



Banco Central refuerza cautela ante persistencia inflacionaria

Panorama Económico Mensual

Septiembre 2025
Gerencia de Estudios

Es el momento



Puntos destacados

- La Fed retomaría los recortes de tasas en septiembre, en un contexto de enfriamiento laboral y alta inflación subyacente. En tanto, las tasas largas siguen elevadas a nivel global, reflejando preocupaciones fiscales y menor demanda estructural por deuda de largo plazo.
- Los mercados bursátiles mantienen un tono positivo, apoyados por menores tensiones comerciales y expectativas de estímulo monetario.
- El precio del cobre continúa estable, tras quedar exento de nuevos aranceles. Así, sostenemos nuestra proyección de USD 4,3/lb para 2025.
- La actividad local sorprende al alza en julio, impulsada por inversión en proyectos mineros y energéticos.
- El desempleo baja levemente, explicado por el empleo por cuenta propia. Por su parte, los salarios reales siguen creciendo.
- La inflación de agosto sorprende a la baja, pero aumenta persistencia del componente subyacente.
- El Banco Central mantuvo la Tasa de Política Monetaria en 4,75% en su reunión de septiembre y enfatizó los riesgos por inflación subyacente. Un nuevo recorte de tasa se daría en diciembre, con dos reducciones adicionales en 2026 cerrando en 4%.
- El déficit fiscal alcanza 1,5% del PIB en julio, dificultando cumplimiento de proyección del último Informe de Finanzas Públicas.



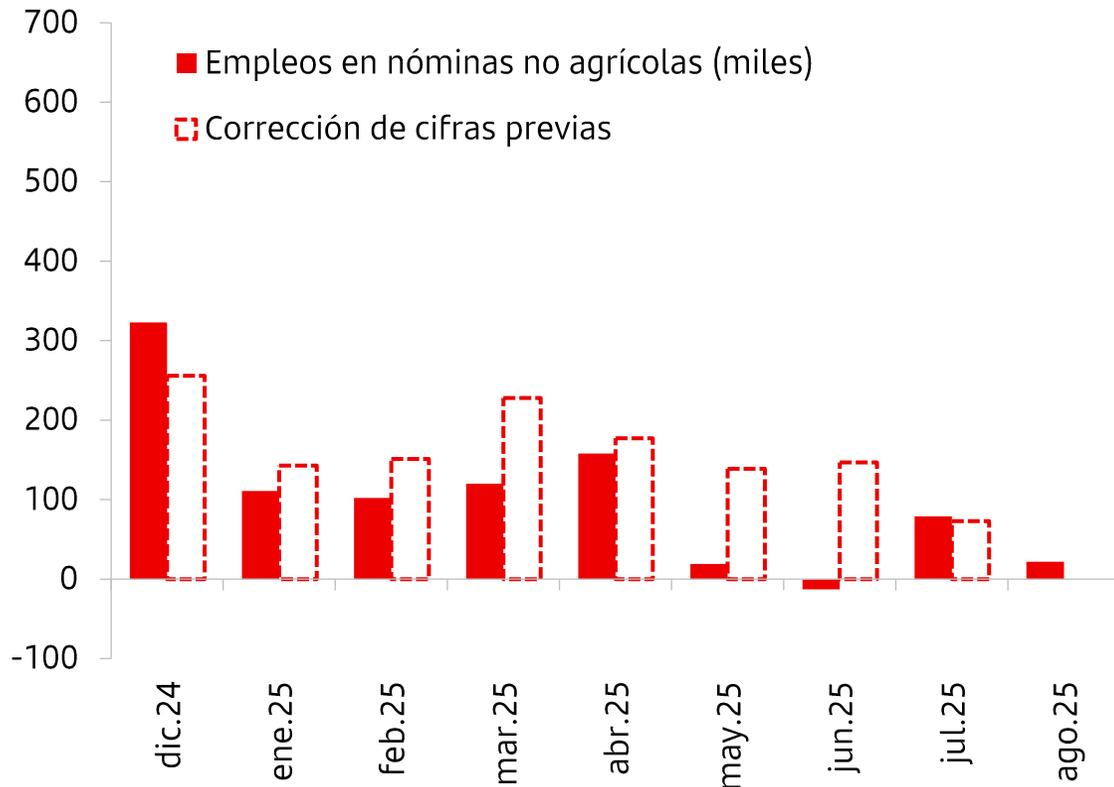
Panorama Internacional



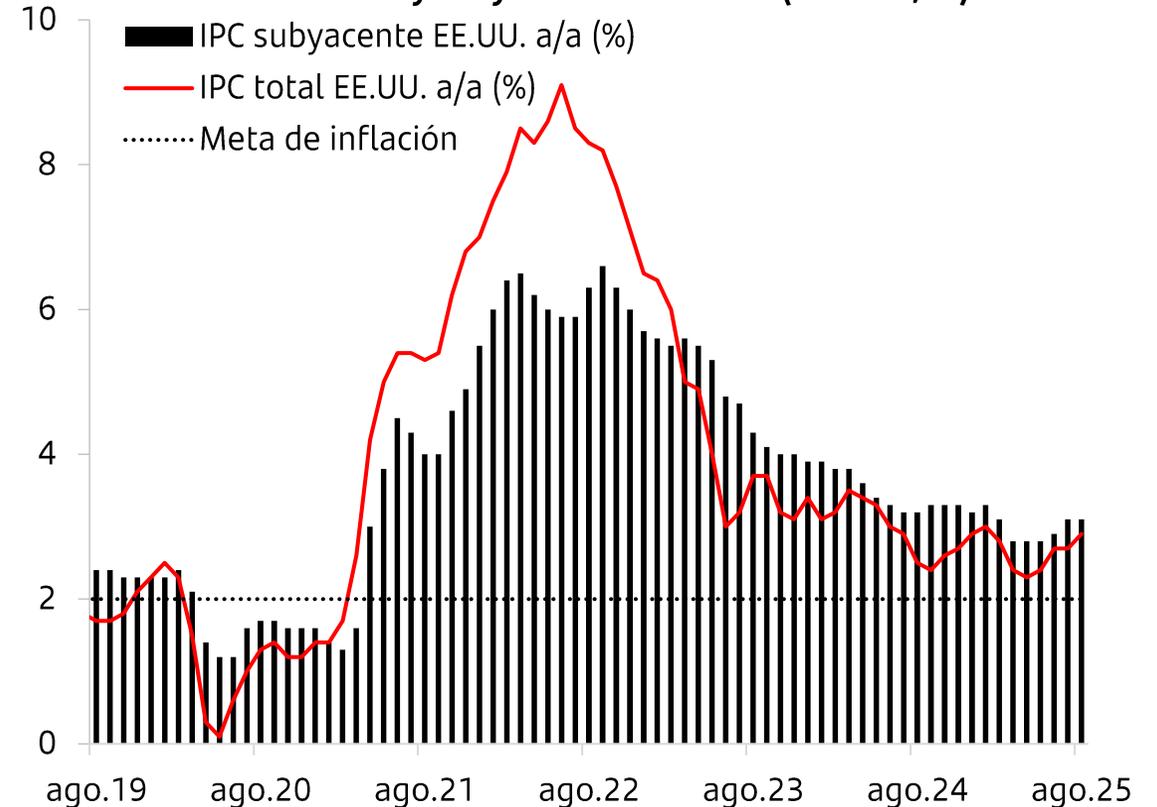
EE.UU.: Mercado laboral se enfría y surgen señales del impacto inflacionario de la política arancelaria

- El mercado laboral continúa enfriándose y donde la menor oferta de trabajadores, producto de políticas migratorias más estrictas, oculta parcialmente la caída en la demanda laboral.
- La inflación subyacente se mantiene en 3,1% a/a en agosto. Aunque el efecto total de los aranceles sobre los precios aún es incierto en cuanto al *timing*, duración y magnitud del impacto, esperamos que la inflación se mantenga elevada en los próximos meses.

