INE, BICE

Series consideran el promedio móvil trimestral anualizado en variación mensual de los índices desestacionalizados. IPC ex Vol se refiere al IPC sin vólatiles publicado por el Banco Central, mientras que IPCX4 corresponde a un indicador propio que excluye otros componentes volátiles.

POLÍTICA MONETARIA

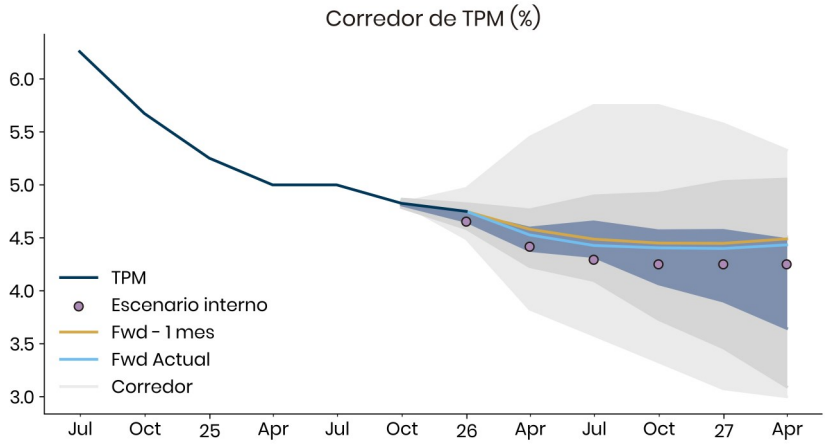
El Consejo del Banco Central de Chile en su reunión de política monetaria de octubre decidió de forma unánime mantener su tasa de política monetaria en 4,75%, en línea con nuestras estimaciones.

Sobre el plano internacional, las autoridades mencionaron que anticipaban nuevos recortes por parte de la Reserva Federal de EE.UU. continuando con su ciclo de normalización de política monetaria, lo que se validó en parte con el recorte de la semana pasada. Si bien el crecimiento de EE.UU. del tercer trimestre sería positivo, por otra parte, el debilitamiento del mercado laboral incidió en esta decisión. Además, el dato de inflación de septiembre publicado con retraso, sorprendió a la baja, generando una señal favorable en este sentido para las autoridades de la Fed.

Sobre el panorama local destacaron que la actividad mantiene un crecimiento cercano al potencial, con un registro de actividad de agosto marcado por la caída en la minería, pero como un todo cercano a su escenario base. Mientras, la inflación total y subyacente de septiembre anotaron variaciones de 0,4%, confirmado en parte la posible mayor persistencia inflacionaria que el Consejo destacó en su último comunicado. Dado lo anterior, se limitaba el espacio para implementar un nuevo recorte en esta reunión.

Por otra parte, en términos de perspectivas, las expectativas de inflación se mantienen ancladas en la meta de 3,0%, mientras que el mercado laboral muestra señales de poco dinamismo, especialmente en los datos administrativos. Además, la inflación continuaría su convergencia hacia el 3,0% en el primer semestre de 2026, disipándose los efectos del alza en las tarifas de electricidad, y eventualmente una apreciación mayor del Peso gracias a factores endógenos y una Fed que continuaría bajando su tasa, lo que generaría menores presiones en la inflación local. De confirmarse lo anterior en los próximos registros de inflación permitiría que las autoridades retomen su ciclo de recortes en la TPM en las próximas reuniones.

Con todo, estimamos que en el escenario base existirían las condiciones para que el Banco Central implemente un nuevo recorte de 25 puntos base en su TPM durante la reunión de diciembre, llevándola hasta el nivel de 4,5%.



Fuente: Banco Central de Chile, Bloomberg, BICE

TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio se ha mantenido en torno a los 945 pesos durante las últimas semanas, en general acoplándose al movimiento justificado por sus fundamentales. Con ciertas variaciones durante el último mes, el precio del cobre y el dólar operan cercanos a sus niveles de inicios de octubre.

