

Crecimiento e inflación al alza en 2025

- ▶ Tras un mejor cierre de año en 2024, el mayor arrastre estadístico y la mejora en indicadores líderes de la inversión nos llevan a revisar al alza nuestra previsión del PIB en 40pb a 2,3% (desde 1,9% en nuestro informe previo).
- ▶ Esperamos que la inflación transite en torno a 5% durante el primer semestre de 2025, antes de iniciar un lento descenso hacia 4,1% a fin de 2025 (revisión al alza de 10pb).
- ▶ Si bien proyectamos una TPM estable en 5% para el resto del año, será clave monitorear la evolución de las expectativas de inflación.

Se aprueba la reforma de pensiones

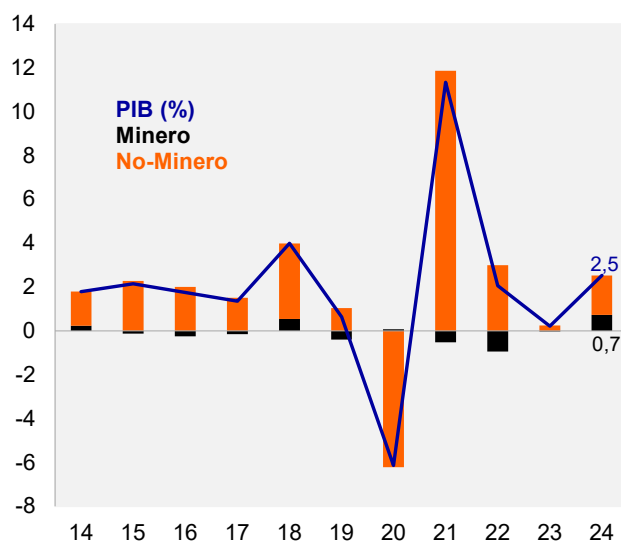
Si bien la reforma contiene elementos positivos, presionará aún más a las finanzas públicas en el tiempo. La reforma aprobada recientemente valida las cuentas individuales de ahorro como pilar principal del sistema de pensiones, aumentará gradualmente el ahorro en el mercado de capitales, y refleja la posibilidad de lograr un amplio consenso sobre las reformas estructurales en el Congreso a pesar de la creciente polarización y fragmentación de años previos. Dicho ello, se deben monitorear varios aspectos. Primero, su impacto fiscal en el mediano plazo es considerable si es que los ingresos proyectados de la ley de cumplimiento tributario son menores a lo anticipado. Segundo, si bien su implementación es gradual, la reforma eleva aún más los costos laborales tras otras medidas que lo han elevado significativamente en años recientes al tiempo que el mercado laboral se encuentra cíclicamente débil. Tercero, la reforma realiza varios ajustes a la industria e inversión al sistema de pensiones que pueden tener efectos no deseados y no anticipados. El siguiente [informe](#) presenta un análisis más detallado.

Minería y comercio impulsan la actividad

La producción minera y el comercio impulsaron a un crecimiento por encima de lo esperado en diciembre. De hecho, la economía habría crecido 2,5% en 2024 (0,2% en 2023), con un repunte importante de la minería (6,2%, para más detalles de la evolución reciente del sector minero, ver nuestro informe [aquí](#)). El comercio aumentó 3,8% en 2024, cuya dinámica

refleja los contrastes de fundamentos internos del mercado del trabajo sin gran impulso (una masa salarial real prácticamente plana), la recuperación gradual en los flujos de colocaciones de crédito de consumo, y un importante flujo de turismo de consumo (principalmente de Argentina).

La actividad minera se recuperó en 2024



Fuente: BCCh

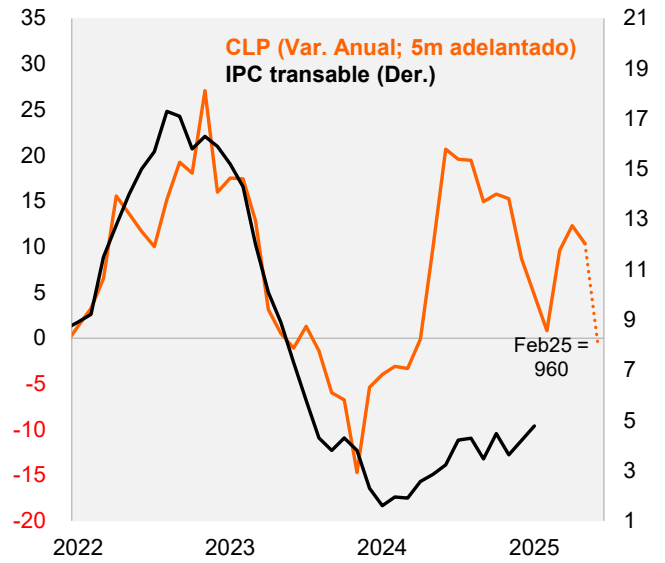
Un mejor cierre de 2024, elevó el arrastre estadístico para el crecimiento del PIB de 2025 en unos 20pb. En paralelo, el precio del cobre ha subido desde niveles elevados, a pesar de las tensiones en el comercio global. Por otra parte, las importaciones de bienes de capital sugieren que la recuperación de la

inversión este año (tras dos años de contracción) podría superar nuestra estimación anterior. Aunque es probable que el fuerte gasto turístico procedente de Argentina continúe este año, se espera que el crecimiento del gasto interno sea moderado.

