

ECONOMÍA · POLÍTICA MONETARIA · MERCADOS

INFORME ECONÓMICO

MENSUAL

SEPTIEMBRE 2026

Entorno global, principales economías y escenario para Chile

RESUMEN EJECUTIVO

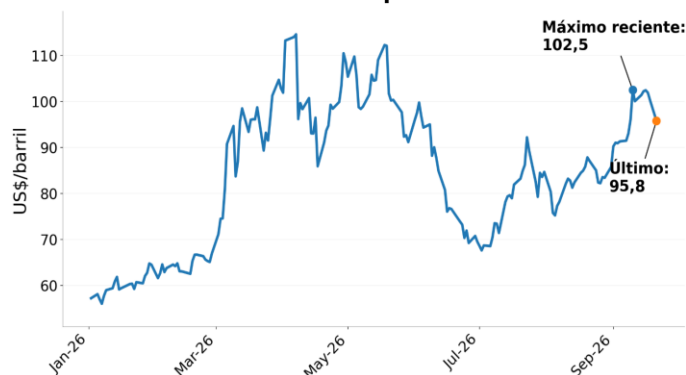
- Septiembre estuvo dominado por una nueva escalada del conflicto en Medio Oriente, que llevó al WTI sobre US\$100 y reabrió el riesgo de un shock inflacionario más persistente. Hacia el cierre del período, la recuperación parcial de los flujos saudíes y señales de una posible apertura diplomática entre EE.UU. e Irán provocaron una fuerte corrección del crudo, con el WTI llegando bajo US\$96 el 21 de septiembre. La descompresión reduce el riesgo inmediato, pero no implica todavía una normalización del conflicto ni de las rutas energéticas.
- Los mercados financieros enfrentaron un endurecimiento significativo de las condiciones financieras. Las tasas de interés de los Treasuries alcanzaron máximos de varios años y la volatilidad accionaria aumentó, especialmente en los segmentos de mayor duración. Aun después del giro de la FED, nuestros modelos siguen ubicando las tasas soberanas estadounidenses claramente por sobre sus valores de equilibrio, por lo que mantenemos espacio para una corrección posterior si ceden petróleo, inflación y premio por plazo.
- Estados Unidos mantiene una actividad resiliente, aunque cada vez más heterogénea. Consumo, servicios y empleo continúan sosteniendo el crecimiento, mientras vivienda y construcción muestran con claridad el impacto de tasas hipotecarias cercanas a 7%. La sorpresa inflacionaria de agosto, la decisión de septiembre y el nuevo Dot Plot nos llevaron a incorporar una segunda alza de 25 pb antes de fin de año, hasta 4,00%-4,25%.
- El aumento de las tasas de descuento nos llevó a revisar las metas del S&P 500 a 8.036 puntos para fines de 2026 y 8.690 para fines de 2027. Mantenemos, sin embargo, una visión favorable de mediano plazo: las utilidades siguen mostrando fortaleza y la inversión vinculada a inteligencia artificial continúa entregando soporte, aunque con un mercado más sensible a episodios de volatilidad.
- La Zona Euro combina una recuperación gradual con inflación general todavía elevada por energía. El BCE subió la tasa de depósito a 2,50%, pero la moderación de la inflación subyacente, servicios y salarios limita la necesidad de un endurecimiento agresivo. En Japón, el BoJ elevó la tasa a 1,25%; la votación dividida y la posterior depreciación del yen refuerzan la expectativa de una normalización gradual.
- China profundiza su patrón de economía a dos velocidades: exportaciones, tecnología y manufactura avanzada sostienen la producción, mientras consumo, inversión, inmobiliario y crédito privado continúan débiles. Para Chile, este patrón sigue siendo mixto, aunque la inversión tecnológica y la electrificación mantienen fundamentos estructuralmente favorables para la demanda de cobre.
- En Chile, las cuentas nacionales y el IMACEC de julio confirman un 2026 débil, pero mantenemos una recuperación hacia 3,5% en 2027, liderada por una inversión que proyectamos creciendo 6,6%. El IPC de agosto elevó nuestra proyección de inflación a 4,7% a fines de 2026 y el nuevo escenario externo nos llevó a eliminar por ahora el recorte previsto para 2027: proyectamos una TPM en 4,50% por un período prolongado. En tanto, MK4 refuerza el sesgo proinversión al ampliar fuentes de financiamiento y profundizar el mercado de capitales.

1. ESCENARIO GLOBAL

Petróleo: el riesgo geopolítico volvió al centro del escenario, pero el cierre de septiembre muestra una descompresión relevante

La nueva escalada del conflicto en Medio Oriente volvió a convertir al petróleo en el principal canal de transmisión geopolítico hacia la economía global. Durante la primera mitad de septiembre, los ataques sobre infraestructura y transporte, las restricciones en el Estrecho de Hormuz y la mayor inseguridad en Bab el-Mandeb llevaron al WTI desde niveles cercanos a US\$90 hasta máximos próximos a US\$105 por barril. El mercado pasó a incorporar no sólo menores volúmenes disponibles, sino también mayores costos de fletes, seguros y logística, elevando el riesgo de que el shock energético fuera más persistente.

