

# Escenario macro - Chile



19 de agosto de 2025

## Economía global

Fed bajo presión, con actividad desacelerando y alta inflación ..... **2**

Seguimos esperando el inicio del ciclo de recortes de tasas en diciembre, aunque el riesgo de una baja en septiembre ha aumentado.

## Chile

En la recta final..... **7**

Ahora anticipamos una pausa en septiembre, con un recorte de tasas de 25 pb para cerrar el año en el 4,5%.

### Revisión de Escenario

#### Mundo

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,2	<b>3,0</b>	2,9	<b>2,8</b>	2,8

#### Brasil

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,4	<b>2,2</b>	2,2	<b>1,5</b>	1,5
BRL / USD (dic)	6,18	<b>5,50</b>	5,65	<b>5,50</b>	5,65
Tasas de interés (dic) - %	12,25	<b>15,00</b>	15,00	<b>12,75</b>	12,75
IPCA (%)	4,8	<b>5,1</b>	5,2	<b>4,4</b>	4,4

#### Argentina

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,7	<b>5,0</b>	5,2	<b>3,5</b>	4,0
ARS / USD (dic)	1033	<b>1400</b>	1400	<b>1630</b>	1630
Tasa de referencia - %	32,0	<b>35,0</b>	29,0	<b>25,0</b>	20,0
IPC - %	117,8	<b>28,5</b>	28,5	<b>20,0</b>	20,0

#### Colombia

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,7	<b>2,9</b>	2,5	<b>2,6</b>	2,5
COP / USD (dic)	4409	<b>4100</b>	4100	<b>4100</b>	4100
Tasas de interés (dic) - %	9,50	<b>9,25</b>	8,75	<b>8,25</b>	7,75
IPC - %	5,2	<b>5,1</b>	5,1	<b>4,0</b>	3,6

#### Paraguay

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,2	<b>4,3</b>	4,3	<b>3,5</b>	3,5
PYG / USD (dic)	7913	<b>7750</b>	8000	<b>7900</b>	8125
Tasas de interés (dic) - %	6,00	<b>6,00</b>	6,00	<b>5,50</b>	5,50
IPC - %	3,8	<b>4,0</b>	4,0	<b>3,5</b>	3,5

Fuente: Itaú

#### América Latina y el Caribe

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,4	<b>2,6</b>	2,4	<b>2,2</b>	2,2

#### México

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,4	<b>0,6</b>	0,2	<b>1,2</b>	1,0
MXN / USD (dic)	20,8	<b>19,0</b>	19,0	<b>19,5</b>	19,5
Tasas de interés (dic) - %	10,00	<b>7,50</b>	7,50	<b>7,00</b>	7,00
IPC - %	4,2	<b>4,1</b>	4,1	<b>3,7</b>	3,7

#### Chile

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,6	<b>2,6</b>	2,6	<b>2,0</b>	2,0
CLP / USD (dic)	996,5	<b>930,0</b>	930,0	<b>900,0</b>	900,0
Tasas de interés (dic) - %	5,00	<b>4,50</b>	4,25	<b>4,00</b>	4,00
IPC - %	4,5	<b>3,9</b>	3,8	<b>3,0</b>	3,0

#### Perú

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,3	<b>2,9</b>	2,9	<b>2,7</b>	2,7
PEN / USD (dic)	3,80	<b>3,60</b>	3,60	<b>3,60</b>	3,60
Tasas de interés (dic) - %	5,00	<b>4,25</b>	4,25	<b>4,00</b>	4,00
IPC - %	2,0	<b>2,2</b>	2,2	<b>2,0</b>	2,0

#### Uruguay

	2024	2025		2026	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	<b>2,3</b>	2,3	<b>2,0</b>	2,5
UYU / USD (dic)	44,1	<b>41,7</b>	41,7	<b>42,5</b>	42,5
Tasas de interés (dic) - %	8,75	<b>8,00</b>	8,50	<b>7,50</b>	8,00
IPC - %	5,5	<b>4,8</b>	4,5	<b>4,5</b>	4,5

## Economía global

### Fed bajo presión, con actividad desacelerando y alta inflación

- ▶ **Aranceles más altos, incluso con acuerdos:** Observamos indicios de desaceleración económica y un impacto inflacionario elevado en EE.UU. Revisamos al alza nuestras proyecciones de crecimiento para Europa y China.
- ▶ **EE.UU.:** La desaceleración económica y el aumento de la inflación ponen bajo presión el doble mandato de la Fed. Seguimos esperando el inicio del ciclo de recortes de tasas en diciembre, aunque el riesgo de una baja en septiembre ha aumentado.
- ▶ **Europa:** Aumentamos nuestra previsión de crecimiento para 2025 al 1,1% (desde el 0,8%), con una mejora de la demanda interna gracias a la reducción de las tasas de interés. Para 2026, mantenemos nuestra proyección del PIB en 1,2%, respaldada por el estímulo fiscal alemán.
- ▶ **China:** Revisamos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 al 4,7% (desde el 4,5 %) debido a la fortaleza en las exportaciones, reduciendo así la necesidad de estímulos adicionales por ahora. Para 2026, mantenemos la previsión de crecimiento en 4,0%.
- ▶ **América Latina:** Cambios menores y mixtos en los pronósticos este mes.