Inflación sorprende al alza en enero

La inflación subió 1,1% mensual en enero, superando las expectativas de mercado, impulsada por una nueva alza en los precios de electricidad y la reversión de descuentos del mes de diciembre. En términos anuales, la inflación subió desde 4,5% a 4,9% manteniéndose por encima de la meta de 3% desde principios de 2021. La inflación ex volátiles, sin embargo, registró un ligero descenso desde 4,3% a 4,2%. Los bienes ex volátiles cayeron 0,3 p.p. a 3,1% interanual, mientras que los servicios ex volátiles se mantuvieron estables en 5% (en torno al mismo nivel desde junio del año pasado). La inflación anualizada registró un descenso en el 4T24 a 4,8%, mientras que las presiones subyacentes cayeron a 3,8% (desde un máximo de 5,6% en el trimestre finalizado en octubre de 2024). Dado que se espera que la mayor parte de las presiones de indexación se materialicen durante el primer semestre de 2025, la inflación probablemente rondará cerca de 5% antes de iniciar una trayectoria descendente, debido a una elevada base de comparación (precios de la electricidad) y el efecto de las holguras en el mercado del trabajo. Encuestas recientes (IPN) mostraron un alza en la disposición de empresas por traspasar una mayor proporción de las presiones cambiarias a precios, el reciente repunte del peso y la caída de los niveles de empleo podrían atenuar dicho fenómeno.

La apreciación reciente moderaría las presiones cambiarias



Fuente: INE, BCCH

Un déficit fiscal bien por encima de la meta, tal como anticipábamos

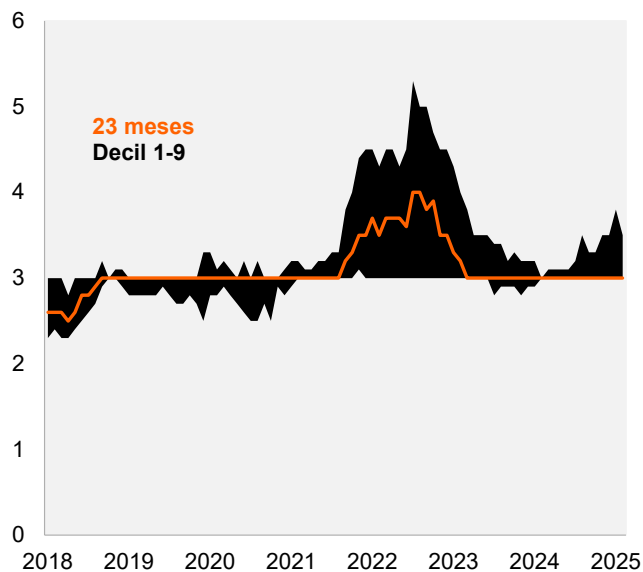
El déficit fiscal estructural en 2024 se elevó a 3,2% del PIB, muy por encima de la meta oficial de 1,9% y del 2,7% registrado para 2023. El desvío se debió principalmente a ingresos más débiles de lo previsto, al tiempo que los gastos estuvieron básicamente en línea con las previsiones ajustadas del Ministerio de Hacienda. Las proyecciones oficiales muestran un déficit estructural a fines de 2025 en 1,6% del PIB, nuevamente por encima de la meta de 1,1%. En paralelo, el déficit efectivo para 2025 se revisó al alza a 1,7% del PIB, frente a 1% en la proyección de octubre; el alza es considerable considerando que hace un año la autoridad preveía que éste iba a alcanzar 0,3%. Las proyecciones oficiales muestran a la deuda pública bruta en 42,3% del PIB a fines de 2024, el mayor nivel desde 1990, cerrando 2025 en un nivel similar (42,1%), antes de descender gradualmente a 40,6% en 2029. La dinámica cambiaria y el financiamiento del déficit probablemente lleven a un mayor nivel de endeudamiento en el corto plazo. En este contexto esperamos que la autoridad anuncie un recorte de gasto de al menos 0,5% del PIB en el corto plazo, en un esfuerzo por cumplir la meta de déficit estructural para 2025 de 1,1% del PIB. En nuestra opinión, el incumplimiento de la meta fiscal en los últimos años sugiere que Chile debería apuntar a un superávit estructural cuanto antes, lo que requeriría un ajuste fiscal significativo del gasto.