WTI modera tras fuerte repunte



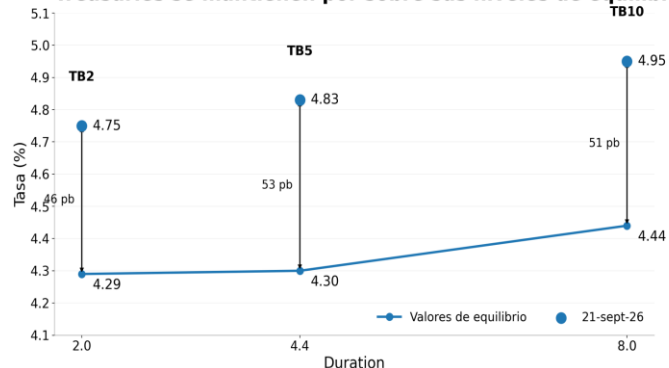
El balance cambió hacia el cierre del período. Arabia Saudita logró aumentar sus exportaciones por Hormuz y desarrollar rutas alternativas, mientras surgieron señales de una posible reapertura del diálogo entre EE.UU. e Irán. Esto redujo la prima por interrupción inmediata de oferta y llevó al WTI por debajo de US\$96 el 21 de septiembre. La corrección es macroeconómicamente favorable porque reduce presión sobre inflación, tasas y márgenes empresariales, pero no debe interpretarse todavía como una resolución del conflicto: el tránsito por Hormuz continúa muy por debajo de los niveles previos y persisten ataques y amenazas en la región.

Mercados financieros: tasas más altas y mayor volatilidad, pero sin deterioro equivalente de los fundamentos

El segundo gran tema del mes fue el fuerte aumento de las tasas globales y de la volatilidad accionaria. Petróleo sobre US\$100, datos de actividad todavía resilientes y una trayectoria de política monetaria más restrictiva impulsaron el Treasury a 10 años hasta 5,0%, su mayor nivel desde 2007. La FED reforzó el movimiento al subir la tasa y sugerir un alza adicional en lo que resta del año. Paralelamente, las dudas sobre valorizaciones de inteligencia artificial aumentaron la sensibilidad de las acciones a cambios en las tasas de descuento.

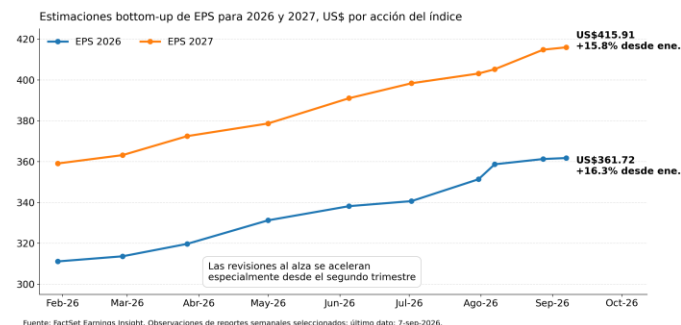
Aun incorporando una FED más restrictiva, nuestros modelos muestran que las tasas soberanas siguen claramente por sobre equilibrio. Al 17 de septiembre, el Treasury a 10 años se ubicaba en 4,95% frente a un valor estimado de 4,44%, una brecha cercana a 50 pb; desalineamientos similares se observan en 2 y 5 años. Por ello, mantenemos espacio para una normalización posterior si la caída del petróleo se consolida y disminuye la prima por inflación y plazo.

Treasuries se mantienen por sobre sus niveles de equilibrio



En acciones, el escenario es más exigente pero no estructuralmente negativo. Durante el mes revisamos las metas del S&P 500 a 8.036 puntos para fines de 2026 y 8.690 para fines de 2027, reflejando principalmente una tasa de descuento más alta. Al mismo tiempo, las utilidades han seguido sorprendiendo favorablemente y el ciclo de inversión tecnológica continúa robusto. Así, esperamos mayor volatilidad y retornos más dependientes del crecimiento de utilidades que de nuevas expansiones de múltiplos.

S&P 500: las expectativas de utilidades se revisan con fuerza al alza



PRINCIPALES CONCLUSIONES

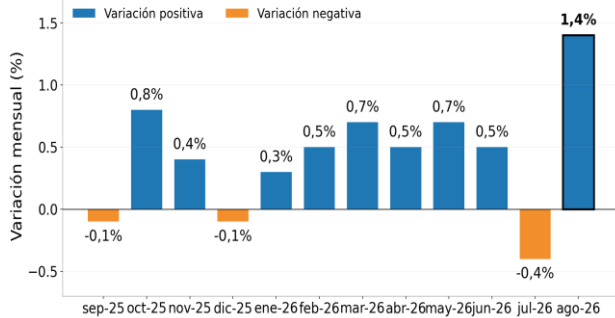
- La caída reciente del petróleo reduce un riesgo inflacionario importante, pero el conflicto no está resuelto.
- Los Treasuries se mantienen alrededor de 40-50 pb por sobre nuestros valores de equilibrio.
- Metas S&P 500: 8.036 puntos a fines de 2026 y 8.690 a fines de 2027.

2. ESTADOS UNIDOS

Actividad: resiliencia agregada, con un endurecimiento monetario que opera de manera muy heterogénea

Los indicadores de septiembre confirmaron que la economía estadounidense continúa mostrando una resiliencia mayor a la anticipada. El ISM manufacturero se mantuvo en 54,6 puntos y el de servicios avanzó a 55,4, mientras las nóminas de agosto aumentaron en 162 mil puestos y la tasa de desempleo se mantuvo en 4,1%. La señal más reciente vino del consumo: las ventas minoristas crecieron 1,2% mensual en agosto y la medida de control avanzó 1,4%, su mayor incremento en casi dos años.

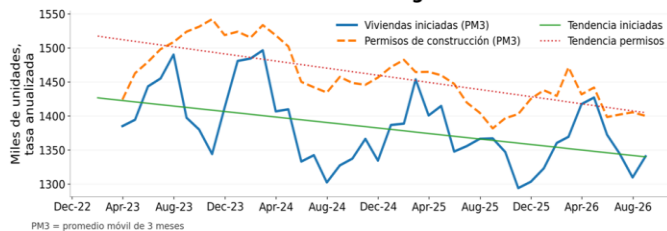
Ventas de control confirman la resiliencia del consumo



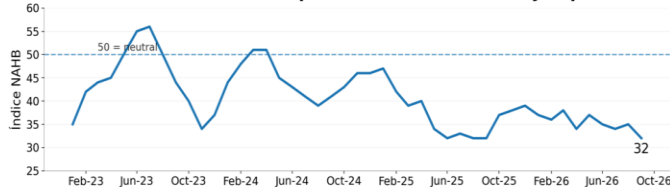
Medida de control: excluye autos, gasolina, materiales de construcción y servicios de comida.