#### Aranceles más altos, incluso con acuerdos

**El gobierno de Trump alcanzó acuerdos comerciales con Japón y la Unión Europea, y anunció nuevos niveles arancelarios recíprocos para otros países, los cuales entraron en vigor el 7 de agosto.** Los acuerdos con Japón y Europa implementan un arancel del 15% para ambos, con promesas de inversiones en EE.UU. y un aumento de las importaciones de productos estadounidenses, como la energía en el caso de la UE. Si bien los detalles aún están pendientes, los acuerdos reducen el riesgo de escalada y mayores impactos en la actividad global y fueron vistos relativamente como un éxito. Para China, Trump anunció una extensión de 90 días de la tregua acordada en mayo, manteniendo los aranceles adicionales del 30% (20 para el fentanilo y 10% recíprocos). Para otros países, el gobierno estableció un nivel mínimo del 15% para los aranceles recíprocos, llegando hasta el 50% en casos particulares, como para Brasil e India (para este último, los nuevos aranceles entran en vigor el 27 de agosto).

**Los anuncios consolidan un nivel arancelario significativamente más alto que a principios de año (ver gráfico).** De cara al futuro, aún quedan asuntos pendientes, como los aranceles sectoriales sobre productos farmacéuticos y semiconductores, además de las negociaciones con México y Canadá. Sin embargo, creemos que la atención y la

incertidumbre en torno a los aranceles deberían disminuir a corto plazo (véanse los gráficos a continuación).

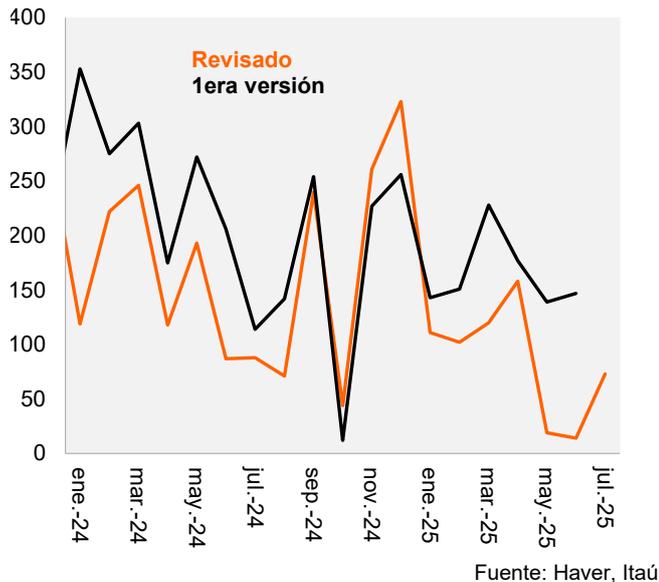
#### Signos de desaceleración de la actividad en EE.UU., con revisiones al alza en Europa y China

**A pesar de cierto fortalecimiento a lo largo de junio, no observamos cambios en los fundamentos del dólar, que debería seguir debilitándose a nivel mundial.** Una política económica más errática en Estados Unidos y una actividad económica resiliente en el resto del mundo (revisamos al alza el crecimiento de China y Europa; véase más adelante) son factores que reducen la percepción del excepcionalismo estadounidense. Por lo tanto, mantenemos nuestra proyección para el euro en 1,20 para finales de 2025 y 2026.

**En EE. UU., el crecimiento económico mostró indicios de desaceleración en julio.** Si bien el crecimiento del PIB en el segundo trimestre se aceleró hasta el 3,0% trimestral anualizado (frente al -0,5% del trimestre anterior), esto se debió a la volatilidad en las lecturas de la balanza comercial debido al adelantamiento de las importaciones para anticiparse a los aranceles. Mientras que la demanda interna se desaceleró del 2,0% al 1,2%. El mercado laboral también mostró indicios de desaceleración, con un

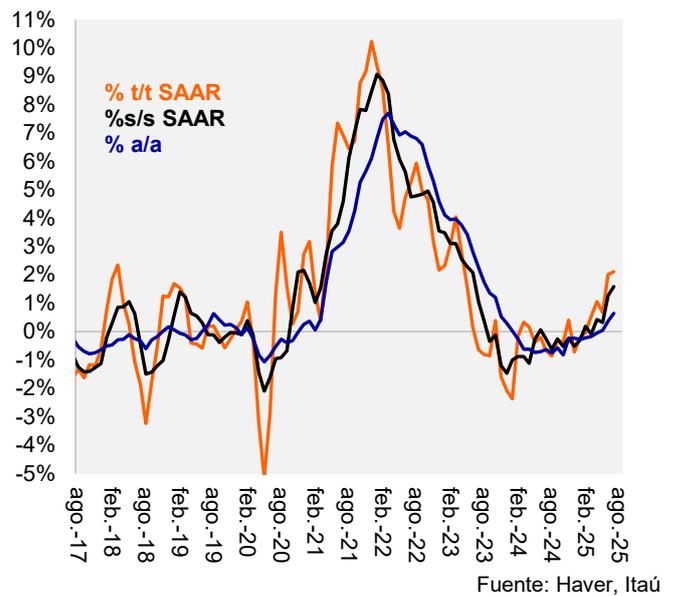
ritmo de contratación neta en los últimos tres meses que promedió 35.000 contrataciones en julio (frente a las 64.000 de junio), junto a revisiones significativamente negativas que indican un ritmo más lento que el observado anteriormente. La tasa de desempleo, por su parte, se mantiene en el 4,2%, probablemente porque la oferta laboral también está más limitada debido a la menor inmigración.