Creación de empleos en nóminas no agrícolas (1)



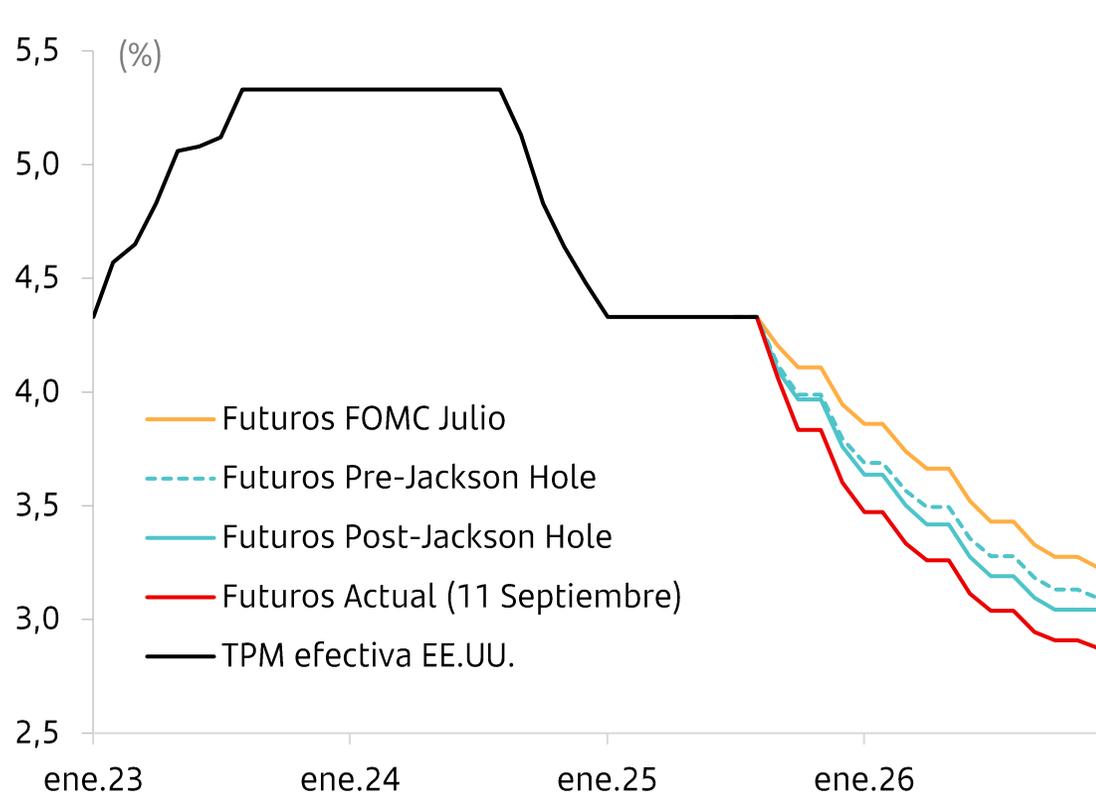
Inflación total y subyacente en EE.UU. (var. a/a, %)



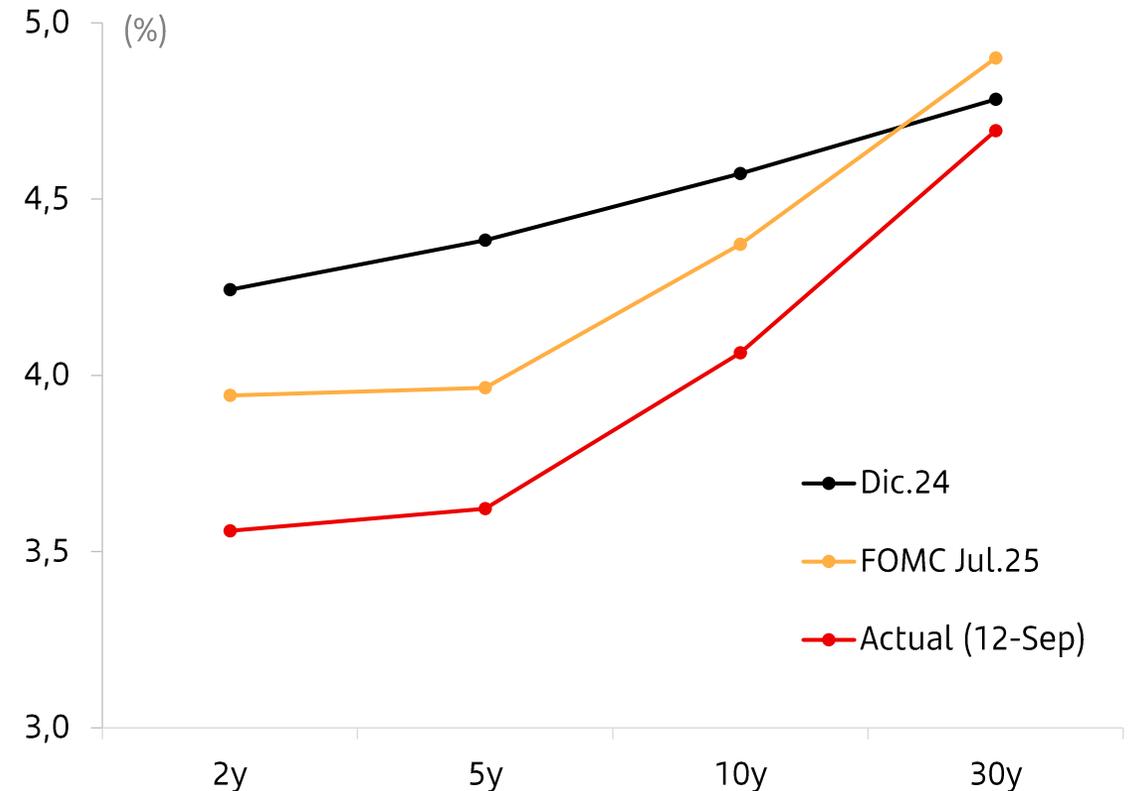
Ante los riesgos a la baja en el empleo y al alza en la inflación, la Fed retomaría los recortes de tasas en septiembre

- Los mercados ya incorporan una baja de 25 pb en la reunión de septiembre, hasta 4,25%, y otra adicional en diciembre, escenario con el que coincidimos. Para 2026, el mercado proyecta recortes adicionales de 75 pb, aunque nosotros anticipamos solo 50 pb.
- Las tasas largas siguen bajo presión al alza a nivel global. Este movimiento responde, principalmente, a preocupaciones fiscales y a la menor demanda estructural por deuda de largo plazo.

Tasa efectiva y Futuros – Fed Fund Rate (%)