Sin embargo, el desempeño es cada vez menos homogéneo. Los sectores más sensibles al crédito ya muestran un ajuste significativo. La tasa hipotecaria a 30 años llegó a 6,97%, la confianza de los constructores cayó a 32 puntos y los inicios de vivienda retrocedieron 2,6% mensual en agosto, con una fuerte caída en proyectos multifamiliares. Los inventarios de viviendas usadas también permanecen elevados. El contraste entre consumo y vivienda confirma que el endurecimiento monetario está funcionando, pero de forma muy desigual.

EE.UU.: construcción residencial sigue debilitándose



Confianza de constructores permanece en niveles muy deprimidos

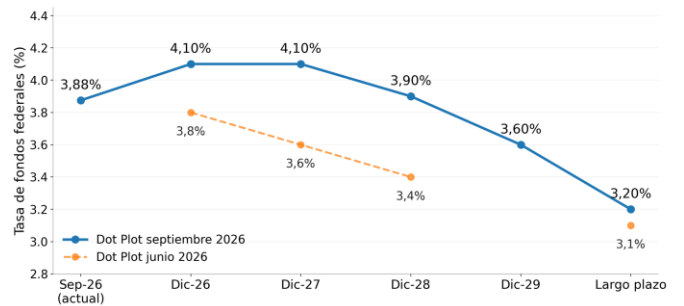


Inflación y política monetaria: la FED retoma las alzas y cambia nuestro escenario

La inflación de agosto inclinó la balanza hacia una política monetaria más restrictiva. El IPC total aumentó 0,4% mensual y el subyacente 0,3%, mientras el aumento de energía volvió a tener un peso importante. Aunque la inflación subyacente anual bajó a 2,4% y todavía no observamos una propagación generalizada del shock energético, la combinación de actividad resiliente, inflación por sobre la meta y condiciones financieras que la FED considera insuficientemente restrictivas redujo el espacio para mantener la tasa sin cambios.

En su reunión de septiembre, la FED elevó la tasa en 25 pb, hasta 3,75%-4,00%, en una decisión unánime. Más importante, el nuevo Dot Plot desplazó la trayectoria completa al alza y sitúa la mediana cerca de 4,1% a fines de 2026 y 2027. A partir de esta señal modificamos nuestro escenario: incorporamos una segunda subida de 25 pb antes de fin de año, hasta 4,00%-4,25%. El riesgo posterior dependerá de la persistencia del shock energético y de la aparición -o no- de efectos de segunda vuelta sobre inflación subyacente, salarios y expectativas.

Fed: el Dot Plot apunta a tasas más altas



Fuente: Reserva Federal (SEP, septiembre 2026). Medianas de la tasa de fondos federales; dato actual = punto medio del rango 3,75%-4,00%.

PRINCIPALES CONCLUSIONES

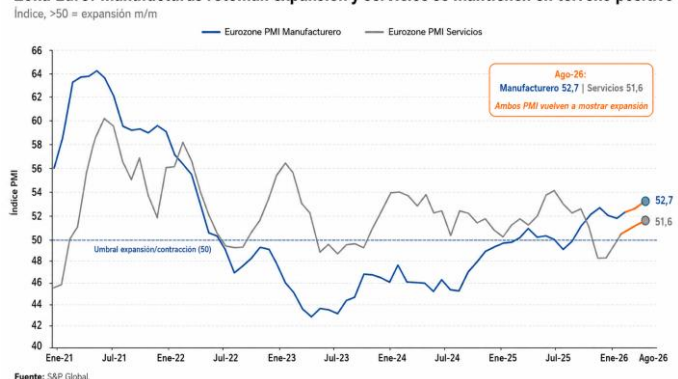
- Consumo, servicios y empleo siguen sosteniendo la actividad.
- Vivienda y construcción muestran el impacto más claro de tasas elevadas.
- Proyectamos una segunda alza de 25 pb antes de fin de 2026, hasta 4,00%-4,25%.

3. ZONA EURO

Actividad: la recuperación continúa, aunque sigue siendo moderada y vulnerable a energía y tasas

La actividad de la Zona Euro continuó mejorando durante agosto y septiembre. El PMI compuesto se mantuvo cerca de 52 puntos, con servicios nuevamente en expansión y una recuperación gradual de la manufactura. Las órdenes de exportación del sector privado crecieron por primera vez en varios años y el empleo volvió a aumentar. El cuadro es mejor que a comienzos de 2026, pero la recuperación todavía es moderada: consumo e inversión siguen expuestos al costo de financiamiento, la demanda externa es débil y el encarecimiento de la energía representa un nuevo riesgo para el ingreso disponible.

Zona Euro: manufacturas retoman expansión y servicios se mantienen en terreno positivo

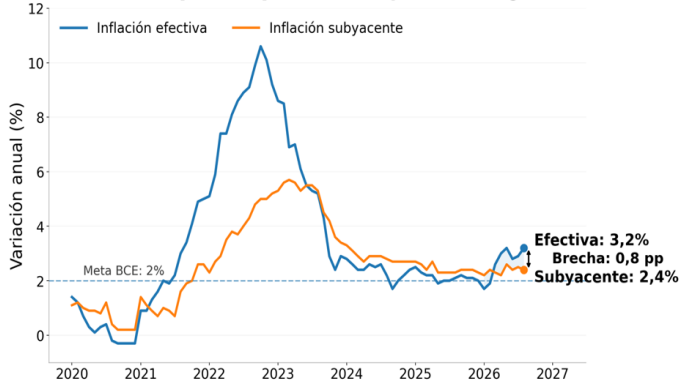


Fuente: S&P Global.