**Nóminas laborales: primera versión y revisado**



**No obstante, la inflación ha mostrado los primeros indicios del impacto arancelario y es probable que se mantenga elevada en el futuro próximo.** En junio, indicadores de inflación subyacente se mantuvieron contenidos, con un IPC subyacente del 0,23% y un PCE subyacente del 0,26% intermensual. No obstante, al revisar los detalles, estos revelaron los efectos iniciales de los aranceles sobre los precios de bienes (excluyendo automóviles), los cuales experimentaron una aceleración importante (véase el gráfico). Prevemos que estos indicadores subyacentes se eleven hasta alrededor del 0,4% en los próximos meses, producto de los efectos arancelarios acumulados. Esto impulsaría las mediciones interanuales hacia el 3,8% (IPC subyacente) y al 3,6% (PCE subyacente) para finales de año.

**IPC subyacente de bienes (excl. autos)**



**Ante la tensión entre los mandatos de empleo y estabilidad de precios por parte de la Fed, existe el riesgo de que el primer recorte de tasa se adelante a septiembre.** Con base en los comentarios de los miembros del FOMC y la función de reacción implícita en sus respectivas proyecciones, creemos que, dada la tensión en los mandatos, la Fed debería esperar para iniciar el ciclo de recortes. Así lo sugieren las estimaciones de la Regla de Taylor utilizadas en el informe semestral de política monetaria (véase la tabla). Por lo tanto, seguimos esperando un primer recorte solo en diciembre, seguido de un ciclo reducido de dos recortes más el próximo año. Sin embargo, el sesgo más moderado del comité durante períodos previos de una desaceleración del empleo indica un riesgo significativo de un recorte más temprano, especialmente si el desempleo aumenta aún más en las próximas lecturas.

**Promedio de reglas de Taylor\***

(sup. R-star = 1,0%; Nairu 4,2%)

Core PCE	Unemployment							
	4,0	4,3	4,5	4,8	5,0	5,3	5,5	
2,00	3,5	3,2	2,9	2,6	2,2	1,9	1,5	
2,50	4,0	3,8	3,5	3,1	2,8	2,4	2,1	
3,00	4,6	4,4	4,0	3,7	3,3	3,0	2,7	
3,50	5,1	4,9	4,6	4,2	3,9	3,6	3,2	
4,00	5,7	5,5	5,1	4,8	4,5	4,1	3,8	
4,50	6,3	6,0	5,7	5,4	5,0	4,7	4,3	
5,00	6,8	6,6	6,3	5,9	5,6	5,2	4,9	
5,50	7,4	7,2	6,8	6,5	6,1	5,8	5,5	

\*Prom. Taylor (1993), Inertial (1993), Enfoque-balanceado (*shortfalls*) y reglas de primeras diferencias

Fuente: Fed, Itaú

**Para Europa, revisamos nuestro pronóstico de crecimiento para 2025 al 1,1% (frente al 0,8%) debido a la resiliencia de la demanda interna.**

Mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB en 1,2% para 2026. La economía de la región creció un 0,1% en el segundo trimestre, una desaceleración respecto del ritmo del 0,6% de principios de año. En 2T se registró una caída en las exportaciones, pero una demanda interna resiliente. Se prevé que el acuerdo comercial entre la Unión Europea y Estados Unidos, que impuso aranceles del 15% a todas las exportaciones, afecte negativamente a la actividad en 1,1 puntos porcentuales durante el segundo semestre de 2025 y en 2026. Sin embargo, el paquete fiscal alemán debería compensar parcialmente este shock el próximo año. Con una inflación en torno al 2,0% y una actividad resiliente, no hay necesidad de nuevos recortes de tasa por parte del Banco Central Europeo, y es probable que la tasa de interés oficial se mantenga en el 2,0%, como reforzaron los miembros del comité en la reunión de política monetaria de julio. En nuestra opinión, se necesitaría una desaceleración significativa de la actividad, particularmente en el mercado laboral, para que se produzcan nuevos recortes de tasas.

**Para China, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento del PIB al 4,7% (frente al 4,5%) para 2025, manteniendo al mismo tiempo la proyección del 4,0% para 2026.** La actividad económica en el primer semestre del año se vio respaldada por dos factores clave: primero, la rápida implementación del estímulo fiscal anunciado para el año, que ha estado impulsando la inversión en infraestructura; y segundo, las exportaciones, que continúan a un ritmo positivo con la redirección de productos chinos a otros países

asiáticos. En consecuencia, actualmente no se necesitaría una ronda adicional de estímulos. La reunión del Politburó de julio reforzó esta visión, indicando que no se esperan medidas en el sector inmobiliario ni flexibilización monetaria a corto plazo. Sin embargo, anticipamos una desaceleración de la actividad durante el segundo semestre, con un impacto más evidente de los aranceles, lo que debería dar lugar a una nueva ronda de estímulos entre el tercer y el cuarto trimestre para asegurar el objetivo de crecimiento del 5% para este año.