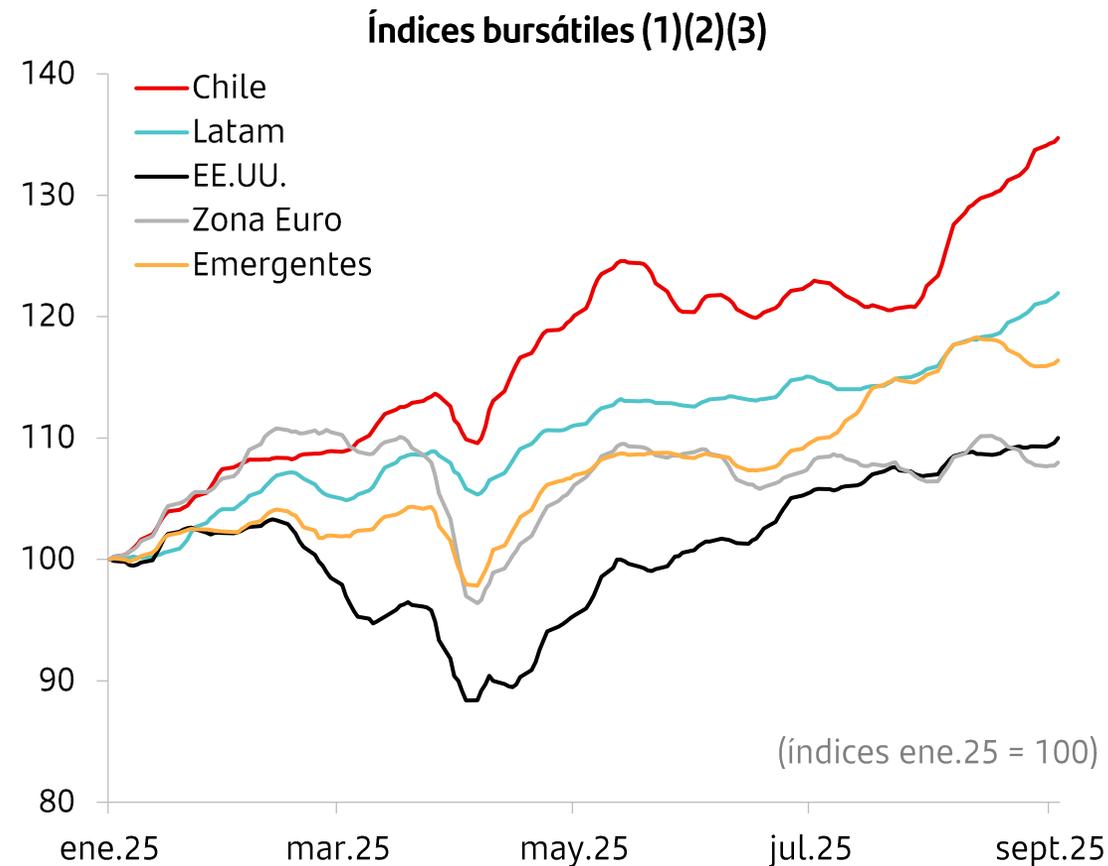
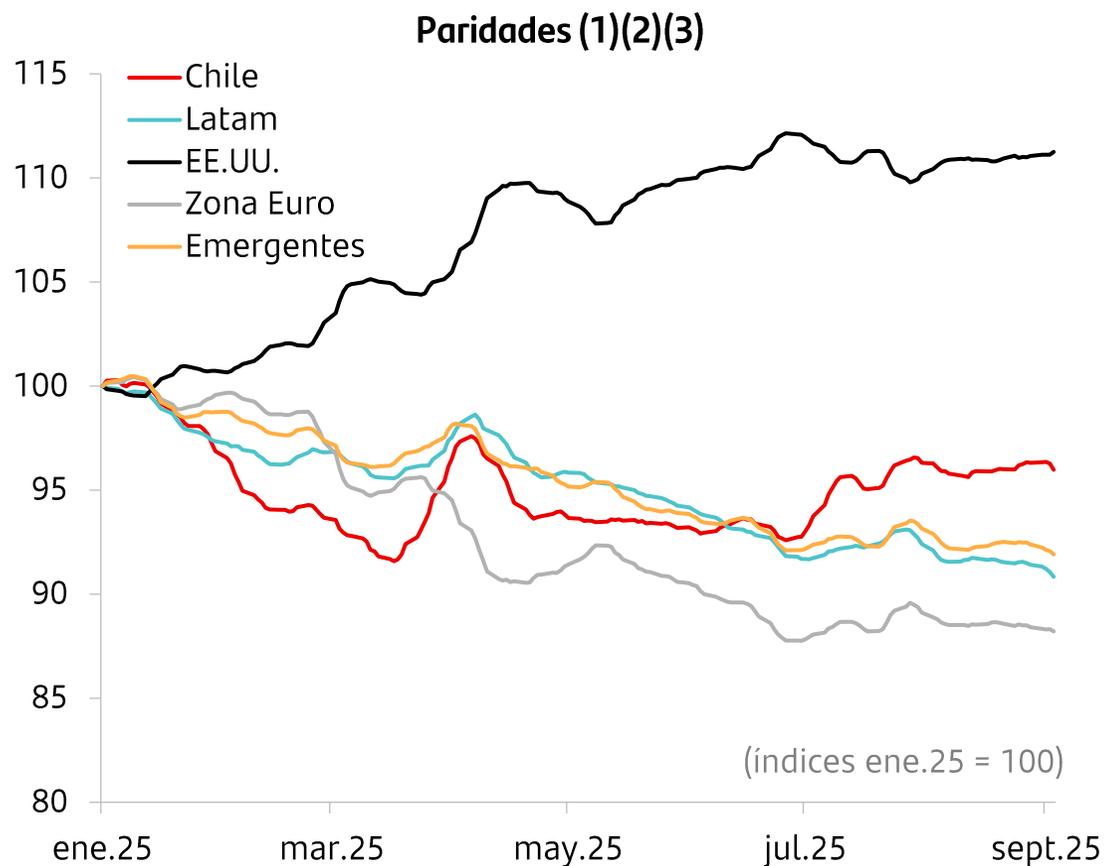


Curva de rendimientos de bonos del Tesoro – EE.UU. (%)



El dólar sigue depreciado a nivel global, mientras mercados bursátiles llegaron a máximos históricos

- El apetito por riesgo en los mercados accionarios continúa elevado, con el S&P 500 extendiendo su tendencia alcista. Esto, a pesar de la persistencia de riesgos económicos y geopolíticos, las presiones sobre la independencia de la Fed y la reciente volatilidad en los tramos más largos de la curva. El desempeño responde, en parte, a la disminución de tensiones comerciales, expectativas de recortes de tasas en el corto plazo y confianza en una agenda regulatoria más favorable para las empresas en EE.UU..

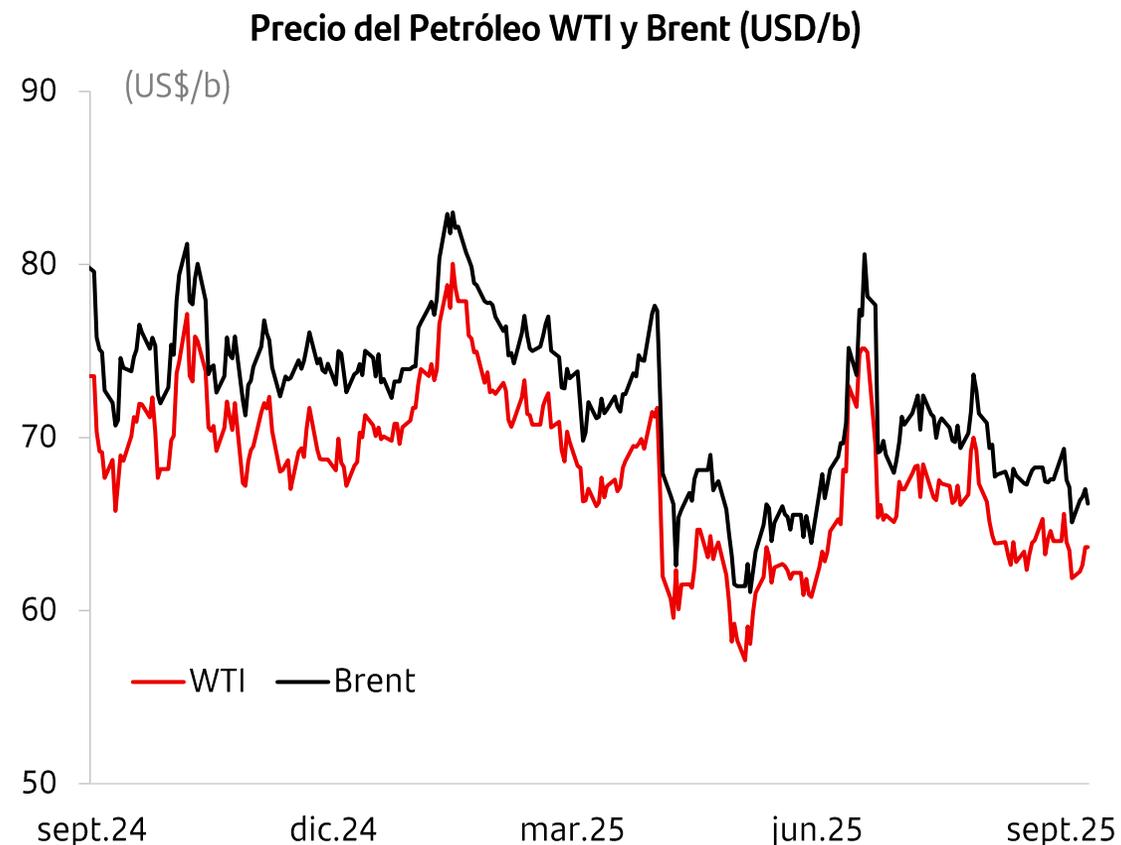
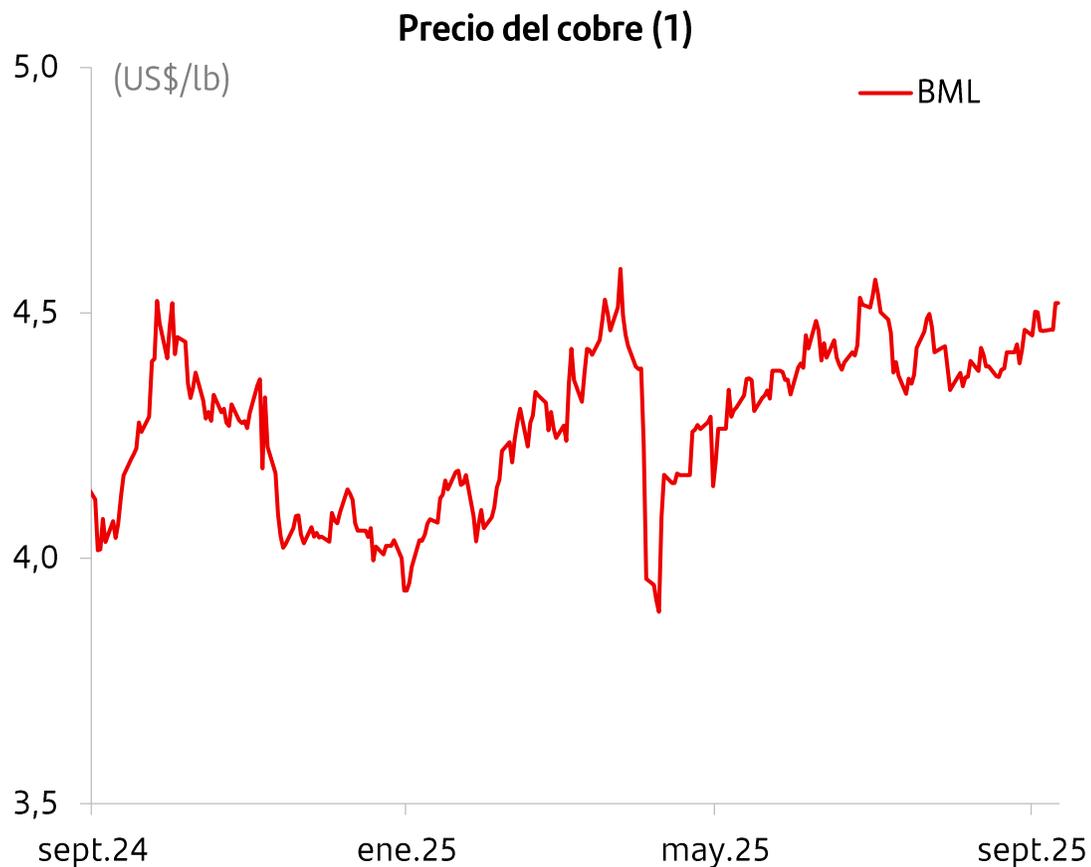


