

## **Análisis y Proyecciones Económicas**

### ***Contexto macroeconómico***

- Durante el segundo trimestre del año, la economía exhibió un crecimiento de 3,1% anual, cifra que estuvo levemente por encima de la estimación preliminar exhibida por los IMACEC del trimestre, que mostraban una expansión de 2,9% anual, y donde la principal mejoría estuvo en la cifra del mes de abril (desde 2,5% a 2,9% anual). El PIB no minero, en tanto, presentó un crecimiento de 3,0% anual durante el segundo trimestre de 2025.
- Al observar la velocidad de crecimiento, el segundo trimestre exhibió una ralentización del crecimiento, por cuanto las cifras desestacionalizadas mostraron que el PIB total creció 0,4% trimestral, mientras que el PIB no minero lo hizo en 0,1% trimestral, en ambos casos por debajo de lo observado en el primer trimestre cuando se registraron expansiones trimestrales de 0,8% y 1,4%, respectivamente.
- Por el lado de la demanda interna, el principal aumento se observó en la formación bruta de capital fijo, que presentó un crecimiento de 5,6% anual en el segundo trimestre, muy determinado por el aumento de maquinarias y equipos de 11,4% anual, por cuanto el componente de construcción solo creció 2% anual. En el caso del consumo privado, en tanto, su comportamiento estuvo en línea con la expansión de la economía, al crecer 3,1% anual.
- Considerando la contribución de cada componente de gasto, el crecimiento del PIB de 3,1% anual del segundo trimestre del año se explicó en 2,1 puntos porcentuales (pp.) por la acumulación de existencias, mientras el consumo de privado aportó con 1,8 pp., lo que en parte fue contrarrestado por las exportaciones netas, que tuvieron una contribución negativa de -2,5 pp.
- A nivel coyuntural, el IMACEC del mes de julio presentó un aumento de 1,8% anual, cifra que estuvo en torno a las expectativas de mercado, mientras que en términos desestacionalizados se observó un aumento de 1,0% mensual. En el caso del IMACEC no minero, el crecimiento de julio se ubicó en 2,5% anual, exhibiendo una expansión de 0,5% mensual desestacionalizado.

- Por el lado del mercado laboral, en tanto, la tasa de desempleo se ubicó en 8,7% en el trimestre móvil terminado en julio, dos décimas menos que el trimestre móvil inmediatamente anterior, y la misma cifra que hace un año atrás. La reducción de la tasa de desempleo se explicó tanto por una caída de la fuerza de trabajo (12 mil personas), como por un aumento de los ocupados (8,8 mil). En particular, la creación de empleo estuvo explicado en su totalidad por el aumento del empleo por cuenta propia, que alcanzó alrededor de 27 mil nuevos puestos durante el trimestre móvil.
- Al desagregar por sexo, la tasa de desempleo de las mujeres se elevó seis décimas en el trimestre móvil terminado en julio respecto al año pasado, alcanzando 9,7%, mientras que la de los hombres se redujo cuatro décimas en el mismo período, llegando a 7,9%. Por el lado de la tasa de ocupación, en el caso de los hombres se mantuvo en 65,6%, mientras que la tasa en las mujeres se redujo en una décima respecto al año pasado, ubicándose en 47,7%.
- Un elemento a considerar es que existe una diferencia significativa en el comportamiento de las cifras de empleo dependiente que reporta la encuesta del INE y las que se publican según los datos administrativos por la Superintendencia de Pensiones, fundamentalmente en lo que se refiere a la tendencia, por cuanto mientras las cifras del INE reportan una trayectoria positiva del nivel de empleo dependiente, las cifras administrativas reflejan un estancamiento.
- En materia de precios, la inflación anual se ha mantenido por sobre 4%, reflejando alguna dificultad para alcanzar la convergencia a la meta de 3% de la autoridad. Al observar los indicadores sin volátiles esta conclusión se mantiene, lo que podría generar cierta cautela de parte del Banco Central para nuevas reducciones en la tasa de interés. No obstante, el acotado dinamismo de la economía, junto a cierta estabilidad del tipo de cambio, debiese contribuir a que los efectos transitorios – en buena medida relacionados con los mayores precios de la electricidad – se contengan, y así la inflación mantenga una trayectoria descendente hacia la meta, especialmente durante el próximo año.
- El indicador de confianza del consumidor (IPEC) muestra una leve tendencia de mejoría, pero en todos los casos aún se mantiene en terreno de pesimismo (bajo 50 puntos), ubicándose en promedio en torno a 35 puntos. En el caso de la confianza empresarial (IMCE), el indicador total se ubica en terreno de pesimismo, aunque en los últimos meses ha ido exhibiendo una tendencia de leve mejoría.

- La economía global, en tanto, ha ido decantando paulatinamente la sorpresa arancelaria generada por el gobierno estadounidense y, en general, los distintos países se han debido adaptar al nuevo contexto. No obstante, el escenario actual de aranceles en Estados Unidos está terminando con alzas más moderadas que las anunciadas inicialmente por el presidente Trump. Por ejemplo, para nuestro país el arancel general aplicado es 10%, aunque con exenciones a productos de exportación relevantes, como el cobre refinado y la madera. Así, la situación arancelaria resultante ha alentado a los mercados globales y ha vuelto a elevar las expectativas de crecimiento de las principales economías. El crecimiento de la economía estadounidense este 2025 se espera se ubique en torno a 1,6% anual, un alza en torno a 2 a 3 décimas respecto de la estimación de abril último.
- En el caso de la Zona Euro, la expansión ha sido más lenta durante el primer semestre de 2025 y las expectativas de crecimiento para el año han tendido a cifras algo por debajo de 1,0% anual. En tanto, China también ha mostrado cierta desaceleración durante la primera mitad del 2025, aunque se estima que en el año como un todo crecería algo por sobre 4,5% anual, reflejando una mejoría en la estimación de cerca de 3 a 4 décimas respecto de la proyección que existió en abril pasado.
- Con todo, las expectativas de crecimiento de la economía global se ubican en la cercanía de 2,3% - 2,4% anual, cerca de 4 décimas por debajo de la alcanzada en el 2024; no obstante, este crecimiento se ubica 1 a 2 décimas por encima de la estimación previa generada con posterioridad a los anuncios arancelarios de abril último.
- Por el lado inflacionario, en la gran mayoría de las economías se observa cierta estabilidad en sus procesos, exhibiendo tasas anuales que se ubican en niveles muy cercanos a las metas de sus bancos centrales. En particular, la inflación del PCE (*Personal Consumption Expenditures Price Index*) en Estados Unidos se ubica en 2,6% anual, mientras en la zona Euro alcanza 2,1% anual. En tanto, en Reino Unido la situación es algo menos favorable, exhibiendo una inflación de 3,8% anual.
- En materia de tasas de interés, últimamente la Reserva Federal ha ido mostrando una mayor inclinación a volver a realizar un recorte en su tasa rectora, luego de mantenerla en 4,5%-4,25% desde fines del año 2024, cuando realizó la última baja. En buena medida la posibilidad de una nueva reducción se explica por el comportamiento menos dinámico en el mercado laboral estadounidense, donde las cifras de creación de empleo se han corregido a la baja los últimos meses a valores

mucho menos dinámicos que los estándares históricos. En este sentido, es altamente probable que la autoridad reduzca la tasa de interés en su reunión de mediados de septiembre. Por su parte, los bancos centrales de la Zona Euro y de Inglaterra han sido más activos en la reducción de la tasa, principalmente en el caso de la Zona Euro, que la ha llevado a un menor nivel (2,0%) debido al bajo dinamismo que evidencian sus cifras de actividad, mientras que en el caso de Reino Unido (con una tasa de 4,0%), aún tiene espacio para nuevas bajas, aunque debe ser cauto por la mayor inflación que exhibe.

- De igual forma, varias economías emergentes han ido exhibiendo desaceleraciones en sus procesos inflacionarios, aunque en algunos casos se han observado inflaciones que se han estabilizado en niveles algo por sobre lo deseado. Esto, ha llevado a que algunas autoridades monetarias hayan decidido postergar nuevas reducciones en su tasa de interés, al menos hasta que se concreten cifras que aseguren una trayectoria inflacionaria más decidida a la meta. En particular, Brasil desde mediados del año pasado ha exhibido mayores presiones de precios, situación que llevó al Banco Central a elevar la tasa de interés a 15%. Es de esperar, que la mayor estabilidad exhibida por la tasa de inflación en la actualidad lleve a que el Banco central de Brasil comience en un futuro cercano a reducir su tasa de política monetaria.

### ***Proyecciones economía chilena***

- Luego del crecimiento de 2,8% anual durante el primer semestre del año, la economía iría transitando hacia un crecimiento más acotado en la segunda mitad del año, ubicándose en las cercanías de 2,0%-2,2% anual en el segundo semestre, lo que llevaría a una expansión en el 2025 levemente mejor que la estimada a inicios de año, ubicándola en las cercanías de 2,3%-2,4% anual para todo 2025. Para el año 2026, en tanto, las perspectivas ubican el crecimiento en torno a 2,0%-2,3% anual.
- Por el lado del gasto interno, estimamos que el consumo privado crecería en la cercanía de 2,4%-2,5% anual durante todo el 2025, implicando un desempeño en la segunda parte del año muy similar a la exhibida en el primer semestre, período en que se expandió 2,5% anual; mientras que la inversión fija estimamos tendrá una ralentización en el segundo semestre, especialmente del componente de maquinarias y equipos, llevando la inversión fija a un crecimiento para todo 2025 del orden de 3,5%-3,7% anual. Para el 2026, estimamos que el consumo privado



continuaría creciendo en rangos similares a los del 2025, particularmente en torno a 2,3%-2,5% anual, mientras la inversión fija lo haría en el rango de 3,5%-4,0% anual.

- En este contexto, estimamos que en el IPoM de septiembre el Banco Central ajustará su proyección de crecimiento del PIB de este año desde el rango de 2,00% - 2,75% anual al rango 2,00%-2,50% anual, manteniendo el rango en 1,50%-2,50% para el año 2026, donde serán determinantes las políticas que adopte el gobierno entrante, especialmente aquellas orientadas a dinamizar la inversión.
- En materia laboral, las perspectivas apuntan a que la debilidad del mercado laboral seguirá presente, presionando la tasa de desempleo a ubicarse en promedio por encima de 8% en los siguientes meses y, aunque iría bajando algunas décimas hacia la última parte del año a las cercanías de 8,2%-8,3%, promediaría alrededor de 8,5% durante todo 2025, mientras que para todo el año 2026 se espera una leve baja en la tasa promedio hacia las cercanías de 8,3%-8,4%.
- En materia de precios, la inflación ha exhibido un comportamiento más persistente durante el año, en buena medida afectada por aumentos de precios específicos, como el de la electricidad, por lo que se ubicaría en las cercanías de 4% anual a fines de este año. En tanto, las perspectivas para el 2026 apuntan a que se vaya materializando la convergencia a la meta, en parte debido al bajo dinamismo de la economía que acotaría aumentos mayores de precios, lo que llevaría la inflación a las cercanías de 3,2%-3,4% anual hacia fines de 2026. Dado este comportamiento, estimamos que el Banco Central elevará marginalmente sus perspectivas inflacionarias respecto al IPoM presentado en junio.
- Considerando que la inflación iría moviéndose en una trayectoria hacia la meta, y que la Reserva Federal con una alta probabilidad reducirá su tasa en la próxima reunión de mediados de septiembre, el Banco Central de Chile continuaría con la normalización de la tasa de política monetaria (TPM), reduciéndola una vez más este año, posiblemente en la reunión de octubre, para llevarla al 4,5%, y en una o dos ocasiones más durante 2026, de manera de dejarla en torno a 4,0 – 4,25%, considerándose éste el nivel neutral.

## **Riesgos**

- En el área internacional, el riesgo de que la economía global se desacelere más rápido sigue existiendo, por cuanto la amenaza de tarifas más altas en Estados Unidos y represalias de otros países está aún presente. Si bien los riesgos asociados a las políticas arancelarias del presidente Trump han ido decantando, aún siguen abiertas las conversaciones con varios países importantes – entre ellos, China –, por lo que existe incertidumbre respecto al resultado final de dichas negociaciones y con ello del nivel de tarifas que terminará afectando finalmente a la economía de Estados Unidos.
- En el plano geopolítico, ni la guerra en Ucrania ni las tensiones en Medio Oriente se han superado, y aunque ha habido menor grado de beligerancia, no pueden descartarse nuevos brotes de conflicto.
- Por otra parte, la presión sobre las cuentas fiscales en la que se encuentran varios países y, en particular, Estados Unidos, genera un riesgo en términos de las mayores dificultades que tendrán las distintas economías para financiarse, situación que dificulta que observemos bajas importantes en las tasas de interés de largo plazo internacionales. Esto implicará que el costo de financiamiento de mediano y largo plazo que enfrentarán gobiernos y empresas seguirá alto en los años inmediatos.
- En Chile, las cuentas fiscales continúan siendo un riesgo relevante, no solo por el alto nivel del gasto fiscal comprometido, sino por la incertidumbre que ha exhibido la economía en concretar los ingresos fiscales proyectados (ver Recuadro). Esta situación indica que el siguiente gobierno deberá hacer un ajuste fiscal importante, el cual, si no es acompañado de medidas que impulsen la inversión y el empleo, podría terminar siendo contractivo.
- En pleno período electoral, junto a la incertidumbre propia de este proceso, se debe observar con cuidado el surgimiento de propuestas que comprometan gasto más allá de lo responsable.
- Existe el riesgo de que la alta tasa de desempleo que exhibe la economía chilena se vuelva crónica, tanto por el acotado dinamismo del producto tendencial, como por el encarecimiento relativo que ha venido exhibiendo el factor trabajo en los últimos años. Esto último, tanto por el menor costo y la mayor disponibilidad de la tecnología, como por algunas medidas que han afectado el mercado laboral, tales como el aumento del salario mínimo más allá de la inflación y la productividad, junto



a los efectos que la menor jornada laboral está teniendo en ciertos sectores productivos de jornada continua.

### Recuadro: El creciente y complejo desafío de la consolidación fiscal

- En la discusión reciente, hay un amplio consenso sobre la importancia de recuperar la consolidación para la sostenibilidad fiscal. Esto se refleja en diagnósticos que se han vuelto comunes, transformándose en objetivos como mantener la deuda pública por debajo del umbral prudente de 45% del PIB ([CFA](#), [Dipres](#)), reducir el déficit estructural y llevarlo a un balance a más tardar el 2029 ([Dipres](#), [Comisión Asesora](#)), recortar y hacer más eficiente el gasto público ([CFA](#) y los distintos programas presidenciales) y comenzar a recomponer los fondos soberanos ([CFA](#), [Dipres](#)). A esto se suma el diagnóstico compartido de la necesidad de reducir la tasa de impuesto de primera categoría, para dar espacio a mayor inversión y crecimiento económico ([CPC - Motores](#)).

#### Distintos consensos en torno a la situación fiscal

Indicador	Cierre 2024	Propuesta
<b>Deuda bruta</b>	41,7% del PIB	No más de 45% del PIB
<b>Déficit estructural</b>	3,3% del PIB	0% del PIB en 2029
<b>Nivel de gasto público</b>	US\$ 81.400 millones	Recorte de al menos US\$2.000 millones (hasta US\$ 6.000 millones en algunas propuestas)
<b>Fondos soberanos (FRP y FEES)</b>	US\$ 13.000 millones	Recomponerlos (referencia año 2019, pre pandemia: US\$ 23.000 millones)
<b>Tasa de impuesto de primera categoría</b>	27%	Reducirla a 23% (o menos, según algunas propuestas)

Fuente: CPC en base a [Motores](#), [Dipres](#), [CFA](#), [Comisión Asesora para Reformas Estructurales al Gasto Público](#) y programas presidenciales.

- Cada una de estas medidas presenta desafíos particulares. Un ejemplo es el necesario ajuste del gasto público. Desde el año 2010, incluyendo la reducción aprobada en 2021 e implementada en 2022 y lo ya anunciado para el año en curso, se han llevado a cabo aproximadamente diez ajustes fiscales, ya sea por medidas administrativas o por subejecución a fin de año ([USS](#)). Sin embargo, a excepción de la reducción de gasto en 2022, donde se retiraron las ayudas sociales por pandemia, el resto de las experiencias no superó los US\$2.500 millones. Un recorte de gasto siempre enfrenta costos económicos, sociales y presiones de grupos de interés, y más a mayor envergadura.
- Con todo, hay un desafío global, y es que la implementación de las distintas medidas de consenso no haga caer las cuentas fiscales en una senda insostenible.

El equilibrio entre contener y recortar gasto, reducir impuestos y aplicar los nuevos gastos que conlleva el programa del próximo gobierno, junto con reducir el déficit, mantener a raya la deuda y comenzar a recomponer los fondos soberanos, parece frágil, sobre todo teniendo en cuenta la situación actual que, tal como la ha definido el Consejo Fiscal Autónomo (CFA), es de “estrés fiscal”.

- Por lo pronto, el primer ajuste tiene que ocurrir en 2025. El gobierno ya ha anunciado medidas de contención del gasto que rondan los US\$1.100 millones. Sin embargo, utilizando la misma línea base que ocupa el CFA en [su último informe](#), con déficit estructural de 2,1% del PIB, el ajuste necesario para alcanzar la meta de déficit de 1,6% del PIB sería de US\$ 1.750 millones adicionales. Esta cifra ya considera un relajamiento desde la meta inicial de 1,1% del PIB con la que se hizo el Presupuesto. Y podría ser necesario algo aún mayor, dado los desvíos que revelan los datos de ejecución al primer semestre ([CFA](#)), y los impactos negativos en ingresos estructurales que tendrían la menor producción de cobre por el cierre temporal de El Teniente y el menor tipo de cambio esperado para el año.
- Para el presupuesto 2026, las buenas noticias son el ajuste al alza en los parámetros estructurales: PIB no minero tendencial de 2,6% y precio del cobre de referencia de US\$ 4,38 la libra. Utilizando las mismas cifras del [último Informe de Finanzas Públicas](#), el mayor espacio fiscal que dan estos parámetros es de aproximadamente US\$2.000 millones. Con todo, dependiendo de los ajustes en proyecciones de ingreso y gasto como consecuencia del cierre de 2025, el crecimiento del gasto en 2026 debe ser muy acotado, o hasta negativo, y solo para avanzar hacia una reducción del déficit estructural cercana a 1,0% del PIB.
- El desafío de la consolidación fiscal se ha vuelto creciente y complejo, pero es un camino, a estas alturas, ineludible. Es necesario seguir aplicando medidas correctivas en los meses que quedan de la actual administración, e implementar nuevas medidas para el Presupuesto 2026. La [Comisión Asesora para Reformas Estructurales al Gasto Público](#) ya identificó algunos ajustes que pueden ser aplicados a partir del próximo año. Y para los cuatro años que vienen, se debe avanzar decididamente hacia la consolidación fiscal, mediante medidas efectivas de convergencia, reducción del déficit estructural, cumplimiento de las metas, estabilización de la deuda pública por debajo de su nivel prudente y recomposición de los fondos soberanos.