**América Latina: Cambios menores y mixtos en los pronósticos este mes**

**Cambios mixtos en las previsiones de crecimiento.**

En México, los datos de actividad siguen mostrándose robustos. Tras un desempeño mejor de lo esperado en el segundo trimestre de 2025, elevamos nuevamente nuestra previsión del PIB para 2025 al 0,6%, desde un modesto 0,2%, y al 1,2% para 2026, desde el 1,0% anterior. Al mismo tiempo, anticipamos cierto respaldo al crecimiento de México proveniente de fuentes internacionales, principalmente en las exportaciones manufactureras, que aún se benefician de algunos efectos del adelantamiento de importaciones para evitar los aranceles, y del crecimiento del sector turístico. Nuestras revisiones al alza de la previsión de crecimiento para 2025 se producen después de que la economía evitó por poco una recesión técnica a principios de año, y la dinámica de crecimiento parece desafiar el patrón histórico de recesión durante el primer año de una nueva administración, incluso en el contexto de una reducción significativa del déficit fiscal.

También revisamos al alza el crecimiento del PIB en Colombia al 2,9% para 2025 y al 2,6% para 2026 (desde una estimación previa del 2,5% para ambos años). Este ajuste refleja una recuperación más rápida de lo previsto en el sector comercial, apoyada por un fuerte consumo privado. Además, el sector agrícola ha mantenido un sólido impulso, impulsado por los precios favorables del café. En Chile y Perú, mantuvimos nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2025 y nos acercamos a sus respectivos potenciales en 2026. En ambas economías, los términos de intercambio se mantienen sólidos, y se espera que el contexto externo se modere a medida que la economía mundial se desacelera gradualmente. En el caso de Chile, la persistente holgura del mercado laboral y la debilidad del crédito comercial plantean riesgos a la baja a lo largo del tiempo.

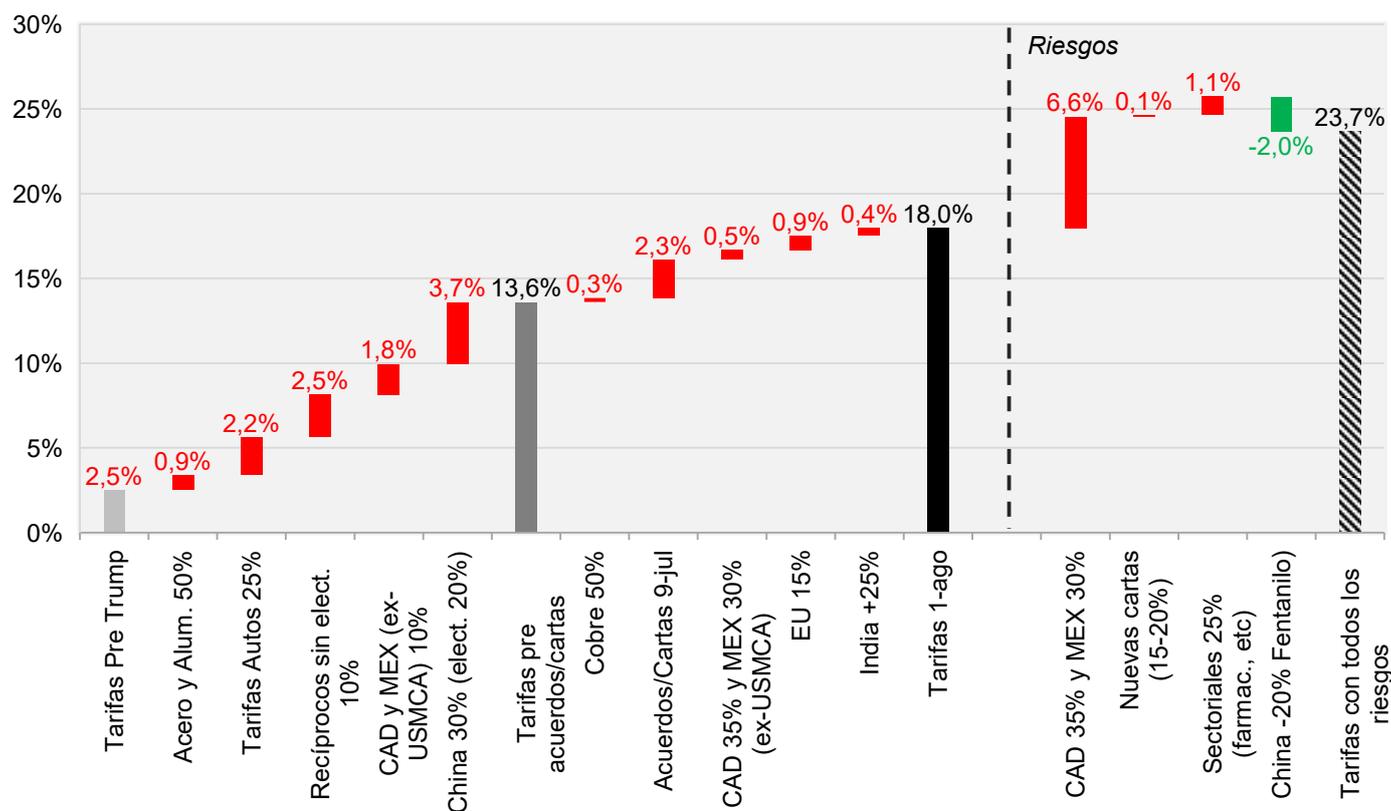
Finalmente, tras una serie de datos de actividad más débiles de lo esperado en los últimos meses en Argentina, ajustamos ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025, al 5,0%, desde el 5,2% de nuestro escenario anterior. También revisamos nuestra previsión para 2026 al 3,5%, desde el 4,0%, principalmente debido a un menor *carry* esperado a partir de 2025. El crecimiento en Argentina sigue siendo excepcional, lo que refleja el progreso en la estabilización y la liberalización gradual de la economía durante el último año.