(1) Promedio móvil 7 días. (2) Latam: Promedio simple BR, CO, MX y PE. (3) Emergentes: Promedio simple HUN, IND, POL, SUD, TAI.

Fuente: Bloomberg y Santander

Mantenemos nuestra proyección del precio del cobre y del petróleo para este año

- Luego de que se excluyera al cobre refinado del arancel de 50% anunciado por EE.UU., el precio del metal se ubica en torno a USD 4,5 la libra, por lo que sostenemos nuestra proyección promedio de USD 4,3 la libra para 2025 y USD 4,2 la libra para 2026.
- El precio del petróleo WTI mantuvo la tendencia a la baja (-2% en el mes), ubicándose en torno a USD 62 el barril, lo que continúa acorde a nuestra proyección promedio para el WTI de USD 67 el barril en 2025 y USD 62 el barril en 2026.

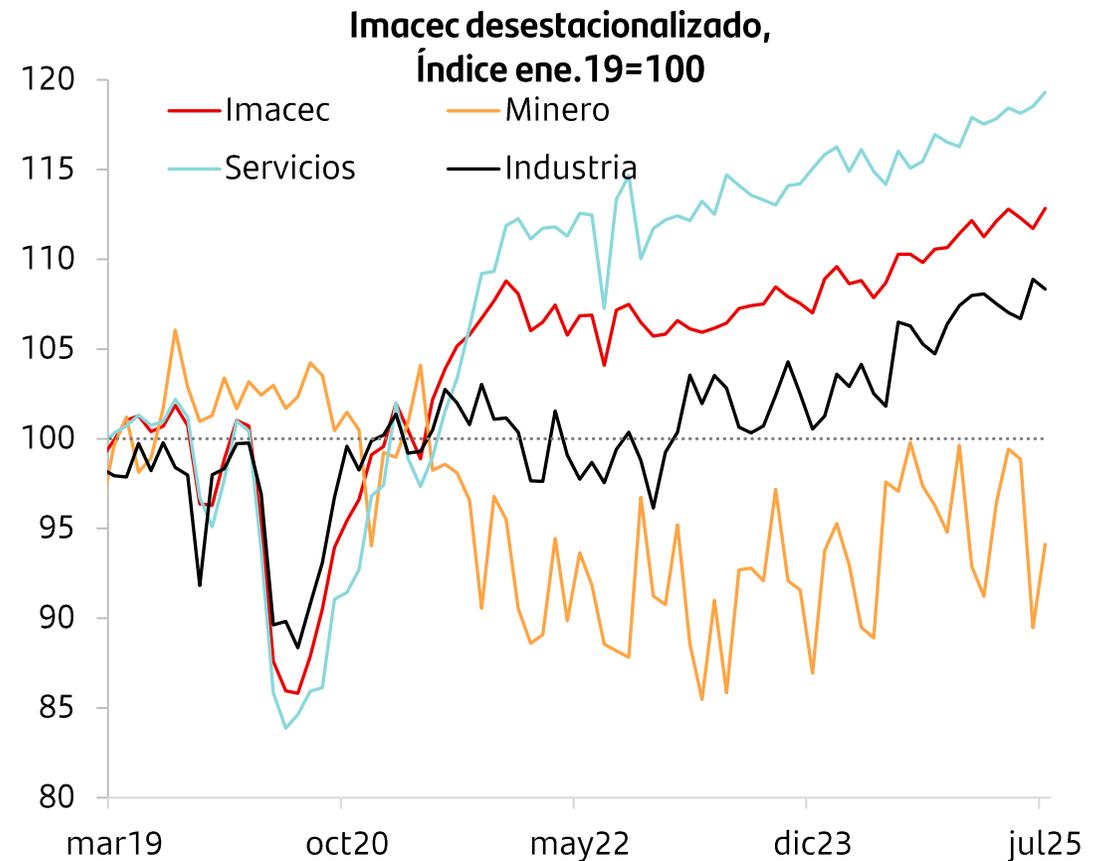
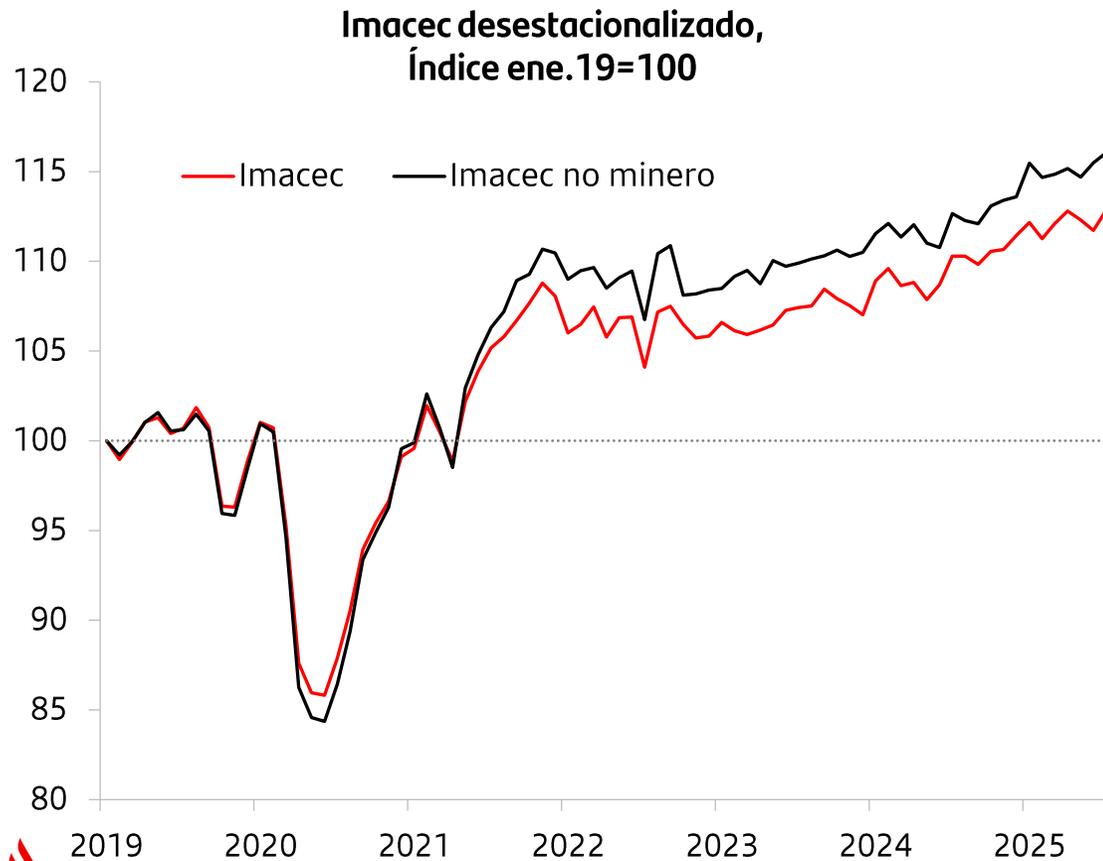