Inflación y BCE: el repunte sigue dominado por energía y no por una nueva aceleración subyacente

La inflación regional aumentó a 3,2% anual en agosto, explicada principalmente por energía, cuyos precios crecieron 14,3% y aportaron cerca de 1,3 pp al IPC. La señal subyacente fue más favorable: la inflación núcleo se moderó a 2,4%, servicios bajó a 3,0% y los indicadores salariales también muestran una desaceleración. Por ahora, el shock energético presenta una transmisión acotada hacia los componentes más persistentes de precios.

Inflación repunta, pero la subyacente sigue contenida



El BCE elevó la tasa de depósito en 25 pb, hasta 2,50%, y revisó al alza parte de sus proyecciones de inflación y crecimiento. Nuestro escenario mantiene la tasa en 2,50% a fines de 2026. Consideramos que nuevas alzas sólo se justifican si aparece evidencia clara de efectos de segunda vuelta. Una respuesta demasiado agresiva frente a un shock predominantemente de oferta podría debilitar innecesariamente la recuperación de la demanda interna sin corregir el origen del aumento de los precios energéticos.

PRINCIPALES CONCLUSIONES

- La actividad mejora, pero el crecimiento sigue siendo moderado.
- La inflación total repunta por energía, mientras la subyacente, servicios y salarios se moderan.
- Mantenemos la tasa de depósito del BCE en 2,50% a fines de 2026.

4. JAPÓN

BoJ: la tasa sube a 1,25%, pero la normalización seguirá siendo gradual

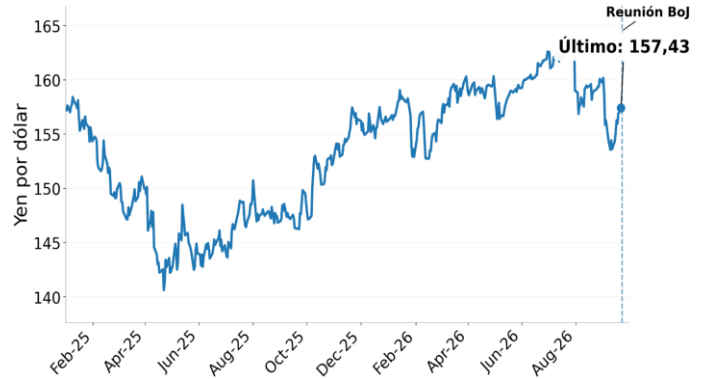
El Banco de Japón elevó el 18 de septiembre la tasa de política en 25 pb, hasta 1,25%, su nivel más alto en 31 años. La decisión estuvo respaldada por una inflación todavía elevada, salarios nominales creciendo con fuerza y un crédito bancario dinámico. El gobernador Kazuo Ueda señaló además que el banco ha entrado en una fase más preventiva, orientada a evitar que la inflación supere de forma persistente la meta de 2%.

La señal, sin embargo, fue menos agresiva de lo que esperaba parte del mercado. La decisión se aprobó por 7 votos contra 2 y los disensos reforzaron la percepción de que el ritmo posterior será gradual. La fragilidad del consumo sigue siendo la principal restricción: un endurecimiento demasiado rápido podría deteriorar la demanda interna y amplificar ajustes en posiciones de carry trade.

Yen: el alza del BoJ no fue suficiente para compensar el diferencial de tasas con EE.UU.

Durante la primera parte del mes el yen se apreció hasta la zona de ¥153 por dólar ante las expectativas de un BoJ más restrictivo. Sin embargo, después de la decisión del 18 de septiembre volvió a debilitarse y el dólar llegó a superar temporalmente los ¥158. La reacción confirma que la dirección de la moneda seguirá dependiendo tanto de las tasas japonesas como de la trayectoria de la FED y del diferencial entre ambas economías.

Yen se debilita con petróleo alto y Fed restrictiva



PRINCIPALES CONCLUSIONES

- El BoJ elevó la tasa a 1,25%, máximo en 31 años.
- La votación 7-2 y el consumo débil sugieren un ritmo posterior gradual.
- El yen seguirá condicionado por el diferencial de tasas con EE.UU.

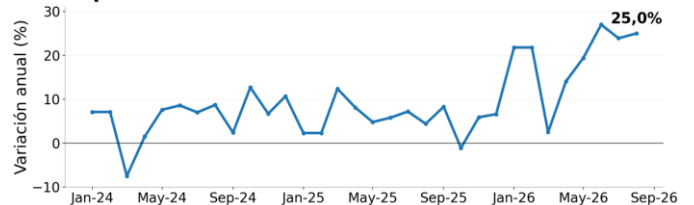
5. CHINA

Economía a dos velocidades: el sector externo resiste mientras la demanda interna continúa deteriorándose

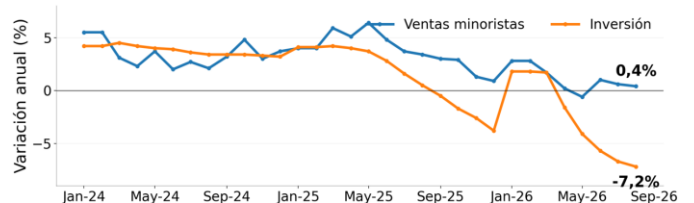
Los datos de agosto reforzaron la divergencia que venimos destacando. Las exportaciones crecieron 25% anual, con un dinamismo particularmente fuerte en productos de alta tecnología, semiconductores y cadenas vinculadas a inteligencia artificial. La producción industrial avanzó 5,2%, confirmando que la manufactura avanzada y el sector externo continúan siendo los principales soportes del crecimiento.