**Pocos cambios en nuestras proyecciones de inflación.** En México, el escenario inflacionario sigue siendo poco propicio, en particular para la inflación subyacente. En nuestra opinión, la tendencia desinflacionaria se ha detenido y la inflación fluctúa ahora muy por encima de la meta, impulsada por varios fundamentos. Estos incluyen el traspaso del dólar estadounidense al peso mexicano (rezagado respecto a la depreciación del año pasado), la normalización de la inflación de bienes desde niveles previamente bajos, la persistente inflación de servicios, una desaceleración de la actividad económica en un mercado laboral relativamente resiliente y las expectativas de inflación ancladas en torno al 4% (límite superior de la meta de inflación de Banxico del 3%). Mantuvimos nuestra previsión de inflación para finales de 2025 en 4,1% y en 3,7% para finales de 2026.

Tras la sorpresa alcista de la inflación en julio en Chile, revisamos nuestra previsión de inflación para finales de 2025 de 3,8% a 3,9% y prevemos que la inflación alcanzará la meta de 3% durante el primer semestre de 2026. En Colombia, prevemos que la inflación se mantendrá elevada en el segundo semestre del año, impulsada por una base estadística baja en comparación con el segundo semestre de 2024, junto con los riesgos derivados del aumento de los precios del gas. Mantuvimos nuestra previsión de inflación para finales de año en 5,1%, pero revisamos al alza nuestra estimación para 2026, a 4,0% (desde 3,6%), incorporando los riesgos de otro aumento significativo del salario mínimo el próximo año, en medio de un sólido consumo interno y un mercado laboral resiliente. El caso de Perú se distingue del resto de la región en el sentido de que la inflación se encuentra por debajo de la meta de 2% y dentro del rango de tolerancia del BCRP, y la perspectiva inflacionaria se mantiene bien anclada. Se espera que la inflación general aumente moderadamente en los próximos meses, en parte debido a los efectos de base, y alcance el 2,2% para finales de año. Aun así, el panorama de riesgos a futuro se inclina a la baja.

**Ajustando nuestras proyecciones de política monetaria.** Seguimos esperando que la política monetaria se vuelva menos contractiva en varias economías de la región. En México, creemos que Banxico optará por otro recorte de 25 pb en septiembre sin embargo, hacia más adelante, todas las opciones están sobre la mesa. Nuestro escenario global considera solo un recorte de 25 pb por parte de la Fed en diciembre, que creemos se alinea con nuestro punto final del ciclo del 7,5%. Si el FOMC reinicia su política monetaria expansiva en septiembre, Banxico podría adelantar algunos de los recortes que esperábamos solo en 2026, terminando el año en 7,0%, con dos recortes adicionales de 25 pb a principios del próximo año, también en consonancia con nuestro escenario actual del FOMC. En Chile, tras el recorte unánime de 25 pb en julio al 4,75% y los riesgos asociados a la sorpresa al alza de la inflación en julio, ahora proyectamos solo un recorte más este año al 4,25%, para continuar hasta el 4% en el primer semestre de 2026. De todos modos, es probable que las consideraciones tácticas influyan más en las próximas decisiones. En Colombia, tras la decisión del Banco de la República de mantener estables las tasas en julio, debido a la preocupación por las persistentes expectativas de inflación y la sólida demanda interna, prevemos que la tasa de política se mantendrá hasta fin de año en el 9,25% (desde el 8,75%) y volverá a alcanzarlo el próximo año, al 8,25% para finales de 2026 (desde el 7,75%).

### Tarifas de EE.UU. efectivas



### Proyecciones: Economía global

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
<b>Economía mundial</b>										
<b>Crecimiento del PIB Mundial - %</b>	-2,8	6,3	3,5	3,2	3,2	<b>3,0</b>	2,9	<b>2,8</b>	2,8	
EUA - %	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	<b>1,7</b>	1,7	<b>1,5</b>	1,5	
Zona del Euro - %	-6,2	6,3	3,6	0,7	0,9	<b>1,1</b>	0,8	<b>1,2</b>	1,2	
China - %	2,0	7,7	3,0	5,4	5,0	<b>4,7</b>	4,5	<b>4,0</b>	4,0	
<b>Inflación</b>										
Núcleo del CPI (EUA), final del período - %	1,6	5,5	5,7	3,9	3,2	<b>3,8</b>	3,8	<b>3,0</b>	3,0	
<b>Tasas de interés y monedas</b>										
Tasa Fed - %	0,1	0,1	4,1	5,4	4,5	<b>4,1</b>	4,1	<b>3,6</b>	3,6	
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	0,93	1,47	3,88	3,88	4,58	<b>4,50</b>	4,50	<b>4,25</b>	4,25	
USD/EUR - final del período	1,22	1,13	1,07	1,10	1,04	<b>1,20</b>	1,20	<b>1,20</b>	1,20	
CNY/USD - final del período	6,5	6,4	6,9	7,1	7,3	<b>7,2</b>	7,2	<b>7,2</b>	7,2	
Índice DXY (*)	89,9	95,7	103,5	101,3	108,5	<b>95,8</b>	95,8	<b>95,4</b>	95,4	

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.