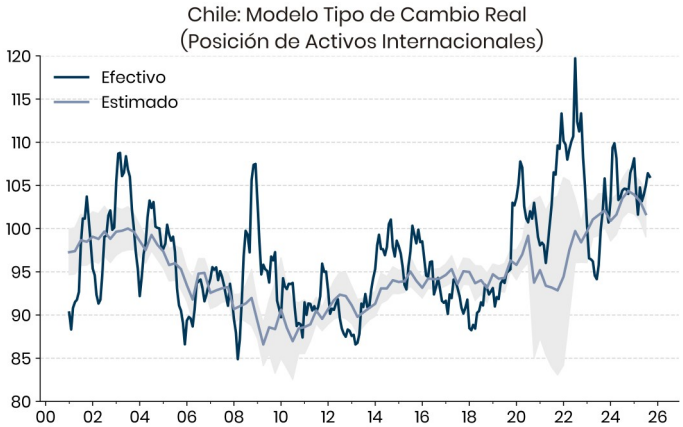
De todas formas, el tipo de cambio continúa desacoplado de sus fundamentales considerando una visión más histórica, evidenciando una menor sensibilidad a los cambios en los términos de intercambio. Intuitivamente con un precio del cobre cercano a los USD 5,0 por libra se podría pensar que el tipo de cambio operaría bajo los $900 con confianza. Lo anterior, sería aún más claro considerando la depreciación que ha mostrado el dólar internacional durante el año frente a sus pares, tanto desarrollados como emergentes, donde el índice DXY pasó desde cerca de 110 puntos hasta casi 100 puntos actualmente.

Parte de la explicación de por qué no observamos un peso más apreciado es porque los pares de la región están ofreciendo tasas de interés más altas, que resultan más atractivas para lo inversionistas. Como referencia, la tasa del BCCh actualmente se ubica en 4,75%, versus la de Brasil que se ubica en 15%.

Además, no podemos olvidar los cambios que ha enfrentado Chile desde fines de 2019, con propuestas de cambios constitucionales, aumento en la deuda pública, retiros de fondos previsionales que disminuyeron el tamaño del mercado de capitales local, entre otras cosas. Esto, elevó el premio por riesgo de los activos chilenos, lo que ha llevado al tipo de cambio a operar en los niveles actuales. Evidencia de lo anterior es lo que releva un modelo de tipo de cambio real que considera la posición en activos internacionales, donde se observa una depreciación (alza en el índice estimado) a partir del 2019 desde 95 puntos, hasta cerca de 103 en la actualidad. Si bien se dio un desacople importante en algunos periodos, especialmente en 2022, hoy en nivel efectivo es mucho más cercano al estimado.

Fuente: Banco Central de Chile, BICE

El modelo de arbitraje considera como variables explicativas al dólar global, precio del cobre, diferencial de tasas de interés de 2 años y prima cambiaria. El valor estimado considera los datos a partir de 2007 a la fecha, mientras que el valor histórico se obtiene a través de un ejercicio que considera las correlaciones en los datos hasta octubre de 2019.