La contrapartida es una demanda doméstica muy débil. Las ventas minoristas crecieron apenas 0,4% anual, la inversión fija acumuló una caída de 7,2% entre enero y agosto y la inversión inmobiliaria retrocedió 19,9%. A ello se suma una nueva desaceleración del crédito al sector real, que creció sólo 5%, su menor ritmo histórico. El problema no parece ser exclusivamente de disponibilidad de financiamiento, sino de baja confianza y menor disposición de hogares y empresas a endeudarse e invertir.

Exportaciones mantienen un fuerte dinamismo



Demanda interna continúa debilitándose



Las autoridades mantienen una estrategia de apoyo gradual, acelerando gasto ya autorizado, infraestructura y sectores estratégicos antes que implementar un estímulo generalizado de gran escala. Para Chile, el escenario sigue siendo mixto: la debilidad inmobiliaria limita la demanda tradicional de materias primas, pero electrificación, redes, centros de datos, vehículos eléctricos e inteligencia artificial mantienen una demanda estructural robusta por cobre.

PRINCIPALES CONCLUSIONES

- Exportaciones +25% e industria +5,2% muestran la fortaleza del sector externo.
- Ventas minoristas +0,4%, inversión -7,2% e inmobiliaria -19,9% confirman la debilidad doméstica.
- Tecnología y electrificación siguen siendo un soporte estructural para el cobre.

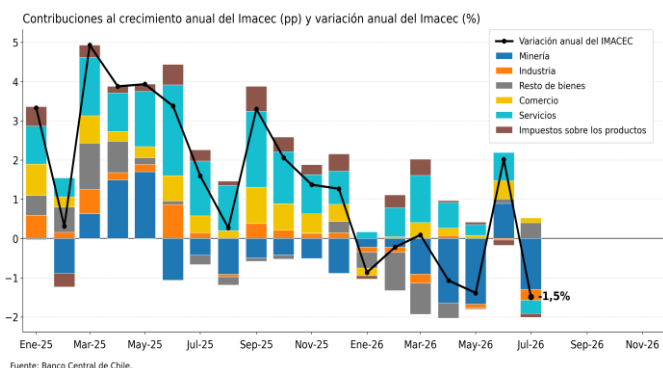
6. CHILE

Actividad: las cuentas nacionales y el IMACEC de julio confirman un 2026 débil

Las cuentas nacionales confirmaron un primer semestre más débil de lo esperado. El PIB del segundo trimestre cayó 0,2% anual y no registró crecimiento frente al trimestre previo en términos desestacionalizados. La demanda interna avanzó apenas 0,1% anual: el consumo de hogares creció 1,2%, mientras la inversión fija se estancó. Dentro de esta última, maquinaria y equipos aumentó 3,7%, pero construcción y otras obras cayó 2,4%. Por sectores, minería retrocedió 6,4% y construcción 3,2%, mientras el PIB no minero creció sólo 0,7%.

El IMACEC de julio profundizó esa señal al caer 1,5% anual y 1,7% mensual desestacionalizado. La minería disminuyó 9,3%, la industria 3,1% y los servicios 0,7%. Los temporales amplificaron el deterioro y deberían seguir afectando parte de agosto. Estos antecedentes nos llevaron a recortar durante el mes la proyección de crecimiento 2026 a 1,1%, confirmando un año de transición y de baja expansión.

Chile: la caída reciente del Imacec respondió principalmente a la minería



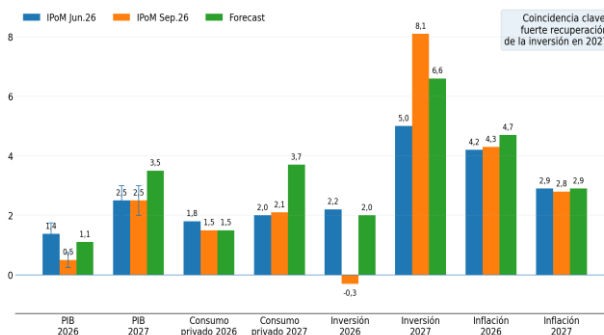
Perspectivas: la inversión sigue siendo el principal argumento para una recuperación más firme en 2027

La debilidad de 2026 no modifica nuestra visión de una mejora importante durante 2027. Proyectamos un crecimiento del PIB de 3,5%, con consumo privado aumentando 3,7% e inversión 6,6%. El repunte debería apoyarse en términos de intercambio todavía elevados, un precio del cobre favorable, normalización de los shocks climático y energético, recuperación de las expectativas y una cartera de proyectos más dinámica, particularmente en minería, energía e infraestructura.

El IPOM de septiembre refuerza esta tesis. Aunque el Banco Central redujo fuertemente el rango de crecimiento para 2026, elevó la proyección de la FBCF para 2027 a 8,1% y a 7,1% para 2028, muy por encima de sus estimaciones previas. La señal es consistente con nuestra lectura: el cambio de ciclo debería estar liderado inicialmente por inversión y luego extenderse al consumo y al empleo. Nuestra proyección de 6,6% para la inversión en 2027 es algo más conservadora que la del Banco, pero recoge la misma dirección.

Chile: el IPOM converge hacia nuestra tesis de recuperación liderada por inversión

Proyecciones para PIB, consumo privado, inversión e inflación (%)



Nota: para el PIB del BCB se muestra el punto medio del rango de proyección con barras de error.

MK4: más profundidad financiera como complemento del impulso proinversión

La reforma al mercado de capitales MK4 agrega un nuevo canal de apoyo al escenario de inversión, el que se suma a la Ley de Reconstrucción Nacional. El proyecto busca ampliar fuentes de financiamiento, reducir costos y profundizar el mercado de capitales. Entre las medidas destacan FONAVI para facilitar el financiamiento hipotecario, incentivos al ahorro para la vivienda, minibonos y un nuevo Segmento Junior de bolsa para empresas medianas y emergentes, además de cambios destinados a mejorar liquidez, competencia y acceso de inversionistas extranjeros.