## Chile

## En la recta final

- ▶ El Banco Central reanudó su ciclo de recortes de tasas en julio, bajando la tasa de política monetaria al 4,75% y dando señales de una mayor flexibilización. Las expectativas de inflación ancladas, un mercado laboral presentando holguras, y la débil dinámica del crédito comercial respaldan una reducción gradual hacia la tasa nominal neutral del 4%. Sin embargo, el aumento de las presiones inflacionarias subyacentes en los últimos meses, junto a la robustez de la actividad no minera, abogan por un ritmo gradual de recortes. Ahora anticipamos una pausa en septiembre, con un recorte de tasas de 25 pb para cerrar el año en el 4,5%. Esperamos que el ciclo concluya en el 4% en el segundo trimestre de 2026.

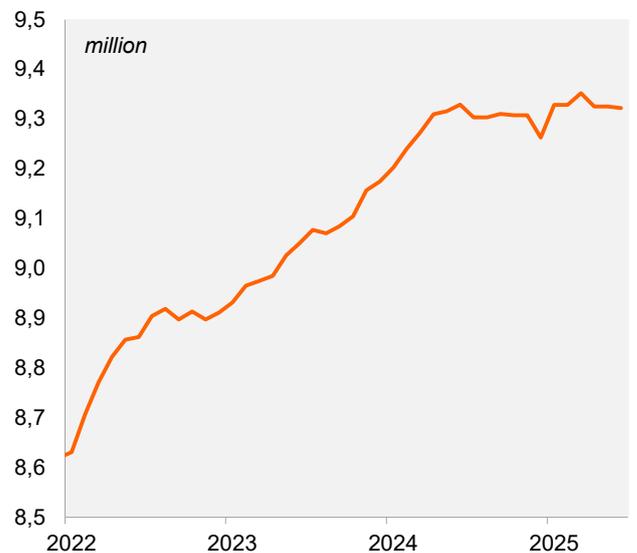
### Se consolida un escenario de recuperación económica con un empleo débil

**La economía creció un 3,1% interanual en el 2T25 (IPoM: 3,1%; 2,5% en el 1T25), marcando el cuarto avance positivo trimestral (SA) consecutivo.** La minería repuntó con un aumento interanual del 4,0%, revirtiendo la contracción del 1% observada en el 1T25. Los sectores no mineros se expandieron un 3% (3,0% en el 1T25), liderados por el comercio, en línea con el elevado crecimiento de los salarios reales (impulsado por los ajustes del salario mínimo) y la afluencia del turismo argentino. Los niveles de confianza empresarial (IMCE) al inicio del 2S25 continuaron su tendencia al alza, clave para consolidar la recuperación de la inversión. Las importaciones de bienes de capital en lo que va del año han aumentado un 20% interanual. Por su parte, los desarrollos en el frente comercial han sido positivos, con Estados Unidos excluyendo el cobre refinado de los aranceles y manteniendo el mínimo del 10% sobre el resto de las exportaciones chilenas. Además, el gasto fiscal se está reduciendo, como esperábamos, mientras que la contribución marginal de los efectos del turismo se desvanecería en medio de efectos de base más exigentes en el segundo semestre de 2025.

**Si bien el crecimiento económico mejora, los mercados laborales y crediticios se han estancado.** Según la Encuesta de Crédito Bancario del 2T25 del BCCh, la demanda de préstamos continuó debilitándose en todos los segmentos, excepto en la demanda de créditos de vivienda. A su vez, la oferta de crédito se ha mantenido estable durante los últimos trimestres. Mientras tanto, los despidos por necesidad de la empresa aumentaron un 8,9% interanual en el trimestre móvil que finalizó en mayo, a pesar de que los indicadores indirectos de la demanda laboral han mejorado ligeramente, pero todavía se mantienen muy

por debajo de los niveles prepandemia. La tasa nacional de desempleo se situó por encima del límite superior de la estimación NAIRU del BCCh en el 2T25, con una creación de empleo limitada, y la tasa de desempleo femenino (SA) subiendo al 9,9% (el nivel más alto fuera de los períodos de crisis económica). Con todo, dados los aumentos sustanciales de los costos laborales en los últimos años, se espera que persista la debilidad en el mercado laboral, lo que representa un riesgo para el crecimiento del consumo privado.

#### Niveles de empleo estancados

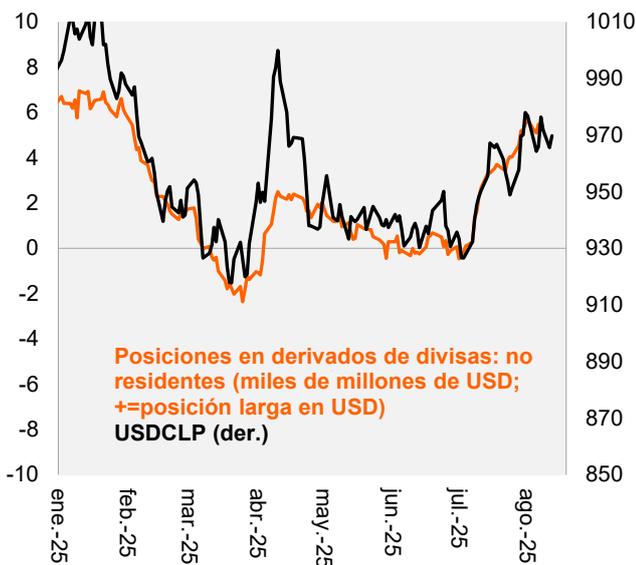


Fuente: INE, Itaú

**Durante el 1S25 se registró un superávit comercial elevado de USD 11.700 millones (3,5% del PIB), similar al mismo período del año pasado.** Las exportaciones de cobre siguieron siendo el motor clave detrás de esta cifra, aumentando un 10% interanual durante el 1S25. A su vez, para fines del semestre anterior, las exportaciones a los EE.UU. comenzaron a normalizarse luego de un importante adelantamiento de