Panorama Local



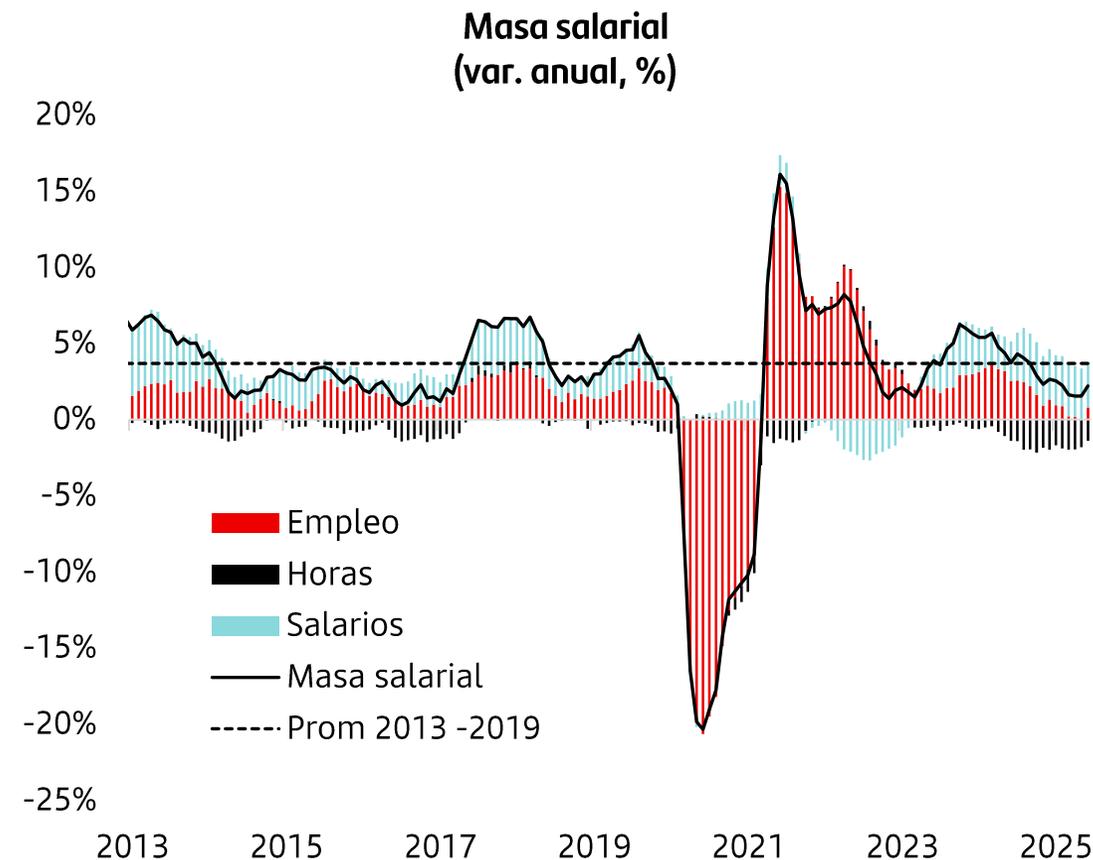
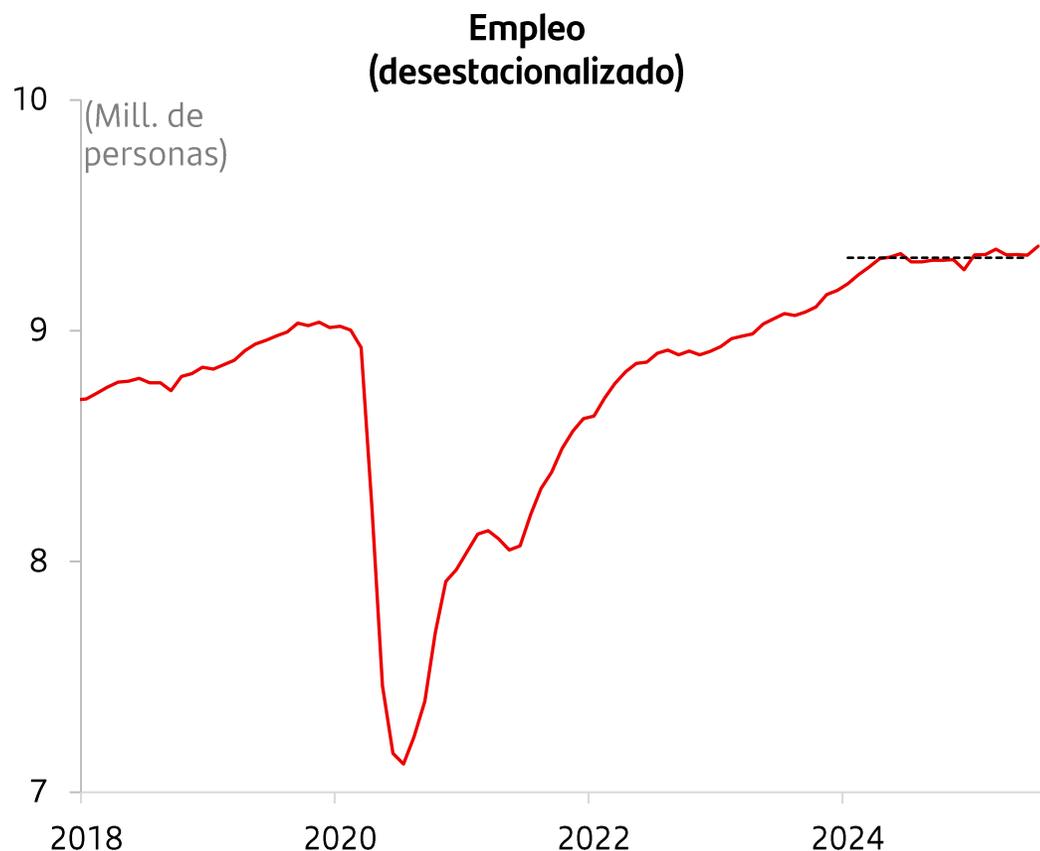
La actividad no minera continuó durante julio impulsada por una mayor demanda interna, en particular de los grandes proyectos de inversión minera y de energía

- El Imacec de julio registró una expansión anual de 1,8%, en línea con lo esperado por el consenso del mercado, pero con una variación mensual desestacionalizada de 1,0%, por sobre lo anticipado.
- Los componentes no mineros se benefician por la inversión de grandes proyectos, en particular, del comercio mayorista de maquinaria y equipo y servicios empresariales.
- La minería retrocedió en términos anuales (-3,3%).



Tasa de desempleo baja impulsada por empleo por cuenta propia, mientras los salarios reales continúan creciendo

- El empleo aumenta en julio (38,7 mil puestos desestacionalizados), principalmente, por trabajadores por cuenta propia. Esto llevó a que el desempleo retrocediera hasta 8,7% (8,9% previo).
- Los salarios se empujaron 2,8% a/a en términos reales. Esto ha compensado el estancamiento del empleo, lo que lleva a la masa salarial a crecer 2,2% a/a en términos reales.