Su impacto será gradual y principalmente estructural, no un impulso coyuntural de corto plazo. Sin embargo, puede complementar las medidas proinversión al mejorar la canalización del ahorro y ampliar el acceso a capital para vivienda, empresas y proyectos. En un escenario donde la recuperación de 2027 depende en buena medida de la inversión privada, este tipo de reformas mejora los fundamentos de mediano plazo.

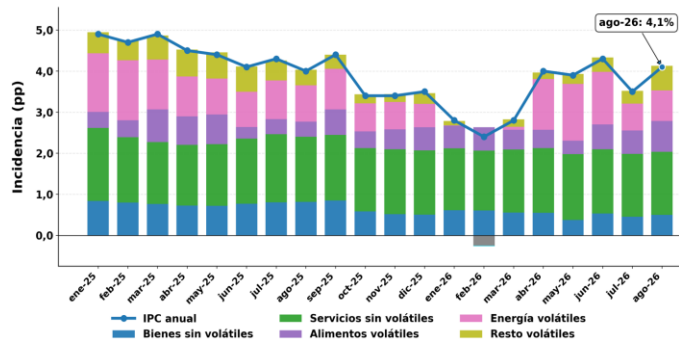
Inflación: la sorpresa de agosto elevó la trayectoria, aunque el traspaso subyacente sigue acotado

El IPC de agosto aumentó 0,6% mensual y 4,1% anual, muy por sobre lo esperado. Las principales incidencias provinieron de alimentos y transporte. El petróleo operó tanto por un canal directo -gasolina- como por vías indirectas, especialmente transporte aéreo. Sin embargo, el IPC sin volátiles avanzó sólo 0,1% mensual y las expectativas a dos años se mantienen ancladas en 3%, por lo que todavía no observamos un contagio generalizado hacia los componentes más persistentes.

A partir de la sorpresa de agosto y de la mayor persistencia del petróleo durante buena parte del mes, elevamos nuestra proyección de inflación a 4,7% a fines de 2026 y a 2,9% a fines de 2027. La fuerte caída reciente del crudo mejora el balance hacia adelante y reduce uno de los principales riesgos alcistas, pero aún es prematuro revertir la revisión mientras no se consolide una normalización de los costos energéticos y logísticos.

IPC Chile: incidencia anual por componentes

Contribución en puntos porcentuales a la variación en 12 meses del IPC



Política monetaria: pasamos desde una baja en 2027 a una mantención prolongada de la TPM en 4,50%

El Banco Central mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4,50% y evitó entregar un sesgo explícito, enfatizando que las decisiones se evaluarán reunión a reunión. Durante septiembre modificamos dos veces nuestra trayectoria: primero postergamos el recorte previsto desde marzo hasta junio de 2027 y, después de la reunión de la FED y del nuevo aumento de las tasas externas, eliminamos por ahora esa baja.

Nuestro escenario actual contempla una TPM en 4,50% a fines de 2026 y de 2027. La actividad débil limita la probabilidad de nuevas alzas locales, pero la mayor inflación de corto plazo, las tasas internacionales elevadas y la incertidumbre geopolítica reducen el espacio para una flexibilización temprana. La descompresión reciente del petróleo es favorable y, de consolidarse, podría reabrir ese espacio más adelante, pero no constituye aún una razón suficiente para reincorporar recortes.

PIB 2026	1,1%
PIB 2027	3,5%
Consumo 2027	3,7%
Inversión 2027	6,6%
IPC dic-26	4,7%
IPC dic-27	2,9%
TPM dic-26	4,50%
TPM dic-27	4,50%

PRINCIPALES CONCLUSIONES

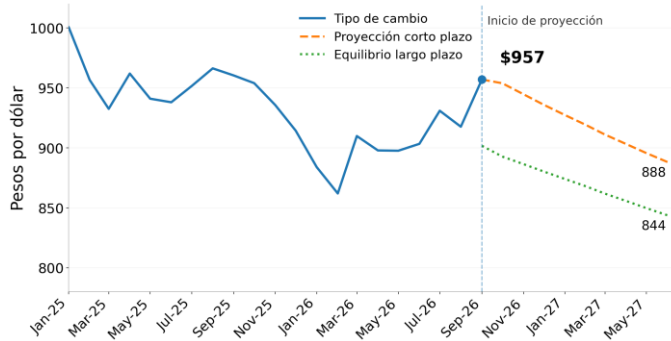
- Las cifras de actividad confirman un 2026 débil.
- Seguimos esperando una recuperación en 2027 liderada por inversión.
- Inflación 2026 sube a 4,7% y proyectamos una TPM de 4,50% por un período prolongado.

7. MERCADOS FINANCIEROS LOCALES

Tipo de cambio: el shock externo posterga, pero no revierte, la apreciación gradual del peso

El tipo de cambio subió durante septiembre y se acercó a \$957 por dólar después de la decisión de la FED. La depreciación respondió principalmente al deterioro del escenario externo: mayores tasas internacionales, fortalecimiento global del dólar, petróleo elevado y mayor volatilidad. El cobre permaneció en niveles altos y entregó soporte al peso, pero no fue suficiente para compensar el aumento de la aversión a duración y la reducción del diferencial de tasas.

Dólar: el shock externo posterga la baja



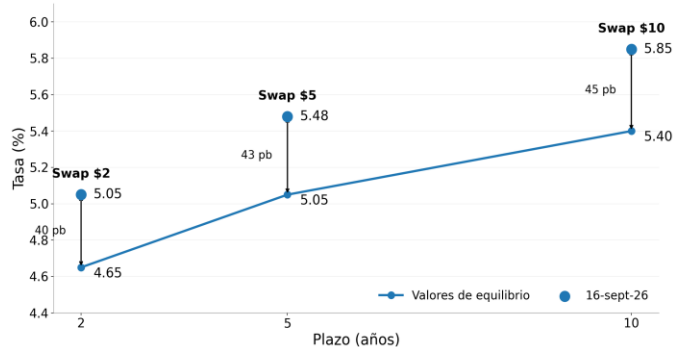
La nueva trayectoria de la FED posterga parte del ajuste bajista que veníamos anticipando, pero no modifica su dirección. Mantenemos una referencia de mediano plazo de \$845-\$885 por dólar, apoyada por un precio del cobre elevado, términos de intercambio favorables y una posterior moderación de las tasas externas. La caída reciente del petróleo mejora además el balance para la moneda chilena, aunque esperamos mayor volatilidad en el corto plazo.