envíos en medio de la incertidumbre arancelaria. Además, la dinámica de las importaciones continúa reflejando una mejora de la demanda interna, ya que tanto los bienes de capital como los de consumo aumentaron a una tasa de dos dígitos en el 2T. A principios de julio, EE.UU. señaló la posibilidad de implementar un arancel del 50% sobre las importaciones de cobre refinado. Tras esto, los no-residentes aumentaron significativamente sus posiciones cortas en derivados CLP. Sin embargo, para fines de julio, la administración Trump eximió al cobre refinado de aranceles. Con todo, la combinación de desarrollos arancelarios favorables, un escenario global ajustado de oferta y demanda para el cobre, y nuestra visión de un dólar estadounidense globalmente más débil por delante respalda una recuperación del CLP desde los niveles actuales en el futuro.

### No residentes apuestan en contra del CLP

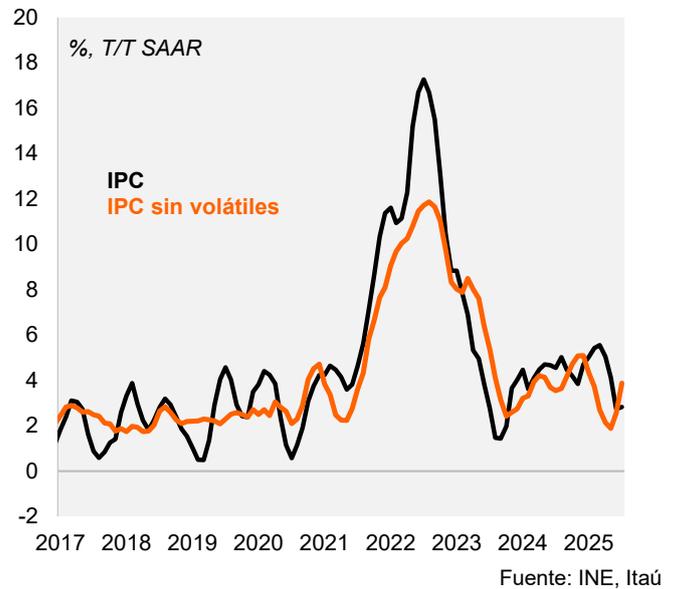


## Retomando el ciclo de recortes y acumulando reservas

**Los datos recientes de inflación han sido volátiles, al mismo tiempo de un IPC sin volátiles sorprendiendo al alza.** El evento de ventas del Cyber Day contribuyó a la caída del IPC en junio (-0,4% intermensual), mientras que la normalización de aquellos precios, más el aumento del 7% en las tarifas eléctricas impulsaron un significativo aumento mensual del 0,9% en julio. La inflación total se sitúa actualmente en el 4,3% interanual, muy por encima del objetivo del 3%. Por su parte, la inflación sin volátiles subió al 4,0%, marcando su tercer aumento consecutivo desde el 3,5% de abril. Aun así, las expectativas de inflación a dos

años (basadas en encuestas) se mantienen ancladas en el 3%. Mientras tanto, los datos de los precios del productor del sector manufacturero sugieren una presión alcista limitada sobre los precios de los bienes transables a corto plazo.

### Presiones inflacionarias subyacentes aumentan en el magen



**En su quinta reunión de política monetaria del año, el Banco Central de Chile (BCCh) redujo por unanimidad la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 pb, hasta el 4,75%.** Este fue el primer movimiento de la tasa de política monetaria de 2025, rompiendo una larga pausa iniciada tras un recorte de 25 pb en diciembre pasado. La comunicación por parte del Consejo se mantuvo sin cambios, lo que indica que, de materializarse el escenario central del IPoM de junio, la TPM se reducirá a su rango nominal neutral durante los próximos trimestres (nominal: 3,5%-4,5%).

**Un programa trienal de acumulación de reservas por USD 18.500 millones.** El BCCh anunció inesperadamente un programa de acumulación de reservas de hasta USD 25 millones diarios durante tres años, con revisión semestral. Señalando también que el exceso de pesos proveniente de la compra de dólares será esterilizado. A fines de julio, las reservas internacionales alcanzaron los USD 46.200 millones (13,8% del PIB), cifra que el programa elevaría a aproximadamente el 18% del PIB en tres años, un nivel que el BCCh ha fijado como meta en el pasado (también considerado como un "nivel adecuado" por el FMI). El FMI estima que los niveles de reservas de Chile se encuentran en el 79% del nivel adecuado (ARA), el más bajo entre los países con metas de inflación de la

región. El programa busca reemplazar el acceso a liquidez internacional del BCCh (la LCF del FMI por USD 13.800 millones, la Facilidad Repo FIMA de la Reserva Federal de Nueva York, entre otros) con sus propias reservas. En nuestra opinión, el anuncio probablemente se debió a la revisión de mitad de período de la LCF con el FMI que se realizará a fines de mes. Además, la magnitud de las compras diarias y la continua venta de dólares por parte del Ministerio de Hacienda harán que el efecto cambiario del programa sea limitado.

