

24 de septiembre, 2026

Chile | ¿Momento de cambiar la postura neutral del Banco Central?

Subir la TPM con un tono *hawkish* se convertiría rápidamente en nuestro escenario base

Existen razones para considerar que el Banco Central debería adoptar una política monetaria más restrictiva que la actual. Acá presentamos varios argumentos:

- **TPM real entre las más bajas del mundo.** Con una TPM en 4,5% y una inflación proyectada a diciembre 2026 entre 4,8-5%, la TPM real (ex-post) se ubicaría en terreno negativo a fines de año, entre los países con tasas más expansiva del mundo (junto a Japón, Canadá, ZE y Nueva Zelanda). La situación se acentuaría hacia el primer trimestre 2027 cuando la inflación superaría el 5%, según se infiere de los precios de mercado y nuestras proyecciones base.
- **Depreciación real y multilateral del peso de carácter muy idiosincrático.** Actualmente el tipo de cambio real se encuentra en torno a 110 pts, significativamente por sobre el rango de equilibrio estimado por el Banco Central entre 94-106pts (índice con base 1986=100), en niveles no vistos desde marzo 2024 o durante el año 2022. De la misma forma, el Tipo de Cambio Multilateral se ha depreciado 11% desde el inicio del conflicto global. Debemos recortar que el traspaso del TCM a inflación es de 2,5% cuando es idiosincrático y 0,5% cuando es global (IPoM sep. 2021). Las características de la reciente depreciación del peso tienen un claro componente idiosincrático lo que lleva a esperar inflación mayor a la que pueda contener la actual debilidad proyectada del consumo.
- **Bancos centrales adoptando una posición más restrictiva en el mundo.** Para el caso de la Fed, esto se suma a la falta de *forward guidance* lo que recomienda una postura de “blindaje” por parte de emergentes. Una escalada de tasas cortas más allá de las contempladas en los *dots* es un escenario que toma mayor fuerza cuando la argumentación de la Fed ha sido la resiliencia y mayor crecimiento económico.
- **IPC de agosto sorprendió el alza las proyecciones del mercado y del Banco Central.** Para septiembre, el mercado contempla un registro de 0,5% m/m que, de concretarse, llevaría a que la sorpresa para el escenario del IPoM de septiembre sea de 0,3 ppts. Reiteramos nuestra proyección de inflación de 5% a/a para diciembre 2026, la que se ubica por sobre lo proyectado por el Banco Central (4,3%), que no consideraba el IPC de agosto.

- **Riesgo de desanclaje de expectativas de inflación y daño a la credibilidad del Instituto Emisor.** La Encuesta de Operadores Financieros (EOF) más reciente reveló un aumento para la expectativa entre 13 y 24 meses, hasta 3,1%. Si bien la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto se mantuvo en 3% para el mismo plazo, una sorpresa inflacionaria en registros inflacionarios de corto plazo podría elevar dicha expectativa forzando una postura *hawkish* del BC que sería leída como “tardía”. Ese riesgo se modera significativamente si el BC deja la postura neutral en el corto plazo.
- **Shock de precios del petróleo ha perdurado por más tiempo.** Adicionalmente, la intensificación del conflicto global ha hecho escalar nuevamente el precio del crudo en los mercados internacionales, asegurando un nuevo ajuste al alza en precios a nivel local durante la próxima semana. Con esto, aumenta el riesgo de observar un traspaso de las alzas de costos a precios finales en un contexto donde los márgenes de ganancia continúan estrechándose. **Estos son precisamente los argumentos que llevarían a que la TPM se ubique en la parte alta del corredor de tasas según el IPoM de septiembre.** Según análisis recientes por parte de la Fed¹, *shocks* de precios del petróleo del orden de 50% tienen una persistencia de entre 12 y 24 meses, presionando al alza la inflación y las expectativas hasta 2 años, logrando estabilizarse luego de que la política monetaria se torna más restrictiva.
- **La TPM neutral real ha vuelto a aumentar en Chile este 2026.** Desde el actual rango revisado para la TPM neutral nominal del BC a 3,75-4,75%, el escenario geopolítico, los mayores déficits fiscales en países desarrollados (parte integral del alza de tasas largas reciente) y la mayor adopción de IA sugieren que el techo superior de la TPM neutral nominal se ubicaría en, o sobre, 5%. Adicionalmente, apoyando este juicio, la Fed volvió a elevar la tasa de largo plazo a 3,2% (desde 3,0% en diciembre 2025). Consecuentemente, el nivel actual de la TPM (4,5%) no estaría acorde a los desarrollos externos más recientes desde su última revisión en el IPoM de diciembre 2025.
- **La demanda interna (DI) crecería sobre 4% el 2027 de acuerdo con el escenario base del último IPoM, lo que entrega espacio para ajustes al alza en la TPM.** La DI ha tenido expansiones sobre 4% solo en 2 de los últimos 10 años (excluyendo Pandemia), en tanto la expansión esperada del 2027 sería eminentemente conducida por inversión (8,1% según el BC), no por consumo que sería el más castigado ante alzas en la TPM. Es decir, ajustes al alza en la TPM no tendrían impacto relevante sobre la materialización de inversión.
- **Gasto público podría crecer más que lo contemplado en el escenario base del BC.** Efectivamente, el gasto público tendría espacio para crecer hasta 2,5% en 2027 luego de la revisión al alza en los parámetros de largo plazo por parte de los expertos independientes, lo cual sería superior al supuesto de trabajo considerado en el IPoM de septiembre (1%). Por otra parte, el recorte fiscal se