Durante el mes también cambió el punto de partida de nuestra proyección. A comienzos de septiembre todavía trabajábamos con un rango de \$820-\$860, pero el aumento de la tasa terminal esperada en EE.UU. y la persistencia de tasas largas elevadas nos llevaron a desplazar la convergencia hacia niveles algo más altos. Este ajuste no responde a un deterioro estructural de los fundamentos locales, sino a una trayectoria externa más restrictiva y a una mayor prima por incertidumbre.

Tasas: las nominales siguen muy por sobre equilibrio, mientras las UF están prácticamente alineadas

Las tasas swap nominales continuaron aumentando durante septiembre. Al 16 de septiembre, Swap \$2 se ubicaba en 5,05%, Swap \$5 en 5,48% y Swap \$10 en 5,85%, frente a valores de equilibrio de 4,65%, 5,05% y 5,40%. Las brechas de 40-45 pb reflejan principalmente el alza de las tasas externas, una mayor compensación por inflación y un escenario de TPM local más prolongadamente estable.

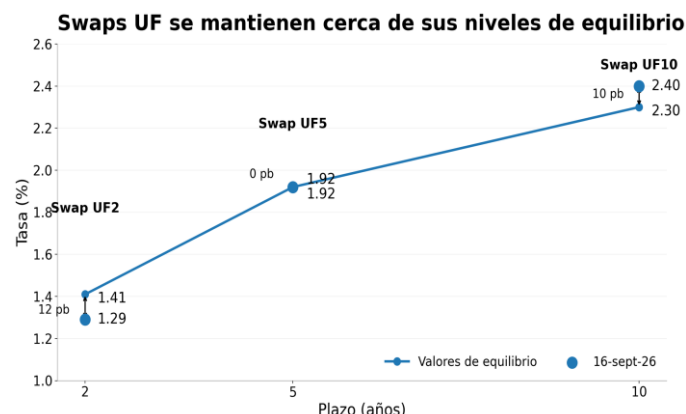
Swaps nominales se mantienen muy por sobre equilibrio



Las tasas UF muestran un cuadro muy distinto: se encuentran cerca de nuestros niveles de equilibrio, con brechas acotadas. La divergencia entre ambas curvas sugiere que buena parte de la presión reciente está concentrada en la compensación nominal y en el shock externo, más que en un aumento equivalente de las tasas reales domésticas. Si se consolida la caída del petróleo y los Treasuries comienzan a converger hacia sus

valores de equilibrio, vemos espacio para una corrección de la curva nominal chilena.

La fuerte caída reciente del petróleo mejora especialmente el balance para el tramo nominal. Menor energía reduce presión sobre expectativas de inflación y, si además se modera la parte larga de la curva estadounidense, debería disminuir la compensación exigida en pesos. En cambio, el espacio para nuevas caídas de las tasas UF es más acotado precisamente porque ya se ubican cerca de nuestros niveles de equilibrio.



IPSA: menor target por tasas más altas, pero fundamentos de mediano plazo siguen favorables

El IPSA corrigió durante septiembre en línea con el deterioro externo. El petróleo alto, la subida de las tasas internacionales y la mayor volatilidad elevaron la tasa de descuento y presionaron las valorizaciones, pese a que los fundamentos domésticos de mediano plazo no cambiaron de manera equivalente. Incorporando este escenario más exigente, revisamos la proyección a 11.860 puntos para fines de 2026 y 13.870 para fines de 2027.

Mantenemos una visión favorable hacia 2027. La recuperación de la actividad, el mayor dinamismo de la inversión, el elevado precio del cobre y una eventual moderación de las tasas externas deberían apoyar utilidades y valorizaciones. El principal riesgo sigue siendo que el shock energético o una política monetaria global más restrictiva prolonguen condiciones financieras muy exigentes.

El cambio de target durante septiembre fue, por tanto, principalmente financiero. La meta de cierre 2026 pasó desde 12.138 a 11.860 puntos, mientras la de 2027 se mantiene en torno a 13.870. La corrección refleja una mayor tasa de descuento en el corto plazo y no una revisión equivalente del crecimiento esperado de utilidades. Si las tasas globales corrigen desde los niveles actuales, parte de ese descuento debería revertirse.

PRINCIPALES CONCLUSIONES

- USD/CLP de mediano plazo: \$845-\$885.
- Swaps nominales: 40-45 pb por sobre equilibrio; tasas UF, cerca de equilibrio.
- IPSA: 11.860 puntos a fines de 2026 y 13.870 a fines de 2027.

8. PRINCIPALES CAMBIOS DE ESCENARIO

Septiembre elevó la restricción financiera y obligó a ajustar varias trayectorias, sin cambiar la visión de recuperación de 2027

El cambio más importante del mes ocurrió en política monetaria y tasas. En EE.UU. pasamos desde una mantención de la FED durante el resto de 2026 a incorporar primero el alza de septiembre y luego una segunda

subida de 25 pb antes de fin de año. En Chile, la trayectoria se movió en sentido inverso: la debilidad doméstica sigue descartando alzas, pero el mayor nivel de las tasas externas y la sorpresa inflacionaria redujeron el espacio para recortes. La baja que inicialmente ubicábamos en marzo de 2027 se postergó a junio y posteriormente fue eliminada del escenario central.