El Banco Central a la espera

Ante los mayores riesgos alcistas en la inflación de corto plazo, el Consejo mantuvo de forma unánime la TPM en 5% y ajustó su comunicación hacia un sesgo neutral. La pausa se produjo tras un recorte de 25pb en diciembre. La tasa real ex ante, es decir, descontando la expectativa de inflación a un año según los analistas en enero (3,8%) de la tasa de política (5,0%), se mantuvo en 1,2%, dentro del rango neutral del BCCh (0,5%-1,5%). A diferencia del comunicado anterior, el Consejo eliminó la referencia explícita a nuevos recortes, en línea con los mayores riesgos de inflación a corto plazo y el aumento de las expectativas de inflación a mediano plazo.

Si bien la curva de tasas anticipa alzas de la TPM este año, creemos que el escenario más probable es que se mantenga la TPM en 5% todo el año. Las medidas del IPC implícitas para el horizonte de dos años se sitúan por encima de la meta de 3%, pero el Consejo continúa señalando que las presiones inflacionarias se atribuyen a shocks de oferta transitorios. La brecha de producto seguiría algo negativa y el escenario externo presenta riesgos a la baja en actividad para Chile. El mercado de trabajo aún refleja ciertos grados de holgura mientras que la implementación de la reforma previsional, aunque positiva para el mercado de capitales, elevará aún más el costo de la mano de obra y probablemente se traducirá en un crecimiento de los salarios reales por debajo de las tasas históricas. La rápida apreciación del peso en las últimas semanas puede estar contribuyendo a contener el aumento de las expectativas de inflación. Es probable que el IPoM de marzo señale una pausa de las tasas a corto plazo antes de una reanudación de los recortes en 2026 hacia niveles nominales neutrales (3,5%-4,5%). Con todo, se debe tener en cuenta que el incumplimiento de la meta durante tantos años aumenta el riesgo de un cambio persistente en las expectativas de inflación.

Los analistas moderan las perspectivas en el margen



Fuente: BCCh

Algo más de crecimiento con más inflación

El mayor arrastre estadístico y la mejora en indicadores líderes de la inversión nos llevan a revisar al alza nuestra previsión del PIB en 40pb a 2,3%. La evolución de la ola de consumo-turismo mantendrá la balanza de riesgos al alza, mientras que la inversión minera aún puede sorprender positivamente.

Una modesta sorpresa al alza de la inflación en enero y la revisión de nuestro escenario de crecimiento se suman a los riesgos de inflación. Por otra parte, de persistir la rápida apreciación del peso (940 peso/dólar), que no era nuestra hipótesis de referencia (promedio anual de 990 peso/dólar), compensaría algunas de las presiones anteriormente previstas. En términos netos, elevamos 10pb nuestra previsión para fin de año a 4,1%, con riesgos aún al alza.

La actualización fiscal de las autoridades y el escenario macroeconómico asociado apoyan la revisión de 20 pb al alza de nuestro déficit fiscal efectivo a 2% del PIB.

Por ahora, esperamos que el mercado y el Banco Central consoliden la previsión de un periodo prolongado de tasa estable en 5%. Dada la volatilidad mundial y nacional, así como la considerable incertidumbre, mantener una senda más prudente (frente a la señalada en la reunión de diciembre) es la forma más eficiente de consolidar una senda de convergencia de la inflación a la meta de 3% dentro del horizonte de la política monetaria.

Andrés Pérez M.
Vittorio Peretti
Andrea Tellechea Garcia

Proyecciones: Chile

	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P		2026P	
					Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica										
Crecimiento real del PIB - %	-6,1	11,3	2,1	0,2	2,5	2,2	2,3	1,9	2,0	2,0
PIB nominal - USD mil millones	254	311	303	332	312	311	321	319	355	352
Población (millones de habitantes)	19,5	19,7	19,8	20,0	20,1	20,1	20,2	20,2	20,3	20,3
PIB per cápita - USD	13.068	15.810	15.294	16.617	15.523	15.490	15.891	15.795	17.450	17.331
Tasa de desempleo (prom. anual)	10,8	8,9	7,9	8,7	8,5	-	8,5	8,5	8,2	8,2
Inflación										
IPC - %	3,0	7,2	12,8	3,9	4,5	-	4,1	4,0	3,0	3,0
Tasa de interés										
Tasa de referencia - final del año - %	0,50	4,00	11,25	8,25	5,00	-	5,00	5,00	4,50	4,50
Balanza de pagos										
CLP / USD - final del período	711	851	851	879	996	-	955	955	930	930
Balanza comercial - USD mil millones	18,9	10,3	3,7	15,3	22,1	-	22,5	21,0	18,0	18,0
Cuenta Corriente - % PIB	-1,9	-7,4	-8,6	-3,6	-2,3	-2,5	-2,4	-2,6	-2,9	-2,9
Inversión Extranjera Directa - % PIB	4,5	4,9	6,0	6,6	4,9	5,3	4,8	4,9	4,8	4,8
Reservas Internacionales - USD mil millones	39,2	51,3	39,2	46,3	44,4	-	50,0	50,0	58,0	58,0
Finanzas Públicas										
Resultado Primario - % del PIB	-6,3	-6,9	-1,6	-0,9	-1,8	-1,9	-0,9	-0,7	0,2	0,2
Resultado Nominal - % del PIB	-7,3	-7,7	1,1	-2,4	-2,9	-3,0	-2,0	-1,8	-1,0	-1,0
Deuda Pública neta - % del PIB	13,4	20,2	20,4	23,1	26,0	26,6	27,3	27,5	27,5	27,5

