



INFORME GEMINES N°550

JULIO 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

ÍNDICE.....	2
DESTACAMOS	3
1.- PANORAMA GENERAL: ERRORES NO FORZADOS	5
2.- TEMA ESPECIAL: EL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI CONCLUYE LA CONSULTA DEL ARTÍCULO IV DE 2026 CON CHILE	8
3.- COYUNTURA NACIONAL.....	11
3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: MEJORAN LAS EXPORTACIONES Y EL PESO SIGUE BAJANDO	11
3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: SESGO A LA BAJA	12
3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: CAE EL EMPLEO Y REMUNERACIONES SORPRENDEN AL ALZA	14
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: TIEMPO DE ESPERAR.....	15

INFORME GEMINES

N°550

DESTACAMOS

Panorama General

- En el pobre desempeño que logrará la economía chilena el presente año hay razones exógenas, como el shock de precio de los combustibles, y otras más bien autoinfligidas, como los errores de iniciativa y comunicación en materia política. (Pág. N°5).
- Si se empujan las iniciativas adecuadas, y contando con un mejor entorno externo, el próximo año podría alcanzarse un crecimiento superior al 3%, (Pág. N°7).

Tema Especial

- La economía chilena se mantiene resiliente, con perspectivas favorables gracias a los altos precios del cobre, si bien el aumento de los precios del petróleo ha elevado temporalmente la inflación por encima del objetivo, (Pág. N°8).
- El incremento de los riesgos externos exige que el Banco Central esté preparado para endurecer la política monetaria si los precios del petróleo se mantienen altos durante un período prolongado, al tiempo que continúa reconstruyendo las reservas internacionales, (Pág. N°9).
- En consonancia con los objetivos principales del gobierno, las prioridades de política a mediano plazo son reconstruir de manera sostenible y creíble los colchones fiscales e impulsar de forma duradera el crecimiento de Chile mediante reformas estructurales, (Pág. N°9).

Coyuntura Nacional

- El crecimiento anual de las exportaciones fue de 25,1% en junio y el acumulado en el primer semestre creció 14,2%, superando los US\$60.000 millones, aunque con un impacto importante del elevado precio del cobre. Las importaciones, en cambio, exhiben un crecimiento modesto en la primera mitad del año (4,4% y US\$43.064 millones) reflejando la debilidad de la demanda interna, especialmente en el caso de la inversión. Esta combinación de factores se ha traducido en un crecimiento récord del superávit comercial que acumula casi US\$17.300 millones en el semestre y casi US\$30.000 millones en los últimos doce meses, (Pág. N°11).
- El tipo de cambio, luego de sostener una tendencia clara a la baja entre septiembre del año pasado y febrero del actual, acumulando más de \$100, con el inicio de la guerra en Irán se inició el proceso inverso que, considerando el promedio en los primeros 10 días de julio, ha implicado un alza de más de \$60 a pesar del elevadísimo precio del cobre, (Pág. N°12).
- Cuesta encontrar argumentos para estimar una recuperación en el ritmo de actividad a lo largo del segundo semestre en curso. Todo indica que no antes de comienzos del próximo año sí podríamos observar un repunte, (Pág. N°12).

- La ocupación total se mantiene esencialmente estancada desde 2024 y el empleo asalariado privado (empleo formal) desde fines de ese año. Esto apunta a que, aunque la economía creció a tasas relativamente elevadas (para los estándares de los últimos 15 años) en 2024-25, el empleo creció sólo 2,5% en 2024 y 1% el año pasado (2,4% en 2023), en un contexto de recuperación de los efectos de la pandemia, (Pág. N°14).
- En términos desestacionalizados la masa salarial subió 1,1% en mayo, por segundo mes en el año, y acumula un crecimiento de 1,2% respecto a diciembre. Con la variación nula del IPC en junio, las remuneraciones reales volverían a crecer y, pese a la aceleración en la inflación anual, probablemente también se acelere el crecimiento de la masa salarial, algo que podría sostener en los próximos meses si la inflación anual, como se espera, comienza a declinar, (Pág. N°15).
- Se discute si estaríamos pronto a una buena oportunidad para retomar recortes en la Tasa de Política Monetaria. Nos parece que avanzar en esa línea, con los antecedentes que manejamos hoy día, sería imprudente e inconducente, (Pág. N°15).

1.- PANORAMA GENERAL: ERRORES NO FORZADOS.