El segundo ajuste relevante fue financiero. Las mayores tasas de descuento redujeron los targets de los mercados accionarios y desplazaron hacia arriba el rango esperado del tipo de cambio. En paralelo, la sorpresa negativa del IMACEC llevó el PIB 2026 a 1,1%, mientras la evidencia de inversión -IPoM, cartera de proyectos y cobre alto- permitió mantener una visión favorable para 2027, con crecimiento de 3,5% e inversión de 6,6%.

CAMBIOS INCORPORADOS DURANTE SEPTIEMBRE

- PIB Chile 2026: 1,6% -> 1,1%; PIB 2027: 3,4% -> 3,5%.
- Inflación dic-26: 4,1% -> 4,7%; dic-27: 2,8% -> 2,9%.
- TPM Chile: se elimina por ahora la baja prevista para 2027; 4,50% a fines de 2026 y 2027.
- Fed: de una sola alza de septiembre a una segunda subida antes de fin de 2026; rango 4,00%-4,25%.
- S&P 500: 8.166 -> 8.036 en 2026 y 8.862 -> 8.690 en 2027.
- USD/CLP de mediano plazo: \$820-\$860 -> \$845-\$885; IPSA 2026: 12.138 -> 11.860.

PIB Chile 2026	1,1%
PIB Chile 2027	3,5%
Inflación dic-26	4,7%
TPM dic-27	4,50%
Fed dic-26	4,00%-4,25%
S&P 500 dic-26	8.036
IPSA dic-26	11.860
USD/CLP med. plazo	\$845-\$885

Lectura del cambio

En conjunto, septiembre no modifica la dirección de nuestro escenario de mediano plazo, pero sí desplaza su timing. La economía global y la estadounidense siguen mostrando resiliencia, mientras las tasas más altas retrasan la normalización financiera. Para Chile, el deterioro de 2026 es más profundo de lo previsto, pero los fundamentos de inversión para 2027 se fortalecen. La reciente caída del petróleo mejora el balance y, si se sostiene, podría permitir una reversión parcial de los ajustes financieros incorporados durante el mes.

9. CONCLUSIONES GENERALES

Un mes de mayor restricción financiera, pero con señales de descompresión en el principal shock de oferta

Septiembre cambió el balance de riesgos global: la escalada en Medio Oriente llevó al petróleo sobre US\$100, volvió a elevar la inflación y empujó a los bancos centrales hacia una postura más restrictiva. La fuerte caída del crudo hacia el cierre del período mejora el cuadro y reduce el riesgo de una propagación adicional del shock, aunque el conflicto y las interrupciones logísticas siguen activos. Por ello, el escenario central pasa desde una escalada persistente hacia una combinación de tensión geopolítica elevada, pero con mayor capacidad de adaptación de la oferta y ventanas de negociación.

EE.UU. mantiene resiliencia, pero el costo de tasas más altas es cada vez más visible

La economía estadounidense continúa creciendo y el consumo sigue fuerte, pero vivienda y construcción muestran con claridad el efecto de las condiciones financieras. La FED retomó las alzas y ahora proyectamos una segunda subida antes de fin de año. Aun así, las tasas largas se ubican por sobre nuestros valores de equilibrio, por lo que el riesgo no es sólo inflación persistente, sino también un sobreajuste de las condiciones financieras. En acciones, las utilidades y la inversión en IA siguen apoyando el mercado, aunque con metas algo más bajas y mayor volatilidad.

Mercados financieros: el mes elevó las tasas de descuento y desplazó parte de las convergencias esperadas

El principal cambio financiero de septiembre fue un nivel de tasas más alto por más tiempo. Esto redujo nuestros targets de S&P 500 e IPSA y desplazó hacia arriba el rango de convergencia del tipo de cambio. Sin embargo, no vemos un deterioro equivalente de los fundamentos: las utilidades corporativas continúan firmes, el cobre permanece elevado y las tasas nominales -tanto en EE.UU. como en Chile- siguen por sobre nuestros valores de equilibrio. La corrección reciente del petróleo mejora el balance y abre espacio para una reversión parcial de estos movimientos si se consolida.

Chile: 2026 débil, pero se fortalecen los argumentos para una recuperación liderada por inversión en 2027

Las cuentas nacionales y el IMACEC de julio confirmaron una economía débil y nos llevaron a 1,1% de crecimiento en 2026. Sin embargo, el IPoM, la cartera de proyectos, el alto precio del cobre y reformas como MK4 refuerzan la visión de un ciclo de inversión más favorable a partir de 2027. Proyectamos PIB de 3,5% e inversión de 6,6% el próximo año. En política monetaria, la sorpresa inflacionaria y el nuevo entorno externo justifican una TPM en 4,50% por un período prolongado; la reciente caída del petróleo mejora el sesgo, pero todavía no cambia nuestra trayectoria central.

PRINCIPALES CAMBIOS DE ESCENARIO EN SEPTIEMBRE

- Cambio global: petróleo y tasas más altos durante el mes, con descompresión parcial al cierre.
- Cambio EE.UU.: incorporamos una segunda alza de la FED antes de fin de 2026.
- Cambio Chile: inflación 2026 sube a 4,7% y eliminamos por ahora el recorte de TPM en 2027.
- Cambio mercados: S&P 500, IPSA y USD/CLP incorporan una tasa de descuento más alta.

Qué monitorear hacia octubre

El principal punto de seguimiento será si la caída del petróleo se consolida o si el conflicto vuelve a interrumpir flujos relevantes por Hormuz y el mar Rojo. En EE.UU., el foco estará en la inflación subyacente y en la validación -o no- de una segunda alza de la FED antes de fin de año. En Chile, los próximos IMACEC permitirán dimensionar cuánto de la debilidad reciente respondió a factores transitorios, mientras la evolución de la inversión y de la cartera de proyectos seguirá siendo la principal señal para confirmar el repunte de 2027.