Fuente: Banco Central de Chile, BICE

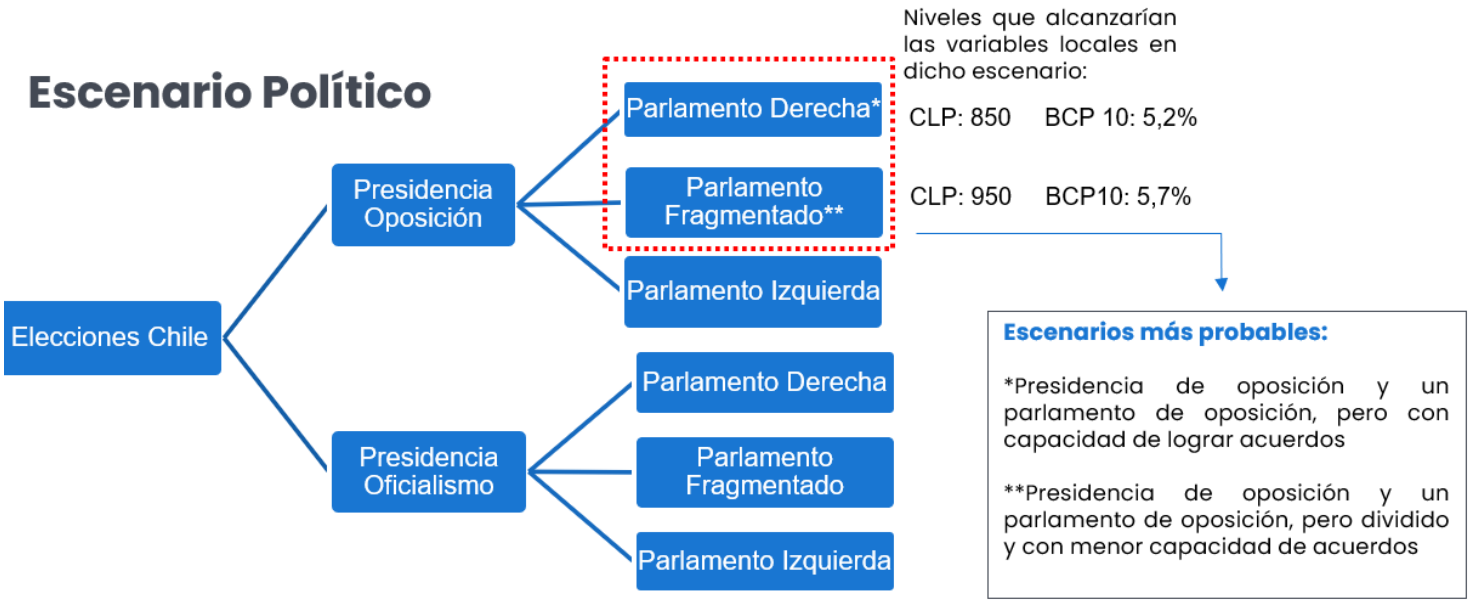
Variables incluidas en modelo de TCR: términos de Intercambio, demanda interna (% PIB), gasto corriente de gobierno (% PIB), posición de activos internacionales neta, diferencial de productividad sector transable versus no transable.

TEMA DEL MES: CAMBIO EN EL CICLO POLÍTICO

La percepción pública, revelada a través de las encuetas e incluso en el día a día es que las prioridades de las personas han cambiado. Así, las agendas programáticas de los distintos candidatos pasaron desde proponer reformas estructurales, incluso cambios a la constitución, hasta en la actualidad priorizar la seguridad y recuperar el crecimiento económico. Sin embargo, para poder implementar cambios relevantes en las políticas públicas se requiere alcanzar un consenso político relevante.

Las encuestas y estudios anticipan que en el gobierno se daría un cambio en el poder, donde la oposición ganaría las elecciones presidenciales en la segunda vuelta. Por su parte, en el Congreso también se anticipa en general un triunfo de la oposición. Sin embargo, la historia nos ha demostrado que poner de acuerdo a personas de distintos partidos políticos, que fueron en listas distintas, resulta complejo. Dado lo anterior, es que en nuestro escenario base estimamos que la oposición obtendría una mayoría en ambas cámaras, pero con una alta dispersión entre los partidos representados, por lo que lograr acuerdos rápido puede resultar difícil.

Sin embargo, nos podemos permitir pensar en un escenario alternativo, donde no solo la oposición triunfa en las elecciones presidenciales y del congreso, sino que también se conforma un parlamento que permitiría lograr implementar políticas públicas de alto impacto para reactivar la inversión y la economía en un periodo más breve. En este caso, la economía podría superar el 3,0% de crecimiento en 2026 y los activos financieros locales tendrían una compresión en su prima por riesgo, donde el Peso se apreciaría, cayendo el tipo de cambio local y las tasas de interés de papeles soberanos caerían.