A estas alturas, aunque aún no conocemos el dato de junio, todo indica que la economía chilena registró, en el primer semestre, un cuadro recesivo, a saber, técnicamente dos trimestres sucesivos de contracción en la actividad. Este resultado contrasta fuertemente con las favorables expectativas económicas que prevalecían a comienzos de año, cuando a febrero la encuesta de expectativas económicas, que publica mensualmente el Banco Central, cifraba en un 2,6 % el crecimiento del presente año, número que se ha reducido a la mitad, sólo 1,3 %, en la reciente encuesta de julio.

En este rápido y agudo cambio de expectativas, podemos encontrar responsabilidad tanto en factores exógenos, particularmente referidos a la situación económica mundial, como en otros más bien de responsabilidad propia.

Entre los primeros, evidentemente la guerra en Irán y el sostenido bloqueo al tráfico marítimo en el estrecho de Ormuz, juegan un rol central. Somos importadores de prácticamente todo el petróleo y sus derivados que ocupamos, por lo que un shock de precios como el que enfrentamos, evidentemente nos golpea con fuerza. En términos generales, se produjo un impacto negativo sobre nuestro ingreso, al encarecerse bruscamente un insumo importado que juega un rol directo sobre los costos de producción interna. Se agregó el hecho, no habitual, que el gobierno decidió, en una decisión que compartimos, traspasar el efecto completo a los precios internos, sin amortiguar su efecto en el tiempo.

Evidentemente lo anterior no es responsabilidad del gobierno. Fue una acción responsable, en un contexto de fragilidad fiscal, reconocer ese impacto de una vez, de manera de entregar una señal fiel al mercado del mayor costo de los combustibles, con el consiguiente efecto de reducción en el consumo. Cuánto del deterioro de las expectativas internas proviene de lo anterior y cuánto de responsabilidades más directas del manejo económico de nuestras autoridades, es difícil de discernir. Sin embargo, a continuación, reseñamos lo que, en nuestra opinión, podría haberse hecho distinto.

Primero, se abusó del concepto de emergencia económica, y de la necesidad de materializar un fuerte ajuste fiscal. En este caso parecía más apropiado actuar sin tanta amenaza. Levantar un gran tema político en torno a la eventual distorsión, por usar un concepto suave, en las cifras fiscales entregadas por el gobierno anterior, fue completamente estéril, no se podía cambiar la realidad fiscal, y muy costoso en términos políticos. Propició la acusación constitucional contra un ex ministro de Hacienda, hecho inédito desde la vuelta de la democracia en 1990 (se intentó una contra Alejandro Foxley en 1994, pero no pasó la etapa de la "cuestión previa"). El costo político de la iniciativa fue significativo, no sólo por la pérdida de tiempo en la operación del Congreso sino, principalmente, por el impacto negativo sobre la cohesión de los partidos que sustentan al actual gobierno.

En parte ligado a lo anterior, la discusión del proyecto de reconstrucción no ha logrado instalar una negociación política más amplia, que le daría una mayor legitimidad en el caso de aprobarse. Ha surgido, lamentablemente, una suerte de maximalismo y poca disposición a buscar acuerdos por parte, particularmente, de la cartera de Hacienda. Es un error pensar que, por contar con los votos mínimos necesarios, no es necesario construir acuerdos más amplios. Dos razones sostienen esta última afirmación.

Primero, el proyecto es claramente perfectible, no sólo en lo referente a temas puntuales, como el referido al programa de apoyo al empleo en las PYMES, que ya se revisó en diseño y costo, sino, más importante aún, en un elemento central. Efectivamente, se debe/debió buscar compensar al menos parcialmente un proyecto que sabemos que no está financiado y que conlleva, al menos en el corto a mediano plazo, un deterioro adicional en las alicaídas cuentas fiscales. Todo indica, sobre esto último, que en el trasfondo hay una intención del titular de hacienda de achicar el Estado.

Querer achicar el Estado es legítimo, como propuesta técnica desde una posición ideológica válida, el problema es que no permite encontrar un consenso más amplio, en momentos en que deberían ser otras las prioridades. Construir un acuerdo amplio, buscar compensación vía fórmulas técnicamente correctas (terminar con la renta presunta, aumento gradual en impuesto al diésel, u otras), no sólo permitiría construir un apoyo político más amplio, sería también bienvenido respecto a la proyección macro de nuestra economía, acotando el riesgo de un deterioro adicional en el déficit fiscal proyectado y en el consiguiente incremento de la deuda.

Segundo, era una oportunidad para darle una mano a la oposición más moderada. Incorporar a parte del socialismo democrático, como casi se logró con el PPD y una fracción del Partido Socialista, habría dado mucho más peso a la aprobación del proyecto, disminuyendo además el riesgo de abrir una nueva batalla en sede Tribunal Constitucional.

El daño a las expectativas económicas, tanto de empresas como de personas, asociado a la forma como se ha abordado la discusión de la mega reforma, es difícil de aislar de otras causas. Pero sin duda explica una fracción relevante.

- Las variables económicas detrás de la caída en la actividad y sus perspectivas de corto plazo.

¿Qué está detrás de la contracción del primer semestre? El Banco Central tiene razón en asignar una responsabilidad importante a factores de oferta ligados a los recursos naturales, llámese caída en la producción minera, frutícola y de pesca, simplemente porque los datos estadísticos ratifican una caída de producción de dichos sectores. No es tan evidente, sin embargo, que tenga razón en la transitoriedad de dicho efecto.

Por el lado de la minería, la producción no tiene espacio para un crecimiento relevante ni menos sostenido, aunque sí es cierto que la base de comparación se hará menos exigente en el segundo semestre, toda vez que se comparará con un período en que ya se sintió el impacto del accidente en la mina El Teniente, con su impacto negativo en la producción.

Por el lado de la pesca, en cambio, nada asegura una recuperación en la pesca pelágica, usada principalmente para Harina de Pescado, en circunstancias que está llegando el fenómeno de El Niño, que puede afectarla por un prolongado período de tiempo. Finalmente, el tema agrícola, donde se observa el término del boom de la producción y exportación de cerezas, no es claro por cuánto tiempo más seguirá impactando negativamente la producción y exportación sectorial. Algo similar sucede con la uva y la industria del vino.

Dicho lo anterior, aunque se revirtiera este shock, supuestamente transitorio de factores de oferta, vienen ahora los problemas por el lado de la demanda. La inversión ya cayó en el primer trimestre, respecto del anterior en serie desestacionalizada, y los datos preliminares permiten estimar que el segundo trimestre nuevamente registraría un pobre desempeño.

Respecto al consumo, el principal componente de la demanda agregada, las perspectivas no son favorables. Entre sus componentes, alto desempleo, bajo crecimiento de la ocupación (en base a empleo informal, el formal cae), incremento en la inflación que afecta los salarios reales y brusco deterioro en las expectativas económicas de los hogares. Con éste mix es imposible esperar un buen desempeño para el consumo, al menos para el tercer y cuarto trimestre del año.

Con todo, esperamos un crecimiento para el año de sólo 1,2%, pero con un sesgo a la baja. Sin embargo, todo lo malo del presente año podría revertirse el próximo, en que los principales factores negativos que han afectado al año en curso deberían revertirse.

En nuestro escenario base esperamos una situación internacional más estable, precio del petróleo normalizado, mantención de alto precio del cobre. En lo interno, el proyecto de reconstrucción estaría aprobado, la inflación a la baja, y brotes verdes primero en la inversión y luego en el empleo. En ese contexto, el crecimiento estaría en torno al 3%, aunque en esta oportunidad con sesgo al alza.

Para que se materialice dicho escenario, además de las condiciones externas que no dependen de nosotros, necesitamos un gobierno que entregue señales positivas. Seguir destrabando inversión, iniciativas de inversión pública con foco en empleo; programa de subsidio a la contratación de mano de obra formal; aprobación de la sala cuna universal y una agenda que tienda a flexibilizar el mercado laboral. Idealmente, avanzar en propuestas que incentiven un funcionamiento más eficiente de las instituciones del Estado, y eventualmente políticas que contribuyan a agilizar el mercado de capitales, también jugarían un rol relevante para agilizar el crecimiento.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.- TEMA ESPECIAL: EL DIRECTORIO EJECUTIVO DEL FMI CONCLUYE LA CONSULTA DEL ARTÍCULO IV DE 2026 CON CHILE.

Hace pocos días el FMI liberó su revisión anual de la economía chilena. A continuación, reproducimos el comunicado oficial del FMI en que se informa de la liberación del informe que plantea como principal preocupación el restablecimiento del equilibrio presupuestario. En este aspecto el informe plantea la necesidad de aumentar la recaudación, para lo que propone ampliar la base del impuesto a la renta de las personas, reducir el acceso a la PGU al 60% de la población en vez del 90% y otras medidas de contención del gasto, al tiempo que manifiesta su preocupación por la marcada disminución en la inversión pública.

Washington, D.C.: El directorio ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó la Consulta del Artículo IV para Chile¹. Las autoridades han autorizado la publicación del Informe del Personal preparado para esta consulta².

La actividad económica se ha mantenido sólida, con un crecimiento del PIB del 2,5% en 2025, impulsado por una fuerte demanda interna no minera. La inflación descendió hasta el objetivo del banco central a principios de 2026, pero desde entonces ha aumentado debido al incremento de los precios de la energía asociado al conflicto en Oriente Medio. Los déficits fiscales han persistido debido al bajo rendimiento de los ingresos, pero la deuda pública se mantiene moderada. El sistema financiero es sólido en general, aunque persisten vulnerabilidades en los sectores de la construcción y el inmobiliario.

Se prevé que el crecimiento del PIB se modere hasta el 1,8% en 2026, para luego aumentar hasta el 2,6% en 2027, impulsado por el alza de los precios del cobre. Se espera que la inflación se mantenga temporalmente por encima del objetivo en 2026 y principios de 2027, antes de volver a converger hacia él. La implementación de las medidas de consolidación fiscal anunciadas debería contribuir a reducir gradualmente el déficit fiscal a medio plazo. Sin embargo, alcanzar el objetivo del gobierno de lograr el equilibrio estructural para 2030 y mantener la relación deuda/PIB por debajo del 45% requerirá esfuerzos fiscales adicionales. Se prevé que la posición externa se mantenga, en general, en línea con los fundamentos a medio plazo.

Las perspectivas siguen estando sujetas a una elevada incertidumbre, con riesgos a corto plazo que se inclinan a la baja. Un período prolongado de precios altos del petróleo podría afectar el crecimiento y la inflación, y el banco central debería estar preparado para endurecer la política monetaria, de ser necesario.

¹ De conformidad con el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI, este organismo celebra reuniones bilaterales con sus miembros, generalmente una vez al año. Un equipo de expertos visita el país, recopila información económica y financiera y dialoga con funcionarios sobre la evolución económica y las políticas del país. Al regresar a la sede, el equipo elabora un informe que sirve de base para el análisis del directorio ejecutivo.

² Según el Convenio Constitutivo del FMI, la publicación de documentos relativos a los países miembros es voluntaria y requiere el consentimiento de estos. El informe del personal se publicará próximamente en la página del país.

Al mismo tiempo, la persistencia de precios altos del cobre y la implementación exitosa de reformas que impulsen el crecimiento podrían fortalecer las perspectivas a mediano plazo. Reconstruir las reservas fiscales y externas, incluyendo la continuación del plan de acumulación de reservas, a la vez que se impulsan las reformas estructurales, será fundamental para mantener la resiliencia y potenciar el potencial de crecimiento a largo plazo de Chile.

- Evaluación del Directorio Ejecutivo³

Los directores ejecutivos coincidieron con la esencia de la evaluación del personal. Elogiaron las sólidas políticas y marcos institucionales de Chile que han respaldado la resiliencia de la economía en medio de una mayor incertidumbre global. Los directores acogieron con beneplácito el compromiso de las autoridades de mejorar los saldos fiscales estructurales, fortalecer las reservas fiscales y externas e impulsar reformas estructurales para preservar la estabilidad macroeconómica y promover un crecimiento sostenible e inclusivo.

Los directores acogieron con beneplácito los planes de las autoridades para reducir el déficit fiscal estructural al 1,5% del PIB para 2030 y mantener la deuda por debajo del 45% del PIB. Si bien celebraron un mayor realismo en los supuestos macroeconómicos, señalaron que se necesitarían medidas adicionales para alcanzar estos objetivos ante las crecientes presiones sobre el gasto. En este contexto, los directores acogieron con beneplácito las medidas propuestas para racionalizar el gasto, mejorar su eficiencia y apoyar el crecimiento a mediano plazo. Hicieron hincapié en que las reformas del Plan Nacional de Reconstrucción deben priorizarse y secuenciarse cuidadosamente, y que los costos fiscales y el impacto en el crecimiento de las reformas tributarias y de otro tipo deben considerarse detenidamente para garantizar la sostenibilidad fiscal. Los directores señalaron que una mejor focalización de la pensión mínima garantizada y la consolidación de los programas sociales fragmentados podrían fortalecer aún más la eficiencia del gasto, protegiendo a los más vulnerables. También alentaron a perfeccionar aún más el ya sólido marco fiscal.

Los directores destacaron el sólido marco de metas de inflación del banco central e instaron a las autoridades a estar preparadas para endurecer la política monetaria si se materializan los efectos de una segunda ronda inflacionaria. También acogieron con beneplácito el programa de acumulación de reservas internacionales del banco central, que fortalecerá la resiliencia frente a perturbaciones externas, reforzando el apoyo de la FCL.

Los directores coincidieron en que el sector financiero se mantiene sólido y bien supervisado. Tras valorar positivamente las recientes mejoras regulatorias, alentaron a las autoridades a seguir impulsando las recomendaciones pendientes del FSAP 2021 y celebraron los avances logrados en el fortalecimiento del marco de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo (AML/CFT).

³ Al concluir el debate, el director general, en su calidad de presidente del Consejo de Administración, resume las opiniones de los directores ejecutivos, y este resumen se transmite a las autoridades del país.

El seguimiento de las vulnerabilidades sectoriales en los sectores inmobiliario y de la construcción sigue siendo fundamental. Los directores también destacaron la necesidad de implementar la reciente reforma de las pensiones de manera coordinada y gradual para evitar reasignaciones abruptas de activos.

Los directores respaldaron el objetivo de las autoridades de fomentar un mayor crecimiento a mediano plazo, incluso mediante la desregulación. Asimismo, las alentaron a impulsar reformas complementarias para reducir las brechas de cualificación y de género en el mercado laboral, así como medidas para mejorar el proceso de fijación del salario mínimo. Los esfuerzos de reforma para facilitar el comercio y apoyar la innovación y la diversificación impulsarían aún más la productividad y la inversión.

TABLA N°2.1

Table 1: Chile: Selected Economic Indicators, 2024-27				
GDP (2025), in trillions of pesos	340	Quota		
GDP (2025), in billions of U.S. dollars	358	in millions of SDRs	1,744	
Per capita (2025), U.S. dollars	17,847	in % of total	0.37	
Population (2025), in millions 1/	20.0	Poverty rate (2024) 1/	17.3	
Main products and exports	Copper, fruits, fish	Gini coefficient (2024) 1/	0.46	
Key export markets	China, U.S., Euro Area	Life expectancy (2026)	81.8	
	2024	2025	Proj.	
			2026	2027
Output	(Annual percentage change, unless otherwise specified)			
Real GDP	2.8	2.5	1.8	2.6
Consumption	1.4	2.8	2.0	2.1
Fixed capital formation	-1.6	7.0	1.9	3.9
Exports of goods and services	7.2	4.6	0.6	3.5
Imports of goods and services	2.1	10.5	0.6	3.8
Output gap (in percent)	-0.1	0.2	-0.4	-0.1
Employment	(in percent of labor force, annual average)			
Unemployment rate	8.5	8.5	8.8	8.4
Prices	(Annual percentage change, unless otherwise specified)			
GDP deflator	7.1	6.8	4.1	1.5
Change of CPI (end of period)	4.5	3.4	4.2	3.0
Change of CPI (period average)	3.8	4.2	3.7	3.4
Public Sector Finances	(In percent of GDP, unless otherwise specified)			
Central government revenue	21.7	21.4	21.7	21.9
Central government expenditure	24.5	24.2	24.2	23.9
Central government fiscal balance	-2.9	-2.8	-2.5	-2.0
Central government structural fiscal balance 2/	-3.3	-3.3	-3.1	-2.4
Central government gross debt	41.8	41.5	43.2	45.0
Public sector gross debt 3/	61.9	60.6	62.3	64.1
Balance of Payments	(In percent of GDP, unless otherwise specified)			
Current account balance	-1.2	-1.2	-1.4	-2.1
Foreign direct investment flows	-2.8	-1.6	-2.2	-1.9
Gross external debt	74.4	77.6	72.3	71.1

Sources: Central Bank of Chile, Ministry of Finance, Haver Analytics, and IMF staff calculations and projections.

1/ Poverty rate and Gini coefficient are from CASEN (new methodology 2024), and are calculated based on national poverty line.

2/ The structural fiscal balance includes adjustments for output, copper prices, and lithium revenues based on IMF calculations.

3/ Includes liabilities of the central government, the Central Bank of Chile and public enterprises. Excludes Recognition Bonds.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

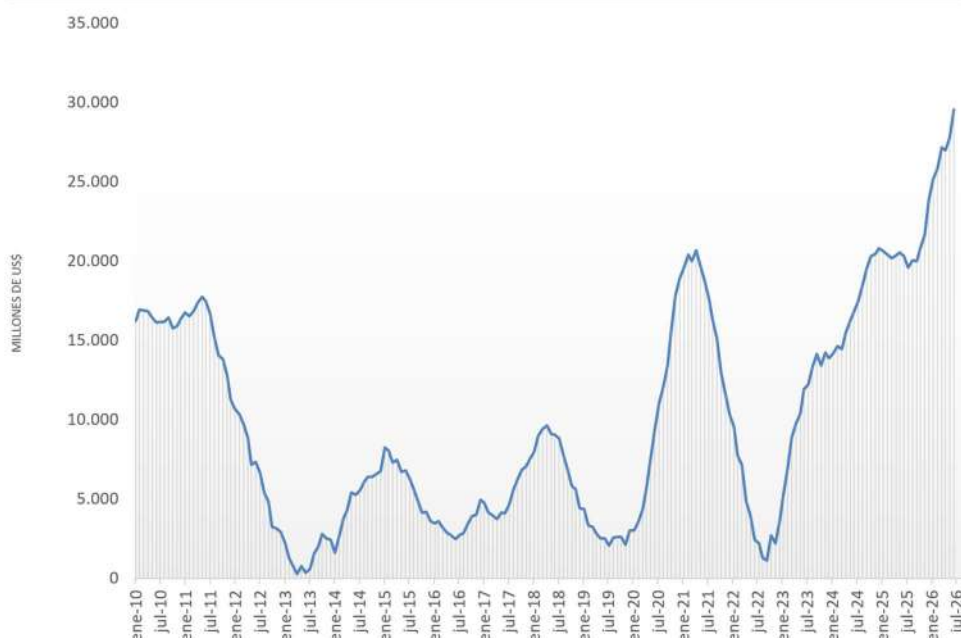
3.- COYUNTURA NACIONAL

3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: MEJORAN LAS EXPORTACIONES Y EL PESO SIGUE BAJANDO

Luego de una floja evolución de las exportaciones en abril y mayo, estas repuntaron de manera sorprendente y significativa en junio. Todas las grandes categorías de bienes experimentaron aumentos importantes respecto a igual mes de 2025 alcanzando un total de US\$10.789 millones, levemente por debajo del récord de enero. El crecimiento anual fue de 25,1% en junio y el acumulado en el primer semestre creció 14,2%, superando los US\$60.000 millones, aunque con un impacto importante del elevado precio del cobre. Los embarques no cobre crecieron 35,4% en junio y 17% en el semestre, sumando US\$30.118 millones. Los de cobre, por su parte, crecieron 17,6% en junio y acumulan una expansión de 11,5% en la primera mitad del año llegando a US\$30.236 millones.

Las importaciones, en cambio, exhiben un crecimiento modesto en la primera mitad del año (4,4% y US\$43.064 millones) reflejando la debilidad de la demanda interna, especialmente en el caso de la inversión. Esta combinación de factores se ha traducido en un crecimiento récord del superávit comercial que acumula casi US\$17.300 millones en el semestre y casi US\$30.000 millones en los últimos doce meses (Gráfico N°3.1).

GRÁFICO N°3.1
EVOLUCION SALDO BALANZA COMERCIAL 2010-2026
(Promedio Movil 12 Meses)



Fuente: Banco Central de Chile

No obstante lo anterior, que se traduce en un déficit de cuenta corriente muy bajo, el tipo de cambio no deja de exhibir una notable debilidad que, evidentemente, está explicada por factores financieros internacionales y de política monetaria, tanto doméstica como externa. Luego de sostener una tendencia clara a la baja entre septiembre del año pasado y febrero del actual, acumulando más de \$100, con el inicio de la guerra en Irán se inició el proceso inverso que, considerando el promedio en los primeros 10 días de julio, ha implicado un alza de más de \$60 a pesar del elevadísimo precio del cobre. Fundamentalmente, la posibilidad de un aumento en la tasa de política monetaria en Estados Unidos y la de estabilidad o, incluso, baja en Chile por la debilidad de la economía y la expectativa de baja en la inflación, explican estas tendencias, pero ninguno de los dos argumentos (debilidad de la economía y baja de la inflación) parecen demasiado sólidos en la actualidad, aunque es probable que el panorama esté más claro para la RPM del 8 de septiembre.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: SESGO A LA BAJA

El mercado ha cambiado rápida y negativamente su predicción para el crecimiento del presente año. En su última encuesta de expectativas de julio, recogida por el Banco Central, se estima un crecimiento de sólo 1,3% para el período, la mitad de lo estimado en la encuesta de febrero.