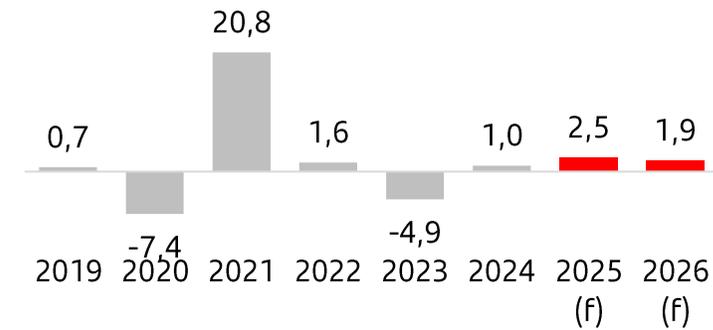


Proyecciones

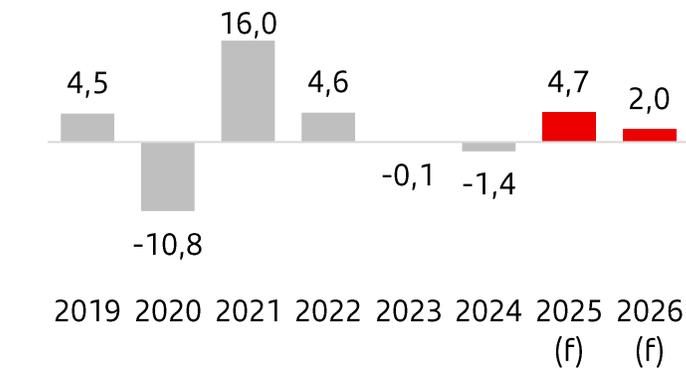
PIB
(a/a, %)



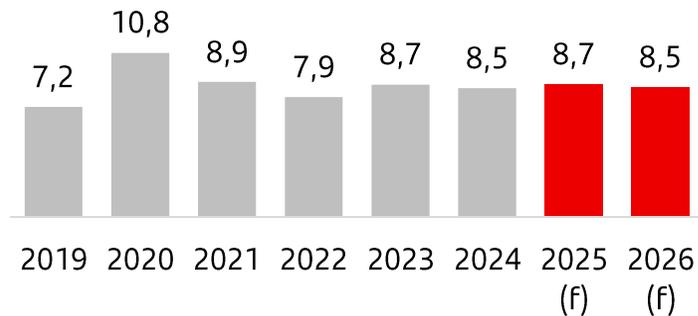
Consumo privado
(a/a, %)



Formación bruta de capital fijo
(a/a, %)

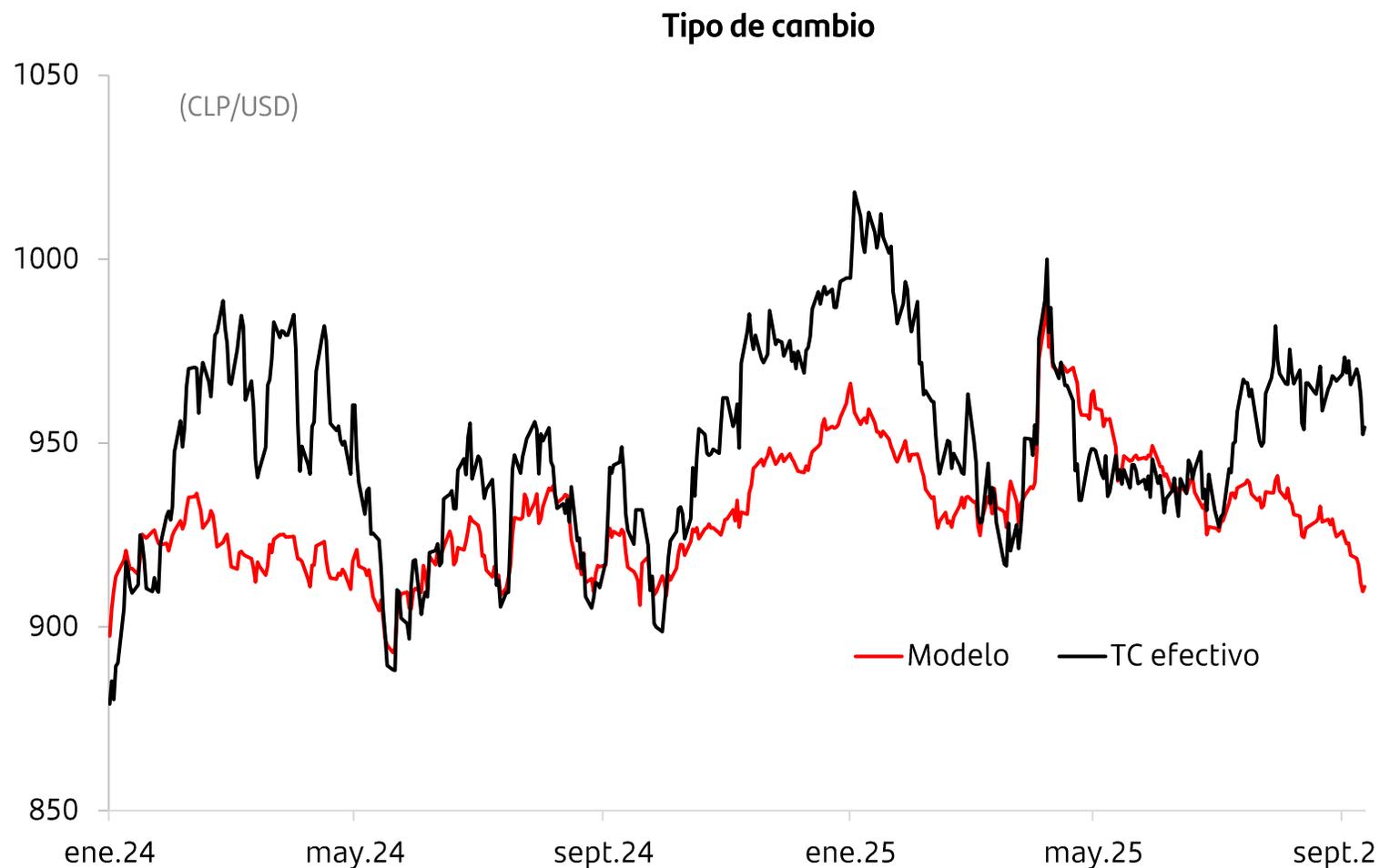


Desempleo
(promedio anual, %)



Tipo de cambio se mantiene desacoplado de los fundamentales

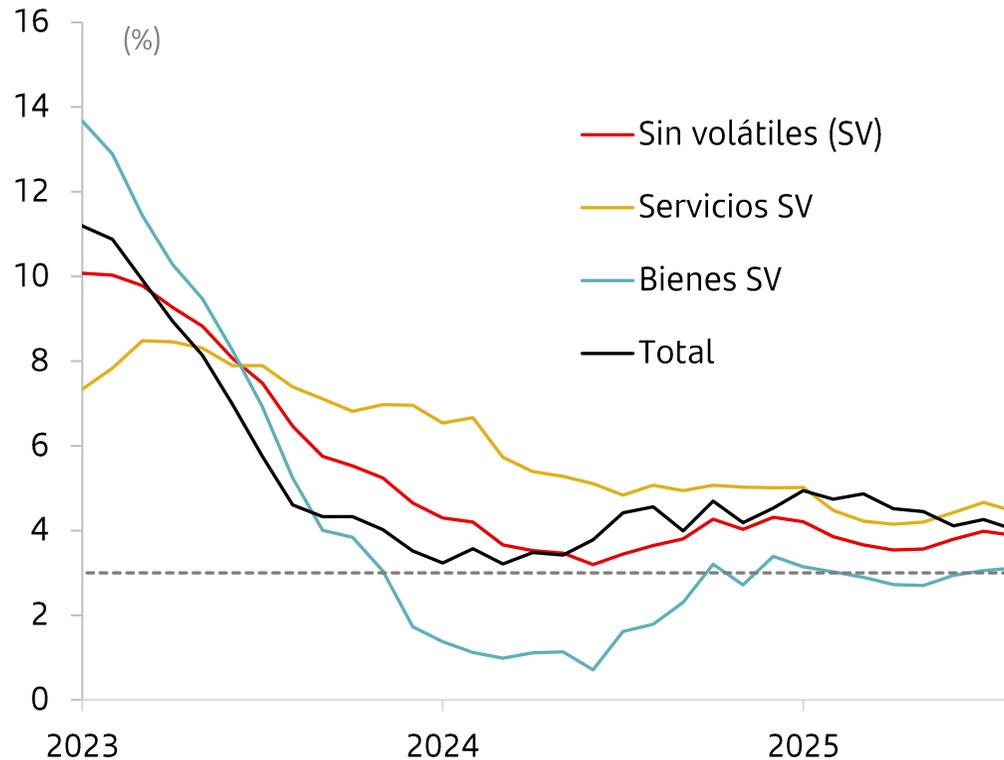
- Esperamos que el tipo de cambio se mantenga en torno a los niveles actuales hasta fin de año.