Fuente: BICE

PRINCIPALES ESTIMACIONES MACROECONÓMICAS

PROYECCIONES ECONÓMICAS								
Actividad Local	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025E**	**2026E**
PIB	0,6%	-6,1%	11,3%	2,2%	0,5%	2,6%	2,3%	2,0%
Precios								
Inflación IPC (YoY)	2,6%	3,0%	3,0%	7,2%	12,8%	4,5%	3,6%	3,0%
Tipo de Cambio Nominal (Fdp)	682	770	735	850	892	982	950	950
Tasas de Interés								
Tasa de Política Monetaria (fdp)	2,75%	1,75%	0,50%	4,00%	11,25%	5,00%	4,50%	4,25%
BTU-10 (fdp)	1,54%	0,32%	-0,20%	2,25%	1,70%	2,36%	2,50%	2,50%
BTP-10 (fdp)	4,23%	3,14%	2,65%	5,48%	5,30%	5,70%	5,70%	5,70%
Mercado Laboral								
Tasa de Desempleo (Prom)	7,0%	7,0%	10,8%	9,0%	8,7%	8,5%	8,7%	8,7%
Indicadores Internacionales								
Crecimiento Global (PPP)	2,9%	-2,7%	6,6%	3,6%	3,3%	3,2%	2,9%	3,0%
Tasa Reserva Federal de EE.UU. (fdp)	1,75%	0,25%	0,25%	4,50%	5,50%	4,50%	4,00%	3,50%
Treasury-10 (fdp)	1,9%	0,9%	1,5%	3,6%	4,0%	4,4%	4,3%	4,3%
Cobre (US$c/lb) (fdp)	272	280	423	380	381	405	450	450
Petróleo (US$/barril) (fdp)	60	47	72	77	72	70	65	65

EQUIPO ESTRATEGIA Y ECONOMÍA

Felipe Jaque S.
Economista Jefe BICE
felipe.jaque@bice.cl

Eduardo Salas V.
Economista Senior
eduardo.salas@bice.cl

Marco Correa S.
Subgerente de Economía
marco.correa@bice.cl

Marcela Calisto H.
Economista
marcela.calisto@bice.cl

Mariela Bastías I.
Subgerente de Estrategia
mariela.bastias@bice.cl

MEDIOS DE CONTACTO

Este informe ha sido elaborado sólo con el objeto de proporcionar información a los clientes de Inversiones Security de BICE. Este informe no es una solicitud, ni una oferta para comprar o vender acciones, bonos u otros instrumentos mencionados en el mismo. Esta información y aquella en que está basada han sido obtenidas con información pública de fuentes que en nuestro mejor saber y entender parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ellas sean exactas ni completas. Las proyecciones y estimaciones que se presentan en este informe han sido elaboradas con las mejores herramientas disponibles, pero ello no garantiza que las mismas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe pueden ser modificadas en cualquier tiempo sin previo aviso. Las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. El resultado de cualquiera operación financiera realizada con el apoyo de este informe es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. Los valores y emisores extranjeros a que se pueda hacer referencia en este informe, y que se no encuentran inscritos en el Registro de Valores a cargo de la Comisión para el Mercado Financiero de nuestro país, no le son aplicables las leyes y normativa que regulan el mercado de valores nacional, en consecuencia, es responsabilidad exclusiva de los inversionistas informarse previamente respecto de dichos valores y emisores extranjeros antes de adoptar cualquier decisión de inversión. La frecuencia de la publicación de los informes, si la hubiere, queda a discreción de Inversiones Security de BICE. Se prohíbe citar o reproducir en forma total o parcial este informe sin la autorización expresa previa de Inversiones Security de BICE. Los integrantes del Departamento de Estudios declaran expresamente que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en el presente informe. Asimismo, a la fecha de publicación del presente informe, ninguno de los integrantes del Departamento de Estudios posee, directa o indirectamente, vínculos con personas relacionadas al emisor analizado en el mismo. Con el objeto de prevenir Conflictos de Interés entre Inversiones Security de BICE o sus colaboradores y los emisores recomendados por este informe, se deja constancia que las transacciones bursátiles que realicen los colaboradores de BICECORP S.A. y de sus filiales, se encuentran reguladas por el “Manual para transacciones de acciones y otros valores de BICECORP S.A. y sus filiales”.