Si el escenario externo no se estabiliza, y peor aún, si el precio del petróleo y sus derivados vuelve a subir en forma relevante, el proceso recesivo en curso podría prolongarse, por la vía de más inflación, deterioro de salarios reales, mantención de malas expectativas económicas y entrapamiento del consumo y la inversión. A pesar de la apuesta, riesgosa, de nuestro ministro de Hacienda, en el sentido que en junio habría vuelto el crecimiento, nada indica que estén dadas las condiciones para sostenerlo en el segundo semestre.

GRÁFICO N°3.2
IMACEC NO MINERO DESESTACIONALIZADO 2013-2026
 (Índice 2018 = 100)



Fuente: Elaborado con Cifras del Banco Central

¿Cuánto tardará una recuperación, aunque sea parcial, del mercado laboral?
 ¿Cuánto tardará una recuperación de las expectativas económicas de empresarios y familias? Ambas preguntas son esenciales a la hora de estimar un repunte de la inversión y el consumo internos. Por ahora todo apunta a que ambas variables se mantendrán muy contenidas en lo que resta del año, y que un crecimiento positivo en el segundo semestre se dará, más por un deterioro en la base de comparación, a saber, el segundo semestre del año pasado, qué por una recuperación real de la actividad, lo que no se observaría antes, si se conjugan los factores necesarios, del primer trimestre de próximo año. Sólo un manejo político muy virtuoso, no observado hasta ahora, y una rápida y significativa mejoría en el panorama geopolítico y económico externo, podrían adelantar algunos meses el inicio de una recuperación en la actividad interna.

Tomás Izquierdo Silva
 tizquierdo@gemines.cl

3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: CAE EL EMPLEO Y REMUNERACIONES SORPRENDEN AL ALZA

Los datos de mayo no hacen más que ratificar la debilidad del mercado laboral, que se explica por la debilidad del crecimiento y la sumatoria de medidas que han incrementado el costo del trabajo formal. La ocupación total se mantiene esencialmente estancada desde 2024 y el empleo asalariado privado (empleo formal) (Gráfico N°3.3) desde fines de ese año. Esto apunta a que, aunque la economía creció a tasas relativamente elevadas (para los estándares de los últimos 15 años) en 2024-25, el empleo creció sólo 2,5% en 2024 y 1% el año pasado (2,4% en 2023), en un contexto de recuperación de los efectos de la pandemia sobre el empleo. Así el nivel de ocupación promedio prepandemia (2019) se recuperó recién en 2023 y ha sido insuficiente para reducir la tasa de desocupación por debajo del 8,5%, que se compara muy desfavorablemente con el promedio de 6,8% entre 2011 y 2019. La perspectiva de que el desempleo baje del 8% se ve lejana y condicionada a reformas que flexibilicen el mercado laboral. Mientras tanto, el desempleo desestacionalizado superó el 9% (9,2% exactamente) en mayo, por primera vez desde junio de 2021 y nada permite pensar que dejará de subir en el corto plazo al menos.

GRÁFICO N°3.3
EMPLEO ASALARIADO PRIVADO 2010-2026
(Miles De Personas)



Fuente: INE

Las remuneraciones, en cambio, se recuperaron sorpresivamente en mayo, al crecer 1,9% nominal respecto al mes anterior. Esto se tradujo en una aceleración de su crecimiento anual desde 5,7% en abril a 7,3% en mayo. En términos reales este incremento mensual fue de 1,7%, el primero desde febrero, y la variación en doce meses se aceleró desde 1,6% en abril a 3,2% en mayo. Una consecuencia adicional fue una significativa aceleración en la expansión de la masa salarial, que pasó de 2,4% a 4,0% en doce meses entre ambos meses. En términos desestacionalizados la masa salarial subió 1,1% en mayo, por segundo mes en el año, y acumula un crecimiento de 1,2% respecto a diciembre. Con la variación nula del IPC en junio, las remuneraciones reales volverían a crecer y, pese a la aceleración en la inflación anual, probablemente también se acelere el crecimiento de la masa salarial, algo que podría sostener en los próximos meses si la inflación anual, como se espera, comienza a declinar.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