¹ Federal Reserve Bank of Kansas City (Economic Bulletin, 8 julio, 2026).

Ver: <https://www.kansascityfed.org/documents/17197/EconomicBulletin26Glover0708.pdf>

ha concentrado en gasto de capital y no en gasto corriente, el que nuevamente está camino a sobre-ejecutarse en 2026. Todo esto añadiría eventuales mayores presiones inflacionarias a las consideradas en el escenario base del IPoM.

- **“La economía estaría muy débil para subir la TPM” señalan los argumentos por mantener. Ciertamente, pero sería necesario debilitar algo más el consumo para mitigar los efectos de segunda vuelta.** Mientras antes se realice el ajuste en la TPM, menor será el impacto sobre el horizonte del 2027-2028.
- **Subir la TPM antes que lo contemplado por el mercado sería sorpresivo y tendría efectos significativos.** Las tasas *swap* contemplan alzas en la TPM iniciándose tarde el primer trimestre de 2027. Optar por adelantar al mercado, sin necesariamente cambiar la tasa terminal que tiene implícita la curva *swap*, tendría un efecto significativo dada la menor integral de estímulo monetario. Sin embargo, no es posible descartar que el mercado busque una tasa terminal superior.



CONTACTS

Jorge Selaive | Chief Economist
jorge.selaive@scotiabank.cl

Waldo Riveras
waldo.riveras@scotiabank.cl

Aníbal Alarcón Astorga
anibal.alarcon@scotiabank.cl

DISCLAIMER

This report has been prepared by Scotiabank Economics as a resource for the clients of Scotiabank. Opinions, estimates and projections contained herein are our own as of the date hereof and are subject to change without notice. The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to their accuracy or completeness. Neither Scotiabank nor any of its officers, directors, partners, employees or affiliates accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

These reports are provided to you for informational purposes only. This report is not, and is not constructed as, an offer to sell or solicitation of any offer to buy any financial instrument, nor shall this report be construed as an opinion as to whether you should enter into any swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. The information contained in this report is not intended to be, and does not constitute, a recommendation of a swap or trading strategy involving a swap within the meaning of U.S. Commodity Futures Trading Commission Regulation 23.434 and Appendix A thereto. This material is not intended to be individually tailored to your needs or characteristics and should not be viewed as a “call to action” or suggestion that you enter into a swap or trading strategy involving a swap or any other transaction. Scotiabank may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed in this report and may have positions, or be in the process of acquiring or disposing of positions, referred to in this report.

Scotiabank, its affiliates and any of their respective officers, directors and employees may from time to time take positions in currencies, act as managers, co-managers or underwriters of a public offering or act as principals or agents, deal in, own or act as market makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to securities or related derivatives. As a result of these actions, Scotiabank may receive remuneration. All Scotiabank products and services are subject to the terms of applicable agreements and local regulations. Officers, directors and employees of Scotiabank and its affiliates may serve as directors of corporations.

Any securities discussed in this report may not be suitable for all investors. Scotiabank recommends that investors independently evaluate any issuer and security discussed in this report, and consult with any advisors they deem necessary prior to making any investment.

This report and all information, opinions and conclusions contained in it are protected by copyright. This information may not be reproduced without the prior express written consent of Scotiabank.

™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable.

Scotiabank, together with “Global Banking and Markets”, is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate.