



## INFORME GEMINES N°548

Mayo 2026

### COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

### GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

### CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

Marcela Ruiz-Tagle O.

## ÍNDICE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>ÍNDICE</b> .....   | <b>2</b>  |
| <b>DESTACAMOS</b> .....   | <b>3</b>  |
| <b>1.- PANORAMA GENERAL: ATERRIZANDO A LA REALIDAD</b> .....                            | <b>5</b>  |
| <b>2.- TEMA ESPECIAL: ¿POR QUÉ PREOCUPARSE POR LA RELACIÓN DEUDA PÚBLICA/PIB?</b> ..... | <b>8</b>  |
| <b>3.- COYUNTURA NACIONAL</b> .....   | <b>12</b> |
| 3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: EL COBRE MÁS QUE COMPENSA .....                  | 12        |
| 3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: CONTINÚA EL DETERIORO .....                                      | 13        |
| 3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: LOS PROBLEMAS SE ACENTÚAN .....                            | 15        |
| 3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: UN AÑO FUERA DE RANGO.....                          | 17        |

# INFORME GEMINES

N°548

## DESTACAMOS

### Panorama General

- El deterioro en el escenario externo es la principal causa de la caída en las expectativas económicas internas. El alza del petróleo y sus derivados conlleva inflación y un serio impacto sobre el ingreso disponible de la población, (Pág. N°5).
- A lo anterior se suman errores no forzados del propio gobierno, que no hizo un trabajo prelegislativo suficiente para su proyecto estrella, proyecto que cae en maximalismos ideológicos que dificultarán su aprobación y proyección en el tiempo, (Pág. N°5).

### Tema Especial

- Es sabido que la deuda pública bruta de Chile se ha incrementado sistemáticamente desde 2008, luego de alcanzar un mínimo de 3,8% del PIB en 2007. Desde entonces este porcentaje se ha incrementado todos los años hasta llegar a 41,8% en 2024 y a 41,5% al cierre de 2025. Adicionalmente, el ex ministro de hacienda Mario Marcel agregó un criterio adicional al del balance estructural de 45% como límite para la deuda pública bruta, el que parecía cómodo en su momento, pero este límite no tiene una justificación sólida. Por qué no 40% o 50%, o cualquier otro nivel. Por otro lado, esta tendencia alcista sostenida ya nos ha costado bajar dos escalones en las clasificaciones de riesgo de las tres evaluadoras más importantes, (Pág. N°8).
- Si bien la mediana de la relación deuda-PIB ha alcanzado niveles no vistos en los últimos 125 años, tanto la relación intereses/PIB como la relación deuda/capital se encuentran actualmente por debajo de sus promedios históricos. Esto sugiere que, si los economistas hubieran optado por centrarse en cualquiera de estas medidas alternativas, en lugar de la relación deuda/PIB, el debate sobre la sostenibilidad de la deuda entre los responsables políticos, académicos y periodistas probablemente sería muy diferente hoy, (Pág. N°9).
- En este artículo los autores no toman posición sobre si los niveles actuales de endeudamiento son altos, óptimos o sostenibles. Para responder a esta pregunta, es crucial que los economistas utilicen una medida que capture con precisión el objeto de interés. El hecho de que tres medidas de endeudamiento igualmente plausibles arrojen resultados diferentes sugiere que esta condición no se ha cumplido en este caso, (Pág. N°9).

## Coyuntura Nacional

- No se debe subestimar el importante aporte del muy alto precio del cobre sobre nuestra economía. Tenemos un récord histórico en superávit de Balanza Comercial, gracias al altísimo precio del cobre, y un eventual pronto término del conflicto en Irán podría corregir a la baja el precio del petróleo en forma significativa, (Pág. N°12).
- Con la excepción de la evolución de los servicios, que muestra un crecimiento sostenido, aunque con volatilidad mensual, y el comercio, con tendencia positiva, aunque bastante variabilidad, todos los demás indicadores, especialmente en el último año o poco menos, exhiben un estancamiento preocupante. Si bien se ha documentado la existencia de problemas en las actividades productoras de bienes primarios y su elaboración, no es para nada claro la causa de este estancamiento, (Pág. N°14).
- El aumento significativo del salario mínimo real, la reducción de la jornada laboral sin baja de remuneraciones y el aumento en la cotización para jubilación, en un escenario de productividad estancada son los factores principales, junto al bajo crecimiento de la economía, que explican que el empleo formal haya estado creciendo cada vez menos y, en marzo, cayera por debajo del existente un año atrás, (Pág. N°15).
- Se confirma la desaceleración en el crecimiento de la masa salarial, a 2,7% en los doce meses a marzo, escenario que debería acentuarse en los próximos meses impactando negativamente al consumo, situación que se mantendría por el resto del año, (Pág. N°16).
- Si se dan algunas condiciones, es factible que la trayectoria inflacionaria sea relativamente más favorable en el transcurso del presente año, aunque difícilmente volveremos a situarnos dentro del rango meta durante lo que resta del mismo, (Pág. N°17).

## 1.- PANORAMA GENERAL: ATERRIZANDO A LA REALIDAD.

El cambio de gobierno generó un notable repunte en las expectativas económicas, tanto de los empresarios como de los hogares. Las promesas de campaña del nuevo gobierno, de rápidos avances en materia de seguridad y de generar iniciativas para recuperar el crecimiento, alimentaron un optimismo en parte importante de los agentes económicos. Por desgracia, como normalmente sucede, la realidad se impuso con escenarios y eventos que nadie previó, frustrando en forma relevante las favorables expectativas que normalmente acompañan a un cambio en la conducción política, más aún cuando éste se deriva de un proceso democrático con un favorable resultado electoral.

En concreto, si nos situamos a fines de febrero recién pasado, toda apuntaba a que, al menos en materia económica, este año sería el comienzo de un favorable proceso de re-aceleración del crecimiento económico interno. Lamentablemente, en sólo dos meses, el panorama se ve mucho menos auspicioso. Si bien todo está muy líquido aún, sobre todo en el contexto geopolítico mundial, parece útil hacer un discernimiento respecto de las causas principales en este rápido y abrupto cambio negativo en el escenario.

### - El Factor Externo.

El factor más relevante para explicar el deterioro en el panorama económico interno el presente año es completamente exógeno, y responde al grave error de la administración Trump de acompañar a Israel en su incursión armada contra Irán. Una vez más, como tantas veces a lo largo de la historia, el ejecutivo de Estados Unidos sobre estima sus capacidades y subestima a sus adversarios, como pasó en Iraq o Afganistán, por poner dos ejemplos relativamente recientes, o en Korea y Vietnam, para acontecimientos más lejanos en el tiempo.

Aunque todo indica que Estados Unidos pondrá fin en forma permanente al conflicto armado contra dicho país, ya se ha producido en un daño relevante sobre la economía global, con un shock de costo del combustible y sus derivados que, con mayor o menor fuerza en cada país, se traduce en importantes presiones inflacionarias y fuerte impacto negativo sobre el ingreso. En definitiva, se ha revisado en forma significativa a la baja la previsión de crecimiento global, y al alza la inflación esperada.

Chile, en una decisión que fue cuestionada, y que con el correr del tiempo parece haber sido acertada, asumió el shock en forma directa e instantánea, traspasando todo el efecto precio a los consumidores. Si bien fue lo más razonable desde el punto de vista fiscal, evidentemente conllevó importantes costos. El más relevante, un fuerte incremento inflacionario en curso, que está impactando en forma relevante al ingreso de los hogares.

El efecto es directo, en la parte de la canasta de consumo que representan los combustibles, e indirecto, por los efectos segunda vuelta sobre la inflación. En concreto, esperamos que la inflación en doce meses se acerque al 5% a mediados de año, para cerrar algo por sobre 4%. Así, al ya estancado mercado laboral se suma ahora un impacto negativo sobre las remuneraciones reales, lo que en conjunto afectará seriamente la capacidad de compra de las familias. Se suma, como dijimos, un rápido deterioro de las expectativas económicas y un crédito aún restrictivo, todo lo cual impacta al consumo de la economía, el ítem más incidente de la demanda agregada total.

#### - Las Responsabilidades Propias.

Si bien apoyamos en general las iniciativas del gobierno, tanto en materias tributarias como regulatorias para incentivar mayor inversión y crecimiento, pensamos que hay dos errores políticos importantes que podrían haberse evitado. El primero es comunicacional, toda vez que el gobierno no ha sido capaz de transmitir a la población, con suficiente fuerza y claridad, que los sacrificios que están implícitos en el ajuste fiscal serán más que compensados, para la inmensa mayoría de la población, por la vía de un mayor ritmo de crecimiento a futuro. Esa idea fuerza no ha sido suficientemente reforzada en el mensaje, y se ha abusado de la idea de crisis, lo que en muchos casos asusta y no estimula decisiones en materia de contratación de mano de obra y/o inversión.

El segundo error es abiertamente político, y tiene que ver con un dejo de maximalismo por parte del gobierno al momento de diseñar y negociar su proyecto de Reconstrucción Nacional y Desarrollo Económico. Lo dijimos en informes anteriores, lo perfecto es enemigo de lo bueno, y se requería un importante trabajo prelegislativo al momento de afinar el proyecto. Todo indica, por el contrario, que ese trabajo no se hizo, y que ni siquiera se incorporó en el diseño a todos los partidos de gobierno.

Lo anterior es un error en dos dimensiones, se perdió la oportunidad de pulir el proyecto, que tiene debilidades evidentes, y se generó una oposición mucho más intransigente y radicalizada. Da la impresión de que "se contaron votos", y estando el mínimo requerido, se envió el proyecto. El gobierno olvida que el apoyo al presidente Kast no es equivalente a su votación en segunda vuelta, el apoyo real es bastante menor, y una fracción relevante de los votos en dicha instancia, fueron "votos prestados" por sectores de centro y centro derecha, que quisieron evitar un gobierno de extrema izquierda.

Finalmente, a pesar de que el discurso de triunfo del presidente Kast apuntaba a la construcción de grandes acuerdos, al momento de diseñar su principal proyecto, esa actitud no se reflejó. Una vez más se cae en la tentación de instalar un proyecto con excesiva carga ideológica, partisano, que difícilmente puede reunir un respaldo amplio. Era el momento de mostrar altura política y visión de estado, y se perdió la oportunidad.

La negociación tendrá que darse igual, muy probablemente en la comisión de hacienda del senado, y el proyecto que eventualmente se apruebe distará bastante del enviado por el ejecutivo. Lo que el gobierno debe entender, es que un proyecto aprobado por una mayoría circunstancial no garantiza su continuidad en el mediano y largo plazo, lo que le resta mucho de su efectividad para cumplir con los objetivos deseados, en orden de aumentar en forma sostenida la inversión y el crecimiento.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**[tizquierdo@gemines.cl](mailto:tizquierdo@gemines.cl)**

## 2.- TEMA ESPECIAL: ¿POR QUÉ PREOCUPARSE POR LA RELACIÓN DEUDA PÚBLICA/PIB<sup>1</sup>.

Es sabido que la deuda pública bruta de Chile se ha incrementado sistemáticamente desde 2008, luego de alcanzar un mínimo de 3,8% del PIB en 2007. Desde entonces este porcentaje se ha incrementado todos los años hasta llegar a 41,7% en 2024 y en torno a 43% al cierre de 2025. Adicionalmente, el ex ministro de hacienda Mario Marcel agregó un criterio adicional al del balance estructural de 45% como límite para la deuda pública bruta, el que parecía cómodo en su momento, pero este límite no tiene una justificación sólida. Por qué no 40% o 50%, o cualquier otro nivel. Por otro lado, esta tendencia alcista sostenida ya nos ha costado bajar dos escalones en las clasificaciones de riesgo de las tres evaluadoras más importantes.

No obstante lo anterior, en bueno preguntarse, como lo hacen en el paper que resumimos aquí, si el indicador deuda/PIB es o no relevante y la respuesta es que no necesariamente.

En las últimas décadas, los macroeconomistas y los responsables de la formulación de políticas se han centrado cada vez más en la relación entre la deuda pública y el producto interior bruto anual de un país (deuda/PIB) como principal indicador del endeudamiento público. Durante este período, muchas de las mayores economías del mundo han experimentado aumentos significativos de esta relación, alcanzando niveles sin precedentes en tiempos de paz. Por ejemplo, en las últimas cuatro décadas, la relación deuda/PIB se ha triplicado en Estados Unidos, se ha duplicado en el Reino Unido y se ha cuadruplicado en Japón.

Este enfoque exclusivo en la deuda/PIB ha llevado a muchos economistas y responsables de la formulación de políticas a concluir que los niveles actuales de deuda en estos países son históricamente altos y, por lo tanto, podrían ser insostenibles. Sin embargo, lo que a menudo se pasa por alto es el papel central que desempeña la deuda/PIB en la configuración de esta narrativa. Se ha convertido, de hecho, en la métrica que define el endeudamiento público. Lo sorprendente es que existe poca justificación formal para utilizar esta relación como único determinante de la carga de la deuda de un país. En consecuencia, la decisión de priorizar la relación deuda/PIB sobre otras posibles medidas de endeudamiento es, de hecho, arbitraria. ¿Qué habría sucedido si los economistas y los responsables políticos hubieran optado por centrarse en una métrica diferente?

---

<sup>1</sup> “Why to care about debt-to-GDP?”, de Jonathan B. Berk y Jules H. van Binsbergen, NBER Working Paper 34629, enero de 2026.

¿Seguirían concluyendo que los niveles de deuda no tienen precedentes históricos? El análisis sugiere que probablemente no. Basándonos en la literatura sobre finanzas corporativas, construimos dos medidas alternativas e igualmente plausibles del endeudamiento público: la relación entre la deuda pública pendiente y la riqueza total, representada por el valor del capital en el mercado de valores (deuda a capital), y la relación entre el gasto anual por intereses y el producto interno bruto (intereses a PIB). Analizamos estas tres medidas para los Estados Unidos desde 1900. Las tres relaciones muestran patrones notablemente diferentes durante este período de 125 años. Si bien la relación deuda a PIB ha superado recientemente niveles de endeudamiento no vistos desde la Segunda Guerra Mundial, la relación intereses a PIB alcanzó niveles comparables durante el período 1985-1995. Lo más sorprendente es que la relación deuda a capital parece no mostrar una tendencia clara y, en todo caso, ha caído recientemente a niveles inferiores a la media.

¿Es excepcional la experiencia estadounidense? La respuesta es no. Al examinar los valores medianos de estas tres medidas de endeudamiento en 19 países, que juntos representan la mayor parte de la deuda pública mundial (Argentina, Australia, Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Japón, México, Países Bajos, Rusia, España, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos), los resultados son aún más sorprendentes. Si bien la mediana de la relación deuda/PIB ha alcanzado niveles no vistos en los últimos 125 años, tanto la relación intereses/PIB como la relación deuda-capital se encuentran actualmente por debajo de sus promedios históricos. Esto sugiere que, si los economistas hubieran optado por centrarse en cualquiera de estas medidas alternativas, en lugar de la relación deuda/PIB, el debate sobre la sostenibilidad de la deuda entre los responsables políticos, académicos y periodistas probablemente sería muy diferente hoy.

#### - Implicancias

En este artículo los autores no toman posición sobre si los niveles actuales de endeudamiento son altos, óptimos o sostenibles. Para responder a esta pregunta, es crucial que los economistas utilicen una medida que capture con precisión el objeto de interés. El hecho de que tres medidas de endeudamiento igualmente plausibles arrojen resultados diferentes sugiere que esta condición no se ha cumplido en este caso. En vista de esto, proponemos un marco para determinar una medida fiable de endeudamiento.

La deuda sobre el PIB es un cociente que compara un stock con un flujo. Si bien no es inusual que los economistas utilicen estas relaciones, es bien sabido que se requieren supuestos de estacionariedad<sup>2</sup> sólidos para que dichos cocientes sean informativos.

---

<sup>2</sup> Una serie es estacionaria si sus valores oscilan en torno a una media constante y tiene varianza constante.

Por ejemplo, al calcular la relación dividendo-precio de una empresa, los economistas se basan en supuestos sobre el crecimiento y las primas de riesgo para que el cociente sea significativo en las comparaciones o los análisis de series temporales. Un problema similar surge con la ratio deuda/PIB: para que la variación temporal de esta medida proporcione información sobre la sostenibilidad de la deuda, un supuesto crucial es que la deuda y el PIB están cointegrados<sup>3</sup>. Dadas las tendencias recientes a largo plazo en crecimiento y tasas de interés, es improbable que este supuesto se cumpla en los datos que estudiamos.

En un mundo no estacionario con tendencias seculares, podría ser más informativo estudiar las medidas de flujo a flujo y de stock a stock. Por ejemplo, es de suponer que las variaciones en la tasa de crecimiento se reflejan en las valoraciones de las acciones y en la tasa de interés que los gobiernos pagan por la deuda. Por lo tanto, es posible que tanto la relación deuda/capital como la relación interés/PIB sean informativas sobre la sostenibilidad de la deuda incluso cuando las tasas de crecimiento fluctúan. Además, las valoraciones corporativas (el valor actual de los flujos de efectivo futuros) son un indicador importante de los flujos de efectivo futuros gravables (riqueza). Sin embargo, dicho esto, es difícil justificar el uso de cualquiera de estas medidas sin conocer el conjunto de supuestos necesarios para que la medida sea informativa. Este debate está prácticamente ausente en la literatura académica sobre el tema. Como punto de partida para futuras investigaciones, nos basamos en las perspectivas de la literatura sobre finanzas corporativas, que aborda un tema relacionado: la estructura óptima de capital de las empresas. Ambas literaturas, la de finanzas corporativas y la macroeconomía, partieron de una base similar, concluyendo que, en mercados perfectos con participantes plenamente racionales, el nivel de deuda no afecta los resultados reales. En finanzas corporativas, este resultado se conoce como la Proposición de Modigliani-Miller, y en macroeconomía, como Equivalencia Ricardiana<sup>4</sup>. En ambos casos, los economistas observaron que ninguno de los principios explicaba plenamente la evidencia empírica. Sin embargo, ambas literaturas divergieron de ese punto. En finanzas corporativas, los economistas buscaron identificar qué supuestos fallaban y utilizaron esos conocimientos para refinar las decisiones sobre la estructura de capital corporativa y derivar niveles óptimos de endeudamiento. En macroeconomía, la Equivalencia Ricardiana se consideró un artefacto de los sólidos supuestos necesarios para derivarla. Dado que pocos creían que estos supuestos se mantuvieran en la práctica, no se realizó ningún esfuerzo por determinar qué supuestos eran responsables del fracaso empírico de la teoría. Como resultado, la literatura ha desarrollado nociones generales de que la deuda pública es importante tanto para el crecimiento económico como para la probabilidad de impago, pero existe poca comprensión de por qué cocientes deuda/PIB aparentemente bajos (como el 40%) pueden desencadenar crisis de deuda soberana en países como Argentina, mientras que Japón, con un cociente deuda/PIB del 250%, parece no enfrentar tal riesgo.

---

<sup>3</sup> La cointegración se refiere a que, aunque cada serie por separado no sea estacionaria (por ejemplo, tienen tendencia en el tiempo), existe una combinación entre ellas que sí es estacionaria.

<sup>4</sup> La equivalencia Ricardiana se refiere a que da lo mismo para la economía si el gobierno financia su gasto con impuestos hoy o con deuda hoy e impuestos mañana, porque los agentes anticipan los impuestos futuros y ajustan su ahorro en consecuencia.

Sin identificar las desviaciones clave de los supuestos que conducen al fracaso de la Equivalencia Ricardiana, es imposible determinar qué medida de endeudamiento sería informativa para estudiar estas cuestiones. Por ejemplo, para evaluar el nivel óptimo de deuda pública, es esencial comprender primero su importancia.

Nadie argumentaría que el impago soberano no está asociado con coyunturas económicas adversas. Sin embargo, en un mercado perfecto, no existe una causalidad unidireccional inherente. Siguiendo la analogía con las finanzas corporativas, en mercados perfectos, el impago de una empresa también coincide con dificultades económicas de la empresa. Pero, para inferir causalidad, se necesita algún tipo de fricción. La literatura existente se ha centrado en identificar estas fricciones y evaluar si son lo suficientemente grandes como para crear un vínculo causal entre la crisis financiera y la crisis económica posterior.

En consecuencia, no es evidente que una elevada relación deuda/PIB sea peligrosa, pero si todos piensan que sí lo es puede constituirse en una profecía autocumplida. Además, la tendencia de la deuda pública chilena, que ha crecido como porcentaje del PIB durante 18 años seguidos no puede mantener la misma tendencia con el riesgo de conducir al país a una crisis financiera, ya que podría reflejarse en un aumento insostenible de los otros indicadores analizados.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

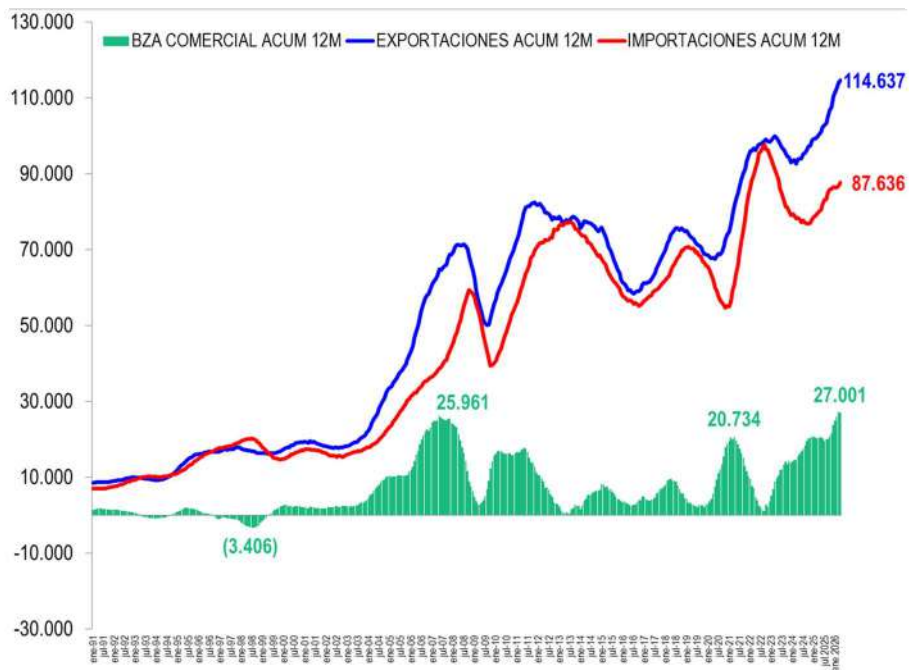
### 3.- COYUNTURA NACIONAL

#### 3.1 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: EL COBRE MÁS QUE COMPENSA.

Se ha puesto mucha atención al impacto del alza en el precio de los combustibles y sus múltiples efectos negativos sobre la economía. Si bien ello es innegable, sobre todo por su efecto inflacionario con sus consecuencias, lo cierto es que el alza del precio del cobre, en un contexto de economía en su conjunto, es positivo y más significativo.

Desde la perspectiva de las Cuentas Externas, el balance durante este año es altamente positivo, lo que por lo demás se refleja en el resultado de nuestra Balanza Comercial, la cual acumula un superávit de US\$ 27.000 millones en los últimos 12 meses, récord histórico. Ello permite entender, entre otras cosas, porqué el precio del dólar se ha mantenido relativamente contenido, a pesar del alto precio del petróleo en una situación geopolítica altamente incierta.

**GRÁFICO N°3.1**  
**BALANZA COMERCIAL**  
**(US\$ millones)**



Fuente: Banco central de Chile

En paralelo, en la contención del precio del dólar se estaría observando también el efecto de dos elementos adicionales. Por un lado, nuestro Banco Central entregó una señal de cuál sería el Tipo de Cambio Real de equilibrio en el mediano plazo (análisis incluido en el último IPOM), situándolo en el equivalente de +/- 880 pesos por dólar para el dólar observado, lo que ayudó a contener expectativas devaluatorias. Por otro, la superintendencia de AFP's instruyó a la industria reducir seriamente, en un plazo inferior a un año, su exposición en derivados asociados a las tasas de largo plazo en Estados Unidos, lo que le resta volatilidad.

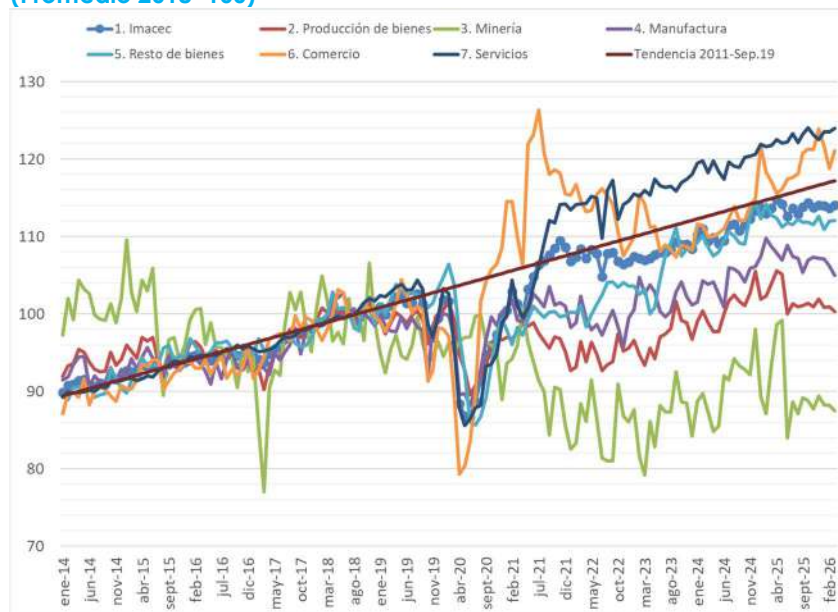
Dado el nivel actual del dólar, algo por debajo de los 900 pesos, todo indica que una resolución relativamente pronta del conflicto en Irán podría generar una corrección significativa a la baja en el valor de la divisa. ¿Cuánto? Niveles en torno a los 850 pesos parecen compatibles con nuestros fundamentos. Más aún, un éxito político para el gobierno, aprobando pronto el grueso del proyecto de Reconstrucción y Desarrollo Económico, podría llevarlo incluso más abajo.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

### **3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: CONTINÚA EL DETERIORO.**

La caída en el IMACEC de marzo completó un inesperado trimestre de resultados negativos. Si bien la guerra en Irán y el significativo aumento en los precios de los combustibles contribuyó al mal resultado de marzo, que tuvo un día hábil más que el mismo mes de 2025, los problemas de crecimiento ya se venían manifestando con claridad en los meses anteriores. Por una parte, el accidente en El Teniente en septiembre pasado agravó los problemas productivos del sector minero que se traducen en resultados para la actividad económica claramente más deficientes en el IMACEC total que en aquel que excluye la minería. Sin embargo, el mal desempeño sectorial no se limita a la minería, sino que se extiende a todo el sector productor de bienes, como se aprecia claramente en el gráfico que sigue, que muestra los distintos componentes de IMACEC desestacionalizado.

**GRÁFICO N°3.2**  
**COMPONENTES DEL IMACEC DESESTACIONALIZADO 2014-2026**  
**(Promedio 2018=100)**



Fuente Banco Central de Chile.

Con la excepción de la evolución de los servicios, que muestra un crecimiento sostenido, aunque con volatilidad mensual, y el comercio, con tendencia positiva, aunque bastante variabilidad, todos los demás indicadores, especialmente en el último año o poco menos, exhiben un estancamiento preocupante. Si bien se ha documentado la existencia de problemas en las actividades productoras de bienes primarios y su elaboración, no es para nada claro la causa de este estancamiento.

Más preocupante es la aparente continuidad de la desaceleración de la demanda interna (consumo + inversión) luego de la desaceleración que experimentó en el último trimestre del año pasado, explicada por el retroceso (desestacionalizado) en el consumo del gobierno y los inventarios. Todo indica que, pudiendo haberse repetido los factores que explicaron la desaceleración de la demanda interna en el cuarto trimestre del año pasado, muy probablemente se habría sumado la inversión y, tal vez, el consumo privado, aunque probablemente en menor medida. En todo caso, el deterioro en el mercado laboral y el menor dinamismo de las remuneraciones reales por la aceleración en la inflación, pueden redundar en un crecimiento más débil del consumo en los próximos meses.

De corroborarse lo anterior, es probable que el crecimiento del PIB durante este año se ubique por debajo del 2%. Para que suceda lo contrario sería necesaria una reactivación importante en los próximos meses y una recuperación de las expectativas muy deterioradas en marzo y abril.

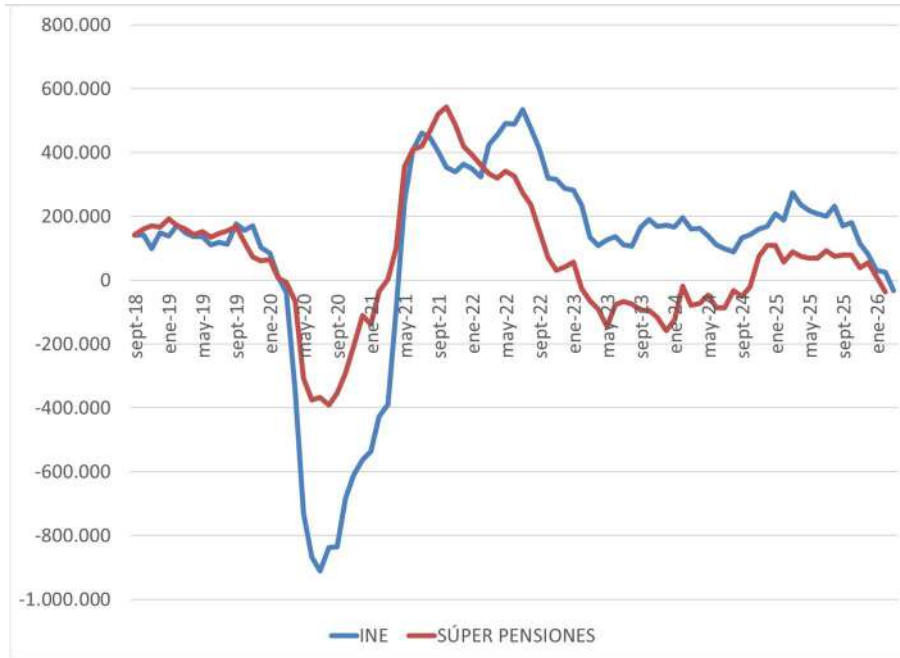
**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

### **3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: LOS PROBLEMAS SE ACENTÚAN.**

Los problemas en el mercado laboral son conocidos y vienen de hace bastante tiempo, con un desempleo desestacionalizado que no ha bajado del 8% desde fines de 2022 y con un nivel y tasa de ocupación y de participación laboral que siguen muy por debajo de los existentes antes de la pandemia y que, todo indica, probablemente no se recuperen en mucho tiempo.

El aumento significativo del salario mínimo real, la reducción de la jornada laboral sin baja de remuneraciones y el aumento en la cotización para jubilación, en un escenario de productividad estancada son los factores principales, junto al bajo crecimiento de la economía, que explican que el empleo formal haya estado creciendo cada vez menos y, en marzo, cayera por debajo del existente un año atrás. Esto mismo fue anticipado por los datos de cotizantes en las AFP que, ya en febrero, mostraban una disminución en doce meses y un absoluto estancamiento en los últimos cuatro años (ver Gráfico N°3.3).

**GRÁFICO N°3.3**  
**VARIACION ABSOLUTA EMPLEO FORMAL 2018-2026**  
**(Variaciones en 12 Meses)**



Fuente: INE y Superintendencia de AFP. Elaboración Gemines.

En cuanto a las remuneraciones, si bien puntualmente aceleraron su crecimiento en doce meses a marzo, hasta 5,1%, la tendencia más permanente apunta a una desaceleración desde mediados del año pasado. En términos reales, por otro lado, cayeron 0,4% en marzo, como resultado del elevado IPC del mes, algo que se repetirá en abril y su nivel absoluto es el más bajo desde noviembre pasado. En 12 meses el crecimiento de las remuneraciones se ubica en 2,2%, pero todo indica que estará bajo 1% en los próximos meses, incluyendo abril, por el repunte inflacionario.

Con estos antecedentes se confirma la desaceleración en el crecimiento de la masa salarial, a 2,7% en los doce meses a marzo, escenario que debería acentuarse en los próximos meses impactando negativamente al consumo, situación que se mantendría por el resto del año.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

### 3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: UN AÑO FUERA DE RANGO.

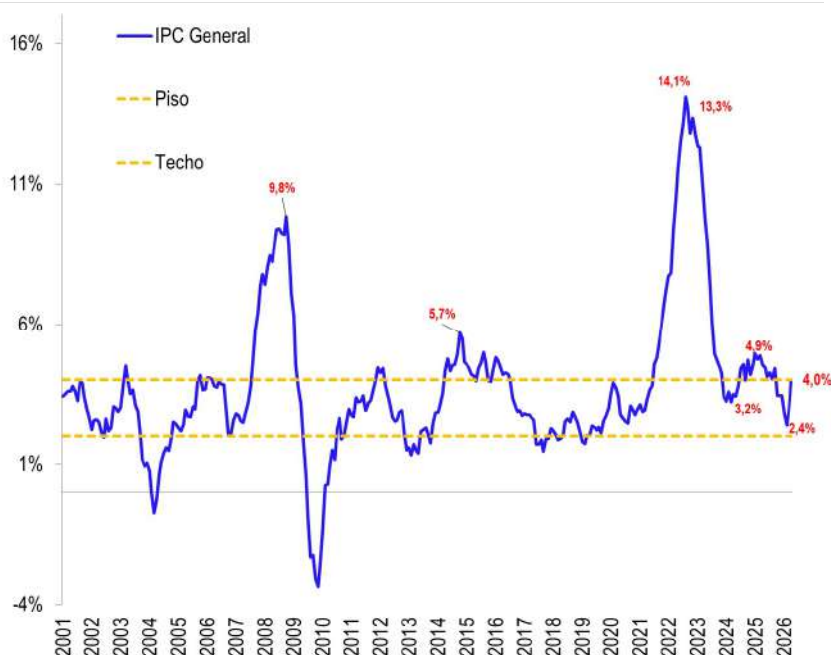
Efectivamente, en nuestro escenario base, esperamos que el shock del precio del petróleo y sus derivados se traduzca en una desviación que duraría un año, entre abril de 2026 y marzo de 2027, del nivel inflacionario interno respecto de su rango objetivo. En el peak, en junio próximo, la variación doce meses del IPC podría situarse en torno al 5 %, es decir, todo un punto por sobre del techo del rango meta del Banco Central.

No es descartable, sin embargo, que el panorama fuera algo más atenuado, en la medida que se den algunas condiciones. Si se dan conjuntamente los tres factores siguientes, el perfil inflacionario será más favorable, aunque difícilmente cerraremos el año dentro del rango meta.

Las condiciones serían las siguientes: Primero, que un pronto término del conflicto en Irán devuelva el precio del petróleo a, digamos, niveles cercanos a los 80 dólares el barril. Segundo, que dicha baja sea traspasada rápida y completamente al precio de los combustibles en el mercado interno.

La tercera condición, es que el tipo de cambio registre un importante ajuste a la baja (ver sección Cuentas Externas y Tipo de Cambio en este informe), lo que permitiría que, hacia fines de año, ello se traduzca en una más rápida convergencia de la inflación hacia su rango objetivo, favorecida por el componente importado de la canasta del IPC.

**GRÁFICO N°3.4**  
**INFLACIÓN Y RANGO META**



Fuente: INE.

En el intertanto, tal cual en el resto del mundo, nuestra autoridad monetaria sólo puede mantenerse atenta, sin posibilidad, en el escenario base, de utilizar nuevamente su instrumento. De hecho, estimamos que el Banco Central no moverá su tasa de política monetaria, ni al alza ni a la baja, en el transcurso del presente año.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**