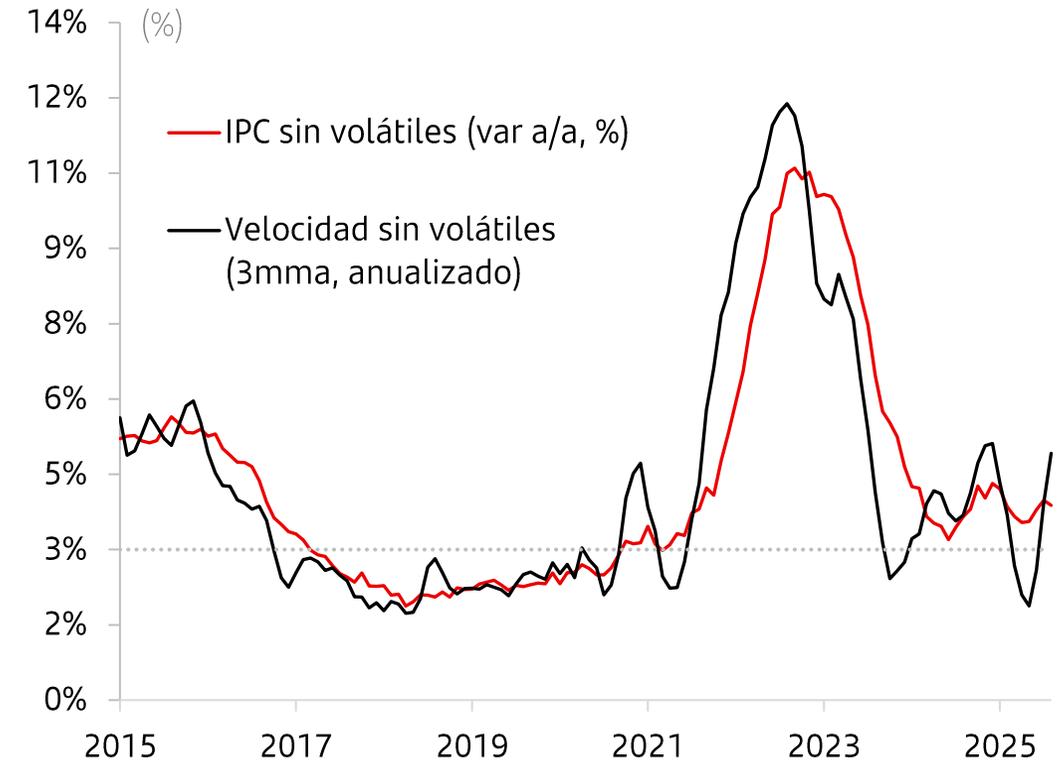
Inflación de agosto sorprende a la baja, manteniéndose la convergencia

- El IPC no registró avance en agosto (0,04% m/m), llevando a la variación anual a 4% (4,3% previo). El resultado mensual estuvo explicado por el componente de alimentos volátiles y servicios no volátiles.
- La medida subyacente tuvo un resultado similar (0% m/m; 3,9% a/a), pero continúa mostrando una persistencia en el margen algo mayor a lo anticipado, particularmente en el componente de servicios.

**Inflación y medidas subyacentes
(var a/a, %)**

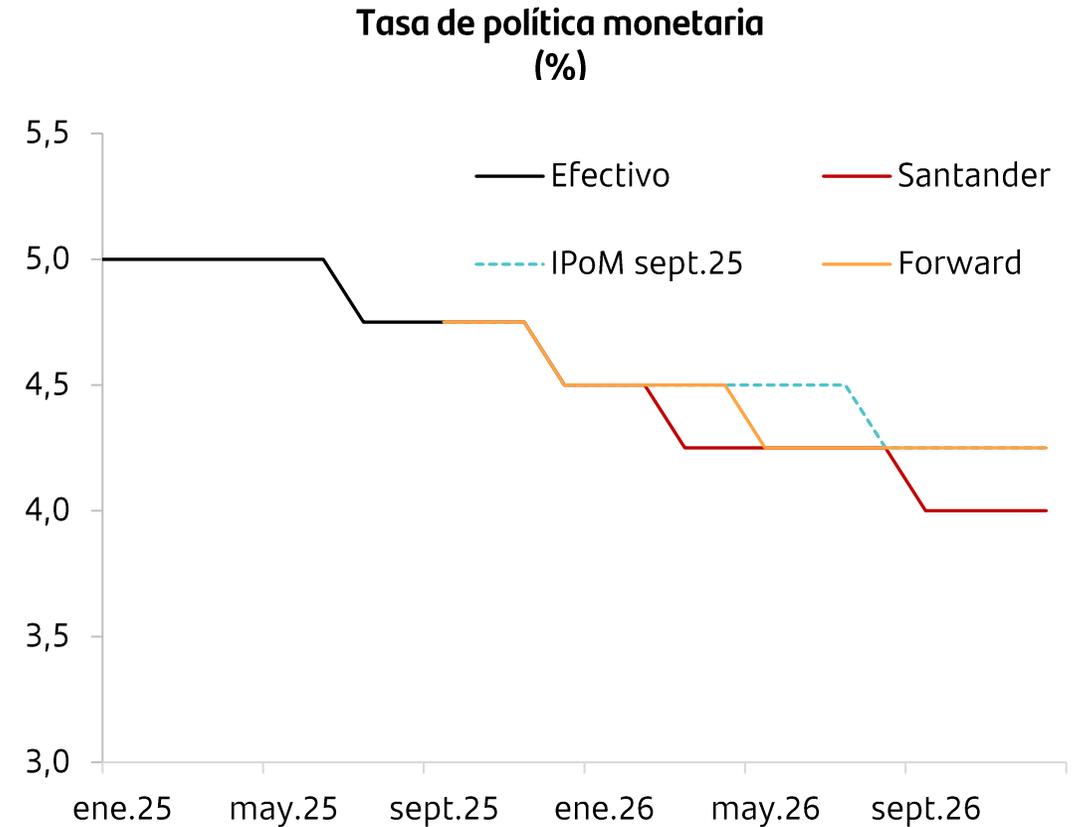
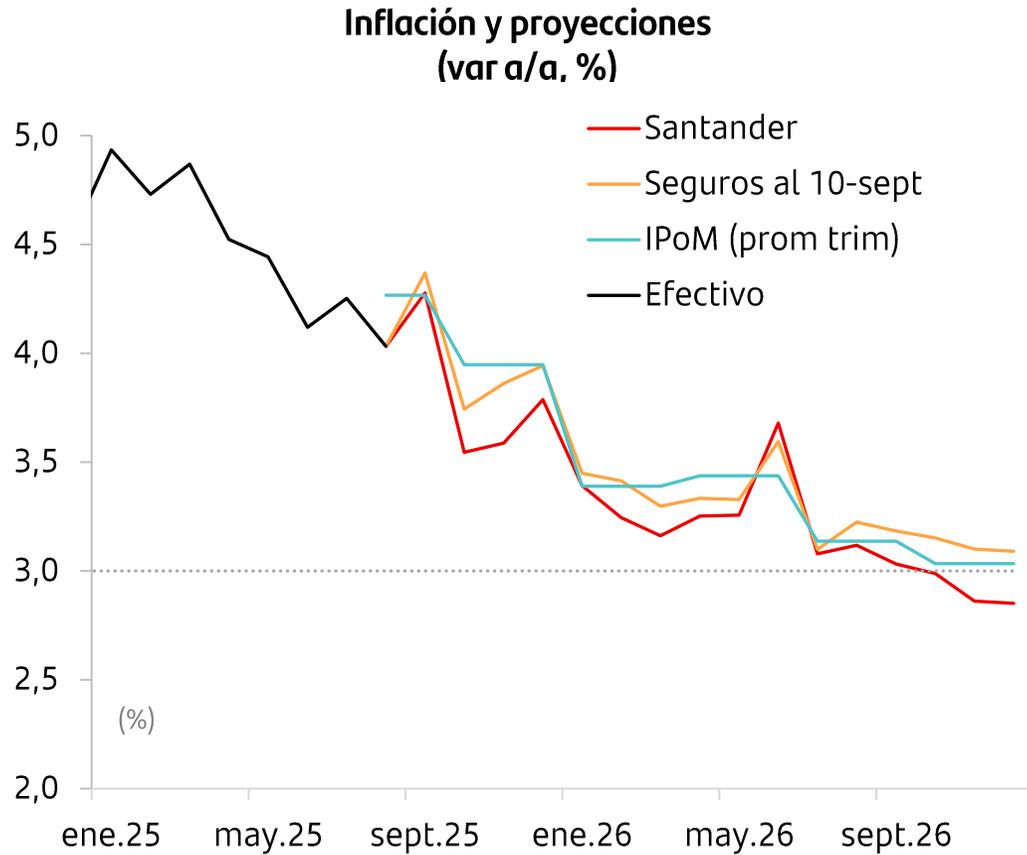


**Inflación sin volátiles y velocidad inflacionaria
(%)**



Siguiente recorte en la TPM se daría en diciembre

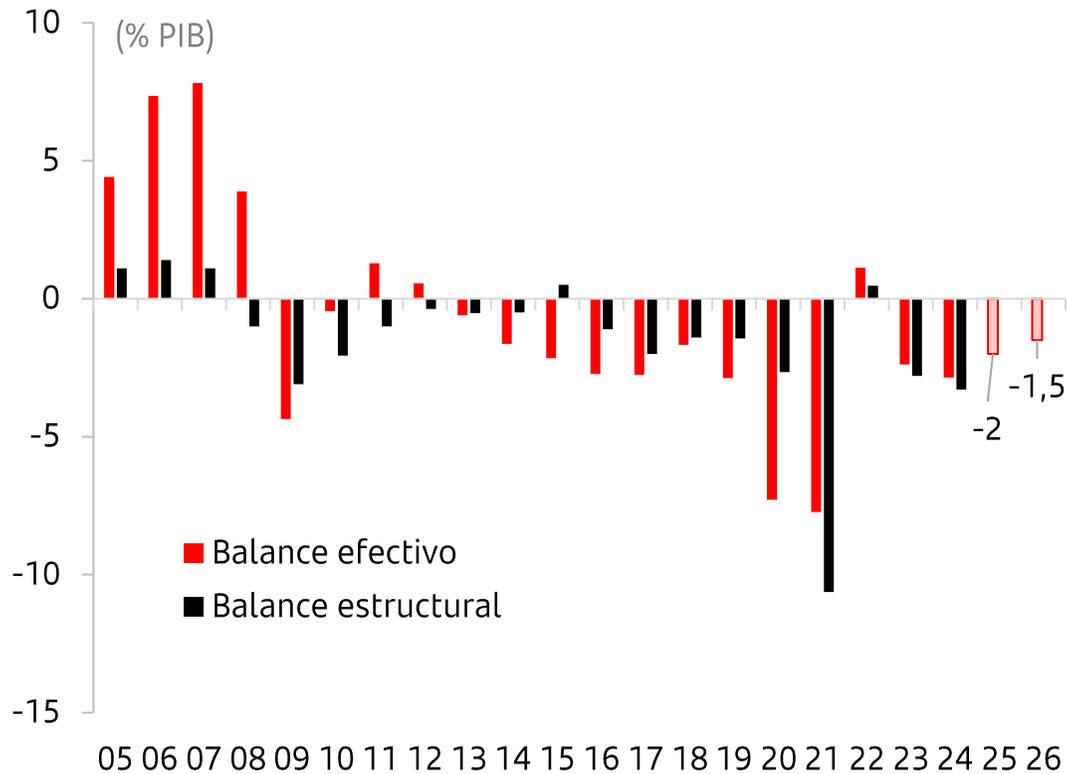
- El Banco Central mantuvo la Tasa de Política Monetaria en 4,75% en su reunión de septiembre y enfatizó los riesgos por inflación subyacente. Así, sostenemos nuestra expectativa de un recorte en diciembre de este año, pero proyectamos espacio para dos bajas adicionales en 2026, en marzo y septiembre, terminando el año en 4,0%.
- Proyectamos que inflación cerrará el año en 3,8% y 2026 en 2,9%.



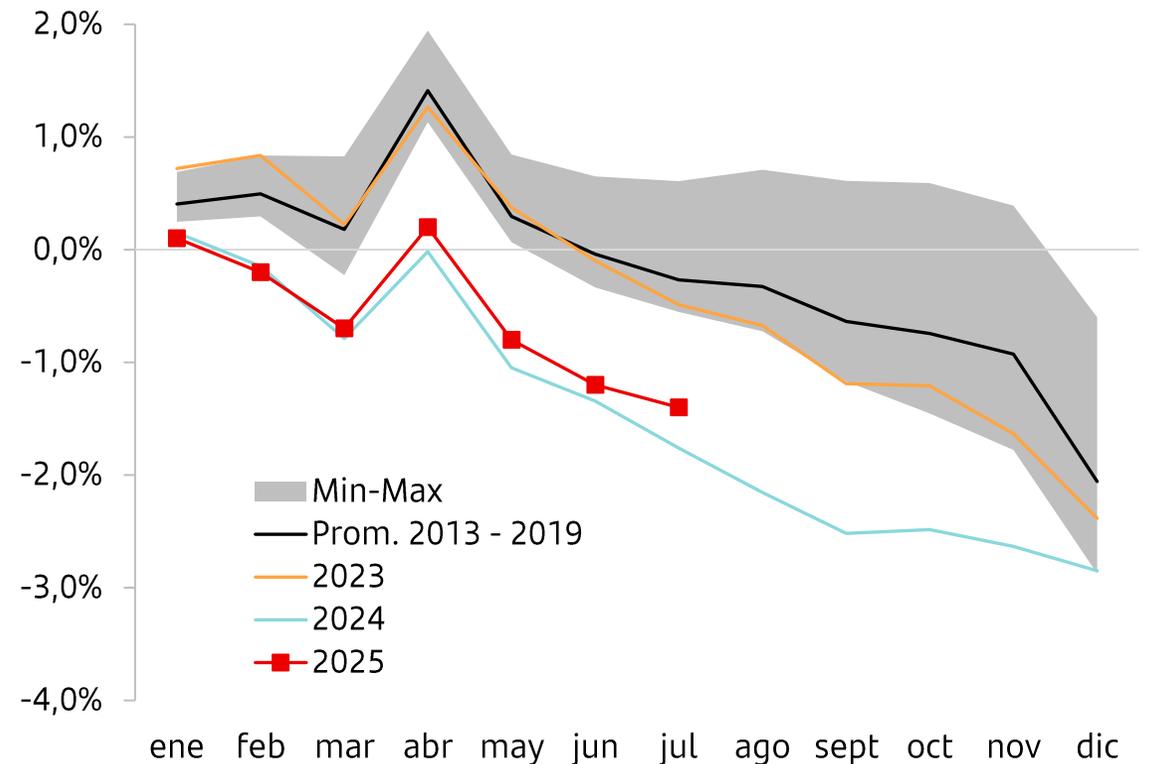
Situación fiscal continúa deteriorándose en julio en un escenario ya estrecho, pero con una leve desaceleración

- El déficit fiscal acumulado a julio llegó a 1,5% del PIB, en línea con la proyección del Ministerio de Hacienda para el cierre del año en su último Informe de Finanzas Públicas. Esto significa que, en la segunda mitad de 2025, el balance no puede seguir deteriorándose, algo que no ha ocurrido en la última década.

Balance fiscal y proyección
(% PIB)



Balance fiscal acumulado
(balance acumulado, % PIB)



Gracias