## Un ciclo de recortes más gradual

**Más allá de la caída temporal de la minería, los datos de actividad indican que la recuperación económica va por buen camino, consolidando una brecha producto cerrada.** Si la actividad se mantiene en los niveles del 2T25 durante el resto del año, la economía crecerá un 2,3%. Esperamos un crecimiento del PIB del 2,6% este año, impulsado principalmente por la recuperación de la inversión relacionada con la minería. Los términos de intercambio favorables también respaldarían nuestro pronóstico de crecimiento. Sin embargo, a medida que se desvanezcan los impulsos temporales a la economía en el primer semestre de 2025, como las medidas fiscales y el turismo, se espera que el dinamismo de la actividad muestre señales de desaceleración. La incertidumbre sobre las disrupciones de producción en ciertas minas durante el segundo semestre representa un riesgo a la baja para nuestro pronóstico de crecimiento.

**Nuestra proyección de 930 CLP por dólar para fin de año contempla una recuperación desde los niveles actuales del mercado spot.** La exclusión del cobre refinado de los aranceles de importación de EE. UU., el crecimiento económico positivo y la dinámica de la inversión, junto al debilitamiento del dólar global deberían impulsar la dinámica cambiaria en el futuro.

Actualmente, prevemos una senda a la baja del IPC interanual llegando al 3,9% en diciembre (+10 pb respecto al escenario anterior). Esperamos que la inflación alcance la meta del 3% durante el primer semestre de 2026.

**La decisión de política monetaria de julio de recortar 25 pb hasta el 4,75% era ampliamente esperada y confirma nuestra opinión de que el Banco Central considera justificada una política monetaria menos contractiva.** El escenario macroeconómico es consistente con recortes adicionales en los próximos trimestres hacia la tasa nominal neutral del 4%. A raíz de las últimas sorpresas alcistas en el IPC sin volátiles, ahora esperamos una trayectoria de recorte más gradual. Esperamos que la TPM finalice el año en el 4,5%, donde el momento de nuevos recortes dependerá principalmente de factores tácticos relacionados con el entorno local y externo. Específicamente, tras el significativo dato de inflación de julio, esperamos que el BCCh haga una pausa en septiembre para evaluar los efectos secundarios de los aumentos de electricidad y salarios. Prevemos que el ciclo concluirá en el primer semestre de 2026 en el 4%.

**Andrés Pérez M.  
Vittorio Peretti  
Andrea Tellechea Garcia**

## Proyecciones: Chile

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
<b>Actividad económica</b>										
Crecimiento real del PIB - %	-6,1	11,3	2,2	0,5	2,6	<b>2,6</b>	2,6	<b>2,0</b>	2,0	
PIB nominal - USD mil millones	254	311	302	332	324	<b>350</b>	350	<b>380</b>	380	
Población (millones de habitantes)	19,5	19,7	19,8	20,0	20,1	<b>20,2</b>	20,2	<b>20,3</b>	20,3	
PIB per cápita - USD	13.068	15.801	15.249	16.616	16.115	<b>17.314</b>	17.314	<b>18.705</b>	18.705	
Tasa de desempleo (prom. anual)	10,8	8,9	7,9	8,7	8,5	<b>8,7</b>	8,7	<b>8,6</b>	8,6	
<b>Inflación</b>										
IPC - %	3,0	7,2	12,8	3,9	4,5	<b>3,9</b>	3,8	<b>3,0</b>	3,0	
<b>Tasa de interés</b>										
Tasa de referencia - final del año - %	0,50	4,00	11,25	8,25	5,00	<b>4,50</b>	4,25	<b>4,00</b>	4,00	
<b>Balanza de pagos</b>										
CLP / USD - final del período	711	851	851	879	996	<b>930</b>	930	<b>900</b>	900	
Balanza comercial - USD mil millones	18,9	10,3	3,6	13,8	21,0	<b>19,5</b>	19,5	<b>18,0</b>	18,0	
Cuenta Corriente - % PIB	-1,9	-7,4	-8,8	-3,2	-1,5	<b>-2,0</b>	-2,0	<b>-2,3</b>	-2,3	
Inversión Extranjera Directa - % PIB	4,5	4,9	6,2	5,5	3,9	<b>4,0</b>	4,0	<b>3,9</b>	3,9	
Reservas Internacionales - USD mil millones	39,2	51,3	39,2	46,3	44,4	<b>46,0</b>	46,0	<b>48,0</b>	48,0	
<b>Finanzas Públicas</b>										
Resultado Primario - % del PIB	-6,3	-6,9	2,1	-1,6	-1,7	<b>-0,9</b>	-0,9	<b>0,0</b>	0,0	
Resultado Nominal - % del PIB	-7,3	-7,7	1,1	-2,4	-2,8	<b>-2,0</b>	-2,0	<b>-1,2</b>	-1,2	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	32,4	36,4	37,8	39,4	41,7	<b>42,2</b>	42,2	<b>42,7</b>	42,7	
Deuda Pública neta - % del PIB	13,3	20,2	20,4	23,2	26,0	<b>26,9</b>	26,9	<b>27,5</b>	27,5	

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

## Estudio macroeconómico - Itaú

## Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –

E-mail: macroeconomia@itaubba-economia.com

## Información relevante

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.itaub.com.br/atenda-itaub/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.