Fuente: IMF, Bloomberg, BCCCh, INE, Haver and

Proyecciones: Economía global

	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P		2026P	
					Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
Economía mundial										
Crecimiento del PIB Mundial - %	-2,8	6,3	3,5	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
EUA - %	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	-	2,5	2,5	2,5	2,5
Zona del Euro - %	-6,2	6,3	3,6	0,4	0,7	-	0,8	0,8	1,0	1,0
China - %	2,3	8,4	3,0	5,2	5,0	-	4,0	4,0	4,0	4,0
Tasas de interés y monedas										
Tasa Fed - %	0,1	0,1	4,4	5,4	4,4	-	4,4	4,4	4,4	4,4
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	-	4,50	4,50	4,50	4,50
USD/EUR - final del período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	-	1,00	1,00	1,00	1,00
CNY/USD - final del período	6,5	6,4	6,9	7,1	7,3	-	7,5	7,5	7,5	7,5
Índice DXY (*)	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	-	110,4	110,4	109,9	109,9

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

* El DXY es un índice para el valor internacional del dólar americano, que mide su desempeño en relación a una cesta de monedas incluyendo: euro, yen, libra, dólar canadiense, franco suizo y corona sueca.

Estudio macroeconómico - Itaú
Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –
 E-mail: macroeconomia@itaubba-economia.com

Información relevante

1. Este informe fue elaborado y publicado por el Departamento de Investigación Macroeconómica de Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú Unibanco o Itaú Corretora de Valores SA y no debe considerarse como un informe de análisis a los efectos del artículo 1 de la Instrucción CVM 20 de 2021.
2. Este informe está destinado únicamente a proporcionar información macroeconómica y no constituye y no debe interpretarse como una oferta de compra o venta o como una solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en una estrategia determinada de negocios en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe fue considerada razonable al momento de su publicación y se obtuvo de fuentes públicas que se consideraron confiables. Sin embargo, Itaú Unibanco no ofrece ninguna seguridad o garantía, ya sea expresa o implícita, en cuanto a la integridad, confiabilidad o exactitud de esta información. Este informe tampoco pretende ser una lista completa o resumida de los mercados o desarrollos que se abordan en él. Las opiniones, estimaciones y proyecciones expresadas en este informe reflejan la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha de su publicación y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Itaú Unibanco no tiene la obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informar al lector.
3. Las opiniones expresadas en este informe reflejan con precisión, única y exclusivamente las visiones y opiniones personales del analista a cargo y fueron producidas de manera independiente e autónoma, incluso en relación con Itaú Unibanco, Itaú Corretora de Valores SA y otras compañías del grupo económico de Itaú Unibanco.
4. Este informe no puede reproducirse ni redistribuirse a ninguna otra persona, en su totalidad o en parte, para ningún propósito sin el consentimiento previo por escrito de Itaú Unibanco. Información adicional sobre los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a pedido. Itaú Unibanco y / o cualquier otra compañía de su grupo económico no es responsable y no será responsable de ninguna decisión, inversión o de otro tipo, basada en los datos aquí divulgados.

Nota adicional: Este material no tiene en cuenta los objetivos específicos, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente en particular. Los clientes deben obtener asesoramiento financiero, legal, contable, económico, crediticio y de mercado individual en función de sus objetivos y características personales antes de tomar cualquier decisión basada en la información aquí contenida. Al acceder a este material, usted reconoce que conoce las leyes de su jurisdicción con respecto a la provisión y venta de productos de servicios financieros. Usted reconoce que este material contiene información de propiedad exclusiva y acepta conservar esta información únicamente para su uso exclusivo. También confirma que comprende los riesgos relacionados con el mercado discutidos en este material.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaubr.com.br/atenda-itaubr/para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.