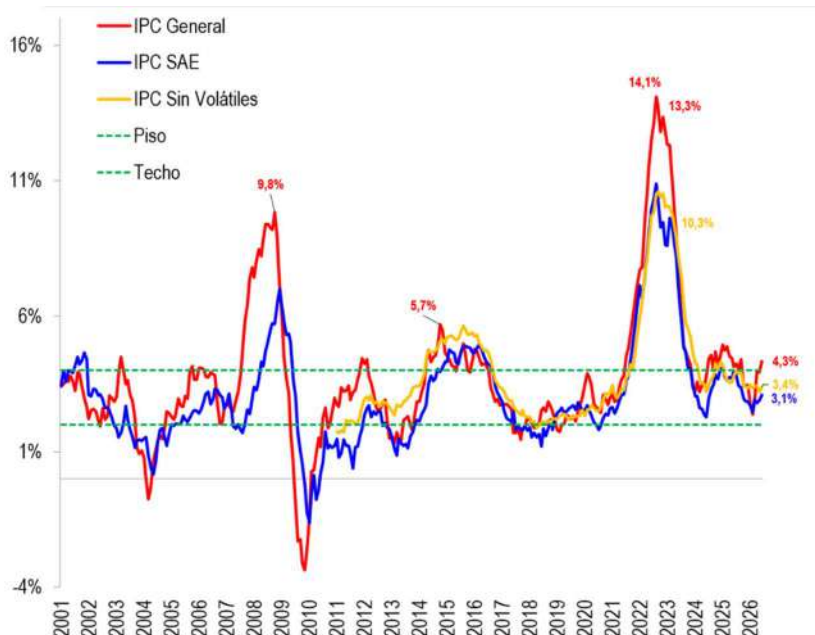
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: TIEMPO DE ESPERAR

Se ha abierto una discusión respecto a la oportunidad para que el Banco Central retome una trayectoria a la baja en su Tasa de Política Monetaria (TPM). Las razones, la economía mantiene capacidad instalada ociosa, particularmente en el mercado laboral; las expectativas de inflación se mantienen ancladas en 3,0%, centro del rango objetivo, en el horizonte de 24 meses plazo.

Si bien el mercado se entusiasma fácilmente con posibilidades de activismo monetario, pensamos que un pronto recorte en la TPM sería imprudente y eventualmente inconducente.

Imprudente, en la medida que la inflación actual se encuentra sobre el techo del rango objetivo. Imprudente, por cuanto las perspectivas del escenario externo, y particularmente para el precio del petróleo, siguen siendo inciertas. Imprudente, además, porque su principal efecto sería una presión al alza para el tipo de cambio, cuestión que es contractiva para la demanda interna en el corto plazo y tiende a prolongar el desborde inflacionario, en la medida en que empuje el valor del dólar por sobre el de su equilibrio acorde a los fundamentos de la economía.

GRÁFICO N°3.4
INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE
(Var % 12 Meses)



Fuente: Elaborado con Cifras del INE y Banco Central

Inconducente, por cuanto el estancamiento que registra nuestra economía no guarda relación con un alto costo del crédito de corto plazo, y aunque en el margen podría ayudar algo a la reactivación de la demanda, su efecto podría verse más que compensado negativamente por la depreciación de nuestra moneda.

Como vimos en la sección Panorama General de este informe, son otras las razones que tienen entrampado nuestro crecimiento. Más importante es despejar la situación política, entregar señales procrecimiento, que contribuyan a mejorar expectativas e impulsen la inversión y el empleo, y avanzar rápido en contener la inflación, de manera de acelerar la recuperación y el crecimiento de los salarios reales.

Lo anterior, no significa que el Banco Central no opte por bajar su TPM en los próximos meses (probablemente en septiembre), de hecho, no sería la primera vez que estaríamos en desacuerdo con sus decisiones. A lo largo de los últimos años, nuestra autoridad monetaria ha dado muestras de señales erráticas, y cierta tendencia al activismo monetario, lo que se ha traducido en una prolongación innecesaria del proceso de estabilización de la inflación, lo que fue particularmente evidente en su baja posdesborde por los retiros de fondos previsionales.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl