



Centro UC

CLAPES UC

Centro Latinoamericano de
Políticas Económicas y Sociales

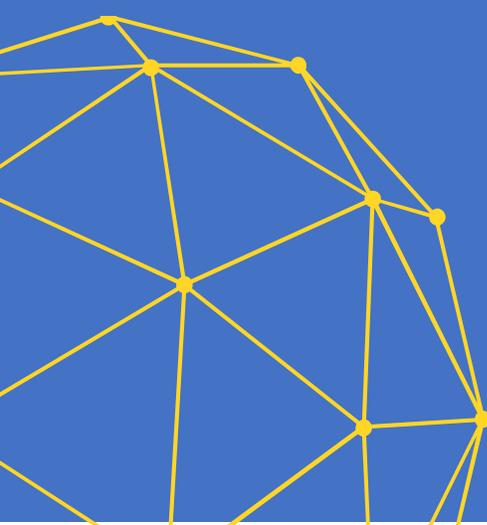
Informe Macroeconómico N°19 CLAPES UC Tercer Trimestre 2025

5 de septiembre, 2025

AUTORES

Felipe Larraín B. | Director (flarrainb@uc.cl)

Hermann González B. | Coordinador Macroeconómico
(hegonzal@uc.cl)



INFORME

Tabla de contenido

Resumen Ejecutivo.....	3
Escenario Internacional.....	5
Expectativas, variables financieras y materias primas	5
Actividad e inflación	11
Estados Unidos	11
Eurozona	16
China	19
Economía Chilena	23
Actividad económica y empleo	23
Inflación, tipo de cambio y política monetaria.....	31
Proyecciones 2025-2026.....	37
Tabla 1: Proyecciones de crecimiento en economías seleccionadas (var. % PIB real).....	5
Tabla 2: Aranceles a las importaciones de Estados Unidos por país de origen (%).....	6
Tabla 3: PIB y componentes de la demanda agregada (var. % a/a)	23
Tabla 4: Proyecciones 2025-2026.....	38
Figura 1: Aranceles (%) e Incertidumbre global (índice, eje derecho)	6
Figura 2: Proyecciones de inflación para 4T25 en economías seleccionadas (var. %, a/a)	7
Figura 3: Principales riesgos para la economía global.....	8
Figura 4: Variables financieras	9
Figura 5: Precios materias primas (02/01/2025=100)	10
Figura 6: PIB de EE.UU.	11
Figura 7: Mercado laboral en EE.UU.	12
Figura 8: PMI en EE.UU.	12
Figura 9: Inflación EE.UU. (var. a/a)	13
Figura 10: Tasa FED funds efectiva	14
Figura 11: Probabilidad del mercado de recorte de 25 pb en la tasa FED funds (reunión de septiembre).....	14
Figura 12: PIB de la Eurozona.....	16
Figura 13: Tasa de desempleo de la Eurozona (%).....	17
Figura 14: Economic Sentiment Indicator Eurozona.....	17
Figura 15: Inflación Eurozona (var. % a/a)	18
Figura 16: Tasas de referencia en la Eurozona (%)	18
Figura 17: PIB de China	19
Figura 18: Evolución sectorial de China (var. %, a/a)	20
Figura 19: Comercio internacional de China (var. %, a/a).....	21
Figura 20: Inflación y política monetaria China.....	21
Figura 21: Componentes del PIB (índice 2018-I=100, seres s.a.)	24
Figura 22: Incidencia a/a por sector económico 2T25 (var. % a/a entre paréntesis).....	24
Figura 23: Índice de incertidumbre económica	25
Figura 24: Índice Mensual de Confianza Empresarial	26

Figura 25: Tasa de desempleo (%)	27
Figura 26: Tasa de ocupación (%)	28
Figura 27: Evolución activos del Tesoro Público, deuda bruta y neta	29
Figura 28: Inflación mensual efectiva y esperada	32
Figura 29: Inflación general y sin volátiles (var. %, a/a)	32
Figura 30: Inflación efectiva y proyecciones EOF	33
Figura 31: Tipo de cambio y precio del cobre	34
Figura 32: Tipo de cambio real (1986=100)	35
Figura 33: Expectativas TPM	36

Resumen Ejecutivo¹

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo se han corregido al alza respecto de lo esperado tres meses atrás. Estos cambios reflejan principalmente la forma en que se ha desarrollado el conflicto comercial entre EE.UU. y las principales potencias globales.

Durante los últimos tres meses, el principal riesgo identificado por los inversionistas sigue siendo la posibilidad de que la guerra comercial genere una recesión global. Sin embargo, hoy los riesgos están más balanceados y al anterior, le sigue el temor de que un aumento de la inflación impida recortes de tasas de la FED y, a continuación, el riesgo de un alza desordenada en los rendimientos de los bonos.

El mercado laboral de EE.UU. se deterioró con fuerza en los últimos tres meses. La corrección de las cifras de empleo no agrícola realizada en agosto para los datos de mayo y junio mostró una creación de empleos en los últimos tres meses históricamente baja y sustancialmente menor a los registros de los primeros meses del año.

Por su parte, la inflación, si bien no ha subido como se esperaba como consecuencia de los aranceles, se ha estabilizado en torno a 3%, por sobre los niveles prepandemia. En este contexto de debilidad del empleo e inflación estable, se espera que la Reserva Federal baje la tasa de referencia en su reunión de este 16 y 17 de septiembre.

En el caso de China, el cumplimiento de la meta de crecimiento de 5% este año depende de manera crucial de lo que ocurra con las relaciones de comercio que se establezcan entre los países, en particular, con Estados Unidos, (con quién ya se inició una extensión de 90 días en la aplicación de aranceles, postergando la fecha de vencimiento hasta el 10 de noviembre), y de la efectividad de las medidas de estímulo implementadas por el gobierno.

La economía chilena tuvo un buen desempeño el primer semestre, pero las cifras de inicios del segundo semestre muestran una desaceleración, compatible con un ritmo de expansión más cercano al potencial. Tal como señalamos en nuestro anterior informe, la economía irá de más a menos desde 2T25.

En el segundo trimestre de este año la economía chilena creció 3,1% a/a, por sobre lo que mostraban los IMACEC publicados a esa fecha (2,9%). Sin embargo, esta cifra fue seguida de un aumento más modesto, de 1,8% a/a en julio. Asimismo, el crecimiento m/m promedio de los últimos tres meses es nulo.

¹ Los autores agradecen el eficiente trabajo y apoyo en la elaboración de este informe de Ignacio Muñoz (ignacio.munoz@uc.cl).

En este contexto, la tasa de desocupación se mantiene elevada, marcadamente sobre los niveles prepandemia, reflejando una debilidad estructural que se vincula con el aumento de los costos de contratación formal y las perspectivas de nuevas regulaciones en la misma dirección (como la idea de avanzar en una ley de negociación ramal).

Los riesgos fiscales resaltan la necesidad de realizar acciones adicionales para asegurar el cumplimiento de la meta fiscal y, con ello, evitar un deterioro mayor de la credibilidad de las finanzas públicas. El no cumplimiento de la meta de este año -que es probable y que se suma a los incumplimientos de los dos años previos- podría afectar a los años siguientes, y por ello el gobierno debería implementar nuevas medidas correctivas administrativas en lo que resta del año para ajustar el gasto público y cumplir la meta de déficit estructural de 1,6% del PIB.

La inflación total ha registrado sorpresas con signos contrapuestos en los últimos dos meses, mientras que la inflación sin volátiles ha subido más de lo previsto. En este escenario, El Banco Central redujo la TPM en julio, pero la insuficiente claridad respecto de la convergencia de la inflación a la meta llevaría al instituto emisor a una actitud más cauta en las próximas reuniones y a optar por una mantención de la tasa de referencia en la reunión de este mes. Tras analizar la evolución reciente del escenario internacional y de la economía chilena, proyectamos que este año la economía crecerá entre 2,25% y 2,75%, mientras que, en 2026, proyectamos un crecimiento entre 1,75% y 2,75%.

En materia de inflación y política monetaria, los ajustes respecto de junio son marginales e incorporan una leve revisión al alza de la inflación, la que seguimos proyectando que cerrará este año en torno a 4%.

Para 2026 revisamos levemente al alza (en 0,25%) el rango de crecimiento a 1,75%-2,75%. Dicha proyección incorpora en la parte baja la posibilidad de un deterioro de las condiciones externas que no lleve a crecer bajo el potencial, así como también en la parte alta, un escenario en que, con un contexto externo estable, la economía puede sostener un año más de crecimiento por arriba de su capacidad de expansión de largo plazo. Esto último podría vincularse, por ejemplo, con el mejor sentimiento que generaría un cambio en el ciclo político.

La proyección para el próximo año considera también que la inflación se aproxima a la meta del Banco Central durante el primer semestre y que la TPM baja 50 puntos base adicionales hasta 4%.

Escenario Internacional

Expectativas, variables financieras y materias primas

Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo se han corregido al alza respecto de lo esperado tres meses atrás. Estos cambios reflejan la forma en que se ha desarrollado el conflicto comercial entre EE.UU. y las principales potencias globales. En efecto, los escenarios más negativos han quedado atrás y si bien sigue esperándose una desaceleración del crecimiento global, esta será menos intensa de lo previsto hace algunos meses.

Los mayores ajustes al alza en el crecimiento esperado se dan para México (+1,5 pp.) e India (+0,8 pp.), mientras que, para otras economías, como Estados Unidos, la Eurozona y Japón, el ajuste es menor (+0,2 pp.) (Tabla 1). Estos cambios ocurren en un contexto marcado por los acuerdos arancelarios de EE.UU. con Japón y la Eurozona y por la extensión de la tregua comercial entre EE.UU. y China por noventa días. Con todo, mientras que en, en general, las tarifas vigentes en la actualidad son menores que las anunciados a principios de abril, para países como India y Brasil ocurre completamente lo opuesto (Tabla 2).

Las proyecciones de crecimiento de 2026, junto con corregirse al alza respecto de lo esperado en junio, siguen apuntando a un crecimiento del PIB mundial inferior al de este año. Además de las correcciones al alza en México y Estados Unidos, para el próximo año se espera un mejor desempeño económico de la Eurozona. Estos mejores desempeños se compensarían parcialmente por la menor actividad económica esperada en India.

Tabla 1: Proyecciones de crecimiento en economías seleccionadas (var. % PIB real)

	2025		2026	
	2T25	3T25	2T25	3T25
Estados Unidos	1,7	1,9	1,6	1,9
China	4,8	4,8	3,6	3,6
Eurozona	1,1	1,3	0,9	1,1
Japón	1,0	1,2	0,8	0,8
India	6,0	6,8	6,3	6,0
Brasil	2,3	2,3	1,2	1,2
México	-0,5	1,0	0,7	1,1
Mundo	2,8	3,0	2,5	2,6

Fuente: JP Morgan.

Tabla 2: Aranceles a las importaciones de Estados Unidos por país de origen (%)

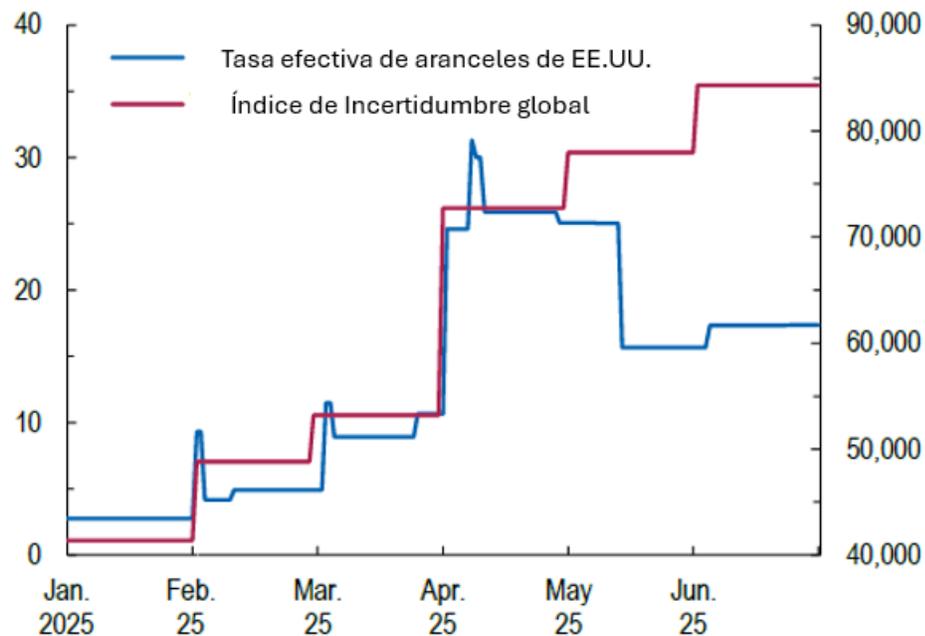
	2 de abril	Actual
China*	34	30
Unión Europea	20	15
Japón	24	15
India	27	50
Brasil	10	50

Nota: El símbolo * indica que los aranceles no se están aplicando en la actualidad dada la tregua arancelaria presente.

Fuente: Elaboración propia

Ahora bien, pese a las mejoras perspectivas económicas y a la disminución general de los aranceles de Estados Unidos, la incertidumbre global sigue elevada (Figura 1), lo que junto con un nuevo deterioro de las condiciones comerciales entre países en el futuro podrían modificar el escenario económico previsto actualmente.

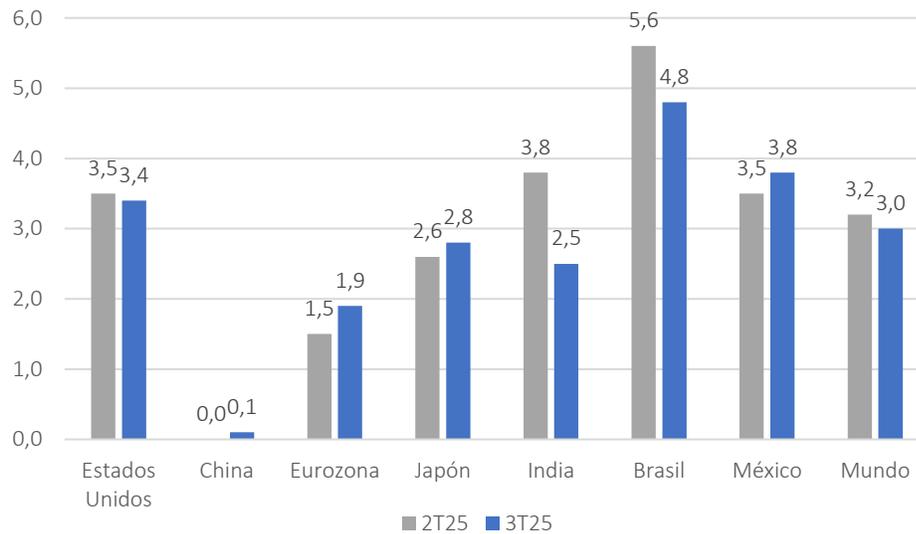
Figura 1: Aranceles (%) e Incertidumbre global (índice, eje derecho)



Fuente: FMI (WEO, actualización de julio 2025).

Respecto de la inflación, las expectativas para fin de este año a nivel global se han revisado a la baja, pero por zonas se observa una gran heterogeneidad. De esta forma, las disminuciones en las expectativas de inflación de Brasil, India y Estados Unidos se compensan parcialmente por las alzas experimentadas en las proyecciones de México, la Eurozona y Japón (Figura 2).

Figura 2: Proyecciones de inflación para 4T25 en economías seleccionadas (var. %, a/a)

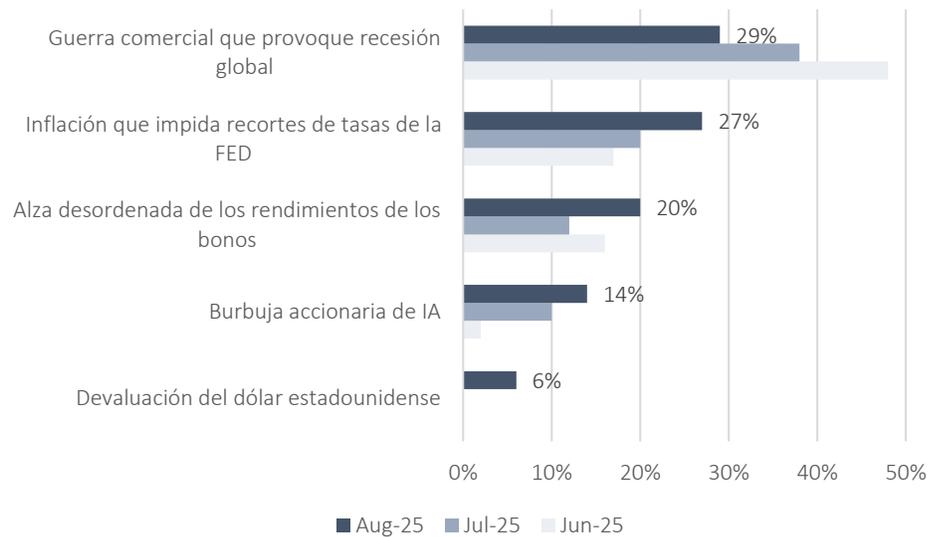


Fuente: JP Morgan.

Durante los últimos tres meses, el principal riesgo identificado por los inversionistas corresponde a la posibilidad de que la guerra comercial genere una recesión global, aunque para agosto la importancia dada a este factor es considerablemente menor a la otorgada durante los dos meses previos (Figura 3). El segundo elemento de preocupación identificado es una inflación que impida recortes de tasas de la FED, seguido de un alza desordenada en los rendimientos de los bonos y de una burbuja accionaria de Inteligencia Artificial (IA). Estos últimos tres elementos aumentaron su importancia respecto de lo reportado en julio, lo cual ha generado una distribución más diversificada de los riesgos globales, a diferencia de lo registrado en meses previos, cuando el riesgo de la guerra comercial era el más importante con gran distancia de las demás preocupaciones de los inversionistas globales.

Al final de la lista aparece un factor que no había sido considerado en meses anteriores, y es la preocupación en torno a la devaluación del dólar estadounidense. Aun así, la relevancia de este factor es incipiente, siendo identificado solo por el 6% de los encuestados en agosto.

Figura 3: Principales riesgos para la economía global



Fuente: Bank of America.

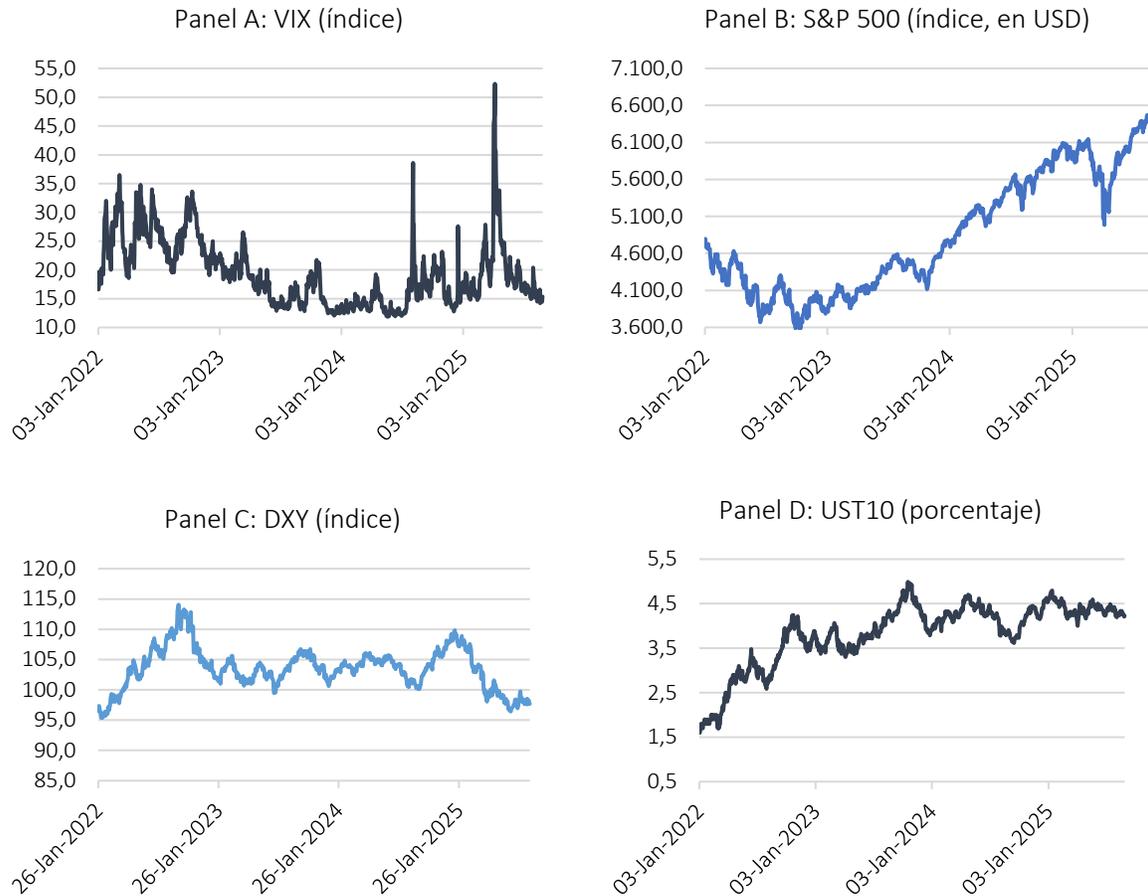
Desde un punto de vista financiero, la volatilidad del mercado bursátil medida por el índice VIX, ha descendido consistentemente, siendo el valor promedio de agosto 13,5% menor a lo que era en junio (Figura 4). La disminución en la volatilidad de los últimos meses ha estado acompañada de un aumento mensual en el valor bursátil, donde el índice S&P 500 promedio de agosto subió 6,3% respecto de junio. Parte de este aumento estuvo influenciado por la mayor expectativa de recorte de tasas por parte de la FED, así como también por los positivos resultados empresariales en EE.UU. durante 2T25, liderados por las empresas tecnológicas y financieras.

A nivel global, el debilitamiento general del dólar iniciado a principios de este año continuó hasta junio. En los meses posteriores el dólar se estabilizó, y el valor promedio de agosto no difiere mayormente del valor promedio de junio. Por su parte, la tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años plazo, bajó a 4,3% en agosto, luego de mantenerse en torno a 4,4% en junio y julio. Independiente de esta baja, las tasas de interés de largo plazo se mantienen elevadas respecto de los valores de los últimos cuatro años.

La evolución reciente de los precios de las principales materias primas ha sido, en general, negativa. Para el petróleo, las alzas provocadas en la primera parte de junio impulsadas por el escalamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente fueron compensadas por la baja experimentada en la segunda parte de ese mes tras el anuncio de alto al fuego entre Israel e Irán. En adelante, el precio del petróleo siguió disminuyendo, especialmente en agosto, influenciado por las preocupaciones respecto a la desaceleración de China, por los aumentos en la producción de la OPEP y por el aumento en los inventarios de EE.UU. Toda esta dinámica se tradujo en que el precio promedio

mensual del petróleo WTI pasó de ser US\$ 67,4 por barril en junio a US\$ 63,4 por barril en agosto (Figura 5).

Figura 4: Variables financieras



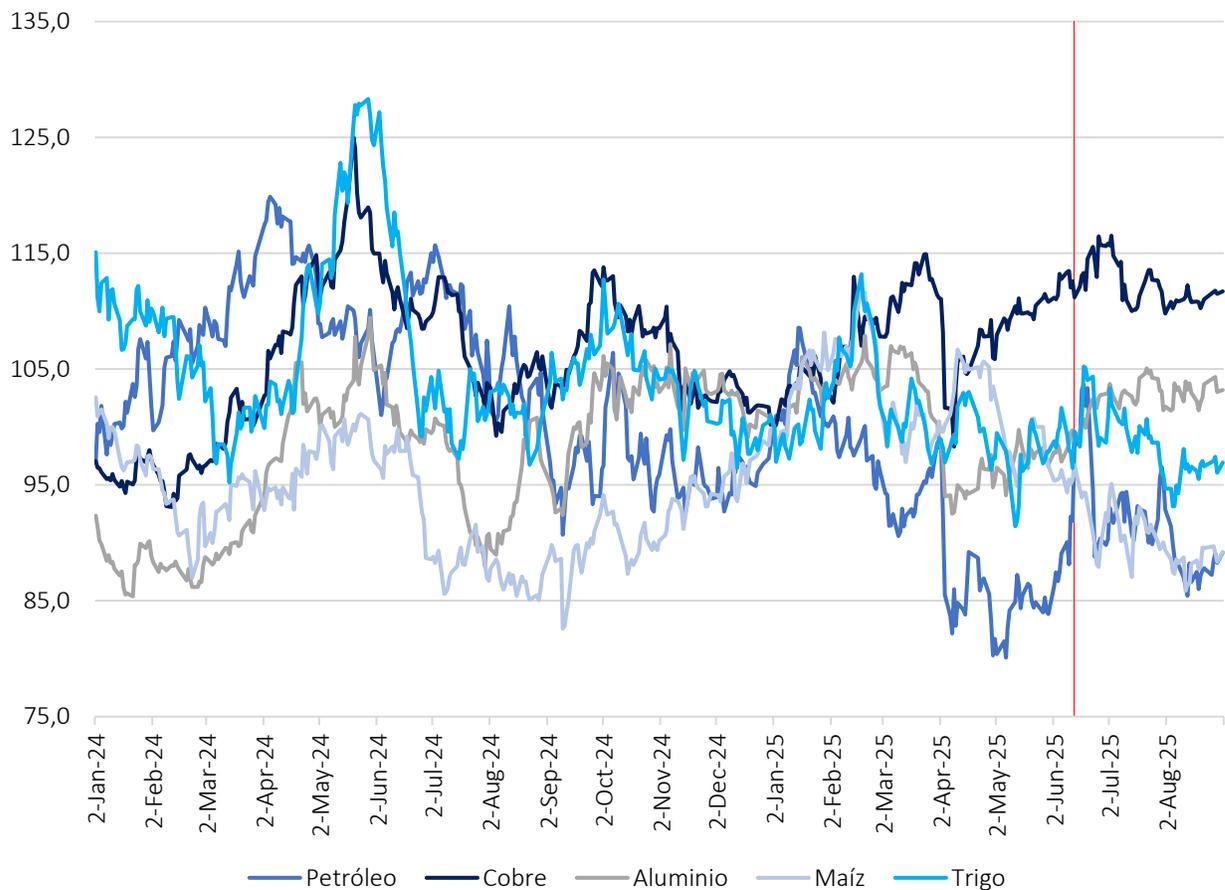
Fuente: Investing.

En el caso del cobre, el precio continuó aumentando durante el mes de junio hasta alcanzar los US\$ 4,55 por libra. Esta trayectoria alcista se frenó en julio, cuando se experimentaron bajas que compensaron completamente las alzas experimentadas en el mes previo, dejando el precio del metal a US\$4,35 por libra. En adelante, el precio siguió un ascenso lento, y para fines de agosto alcanzó los US\$ 4,40 por libra. La escalada del conflicto en Medio Oriente y la consecuente mayor demanda en defensa explicaron parte del alza en junio, mientras que la espera a mayores clarificaciones en el anuncio de aranceles al cobre por parte de Estados Unidos, junto a la posterior comunicación de la exclusión del cobre refinado en la implementación de estos aranceles explicaron las bajas posteriores.

Por otra parte, los precios de otros metales, como el oro y el litio, han experimentado alzas en los meses recientes. Para el oro, los precios han alcanzado máximos históricos (US\$ 3.500 por onza) dadas las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED, la demanda de los Bancos Centrales para abastecer sus reservas internacionales y su papel como activo refugio frente a escenarios de mayor inflación y de tensiones geopolíticas.

En el caso del litio, el cierre de la mina en la ciudad china Yichun y la revisión de los permisos de operación de otros proyectos han presionado el precio de este metal al alza. Según el informe “Mercado del litio Proyección 2025-2026” de Cochilco² publicado recientemente, el precio del carbonato de litio a fines de agosto era 23,2% superior a lo registrado a inicios de junio.

Figura 5: Precios materias primas (02/01/2025=100)



Nota: Línea roja indica fecha del informe macroeconómico anterior.

Fuente: Investing y Cochilco.

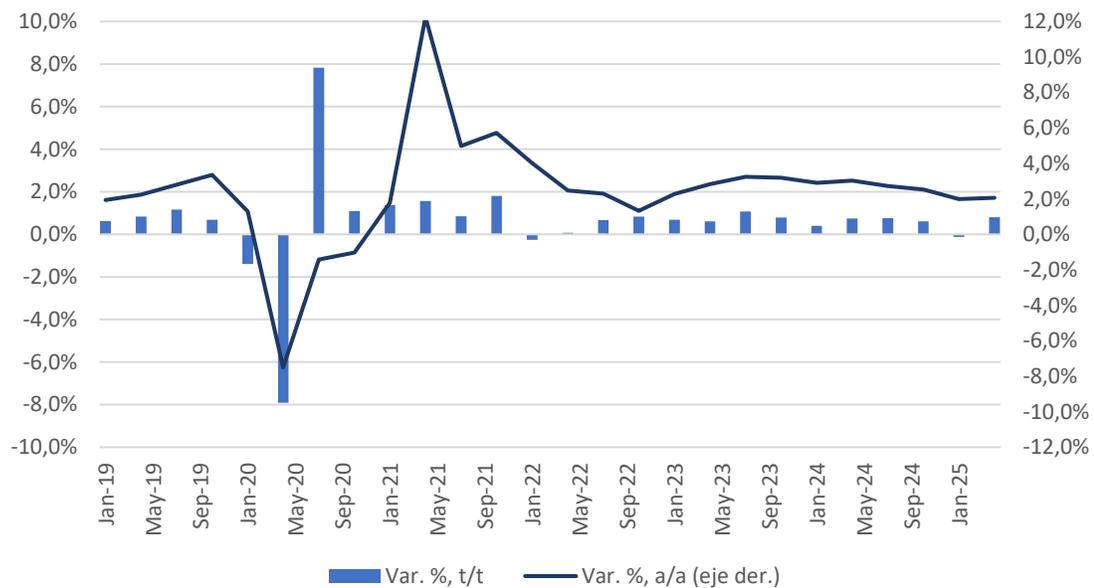
² <https://www.cochilco.cl/web/se-preven-mejores-perspectivas-de-precio-de-litio-para-2025-y-2026/>.

Actividad e inflación

Estados Unidos

En el segundo trimestre de 2025 el PIB de Estados Unidos registró un alza trimestral de 0,8% (3,3% anualizado), a la vez que anotó un incremento interanual de 2,1% (Figura 6). El aumento del PIB respondió principalmente a un repunte significativo de la inversión empresarial sumado a una disminución en las importaciones. El aumento interanual del PIB fue prácticamente igual al del trimestre pasado, y con ello quedan atrás tres trimestres consecutivos de desaceleración.

Figura 6: PIB de EE.UU.



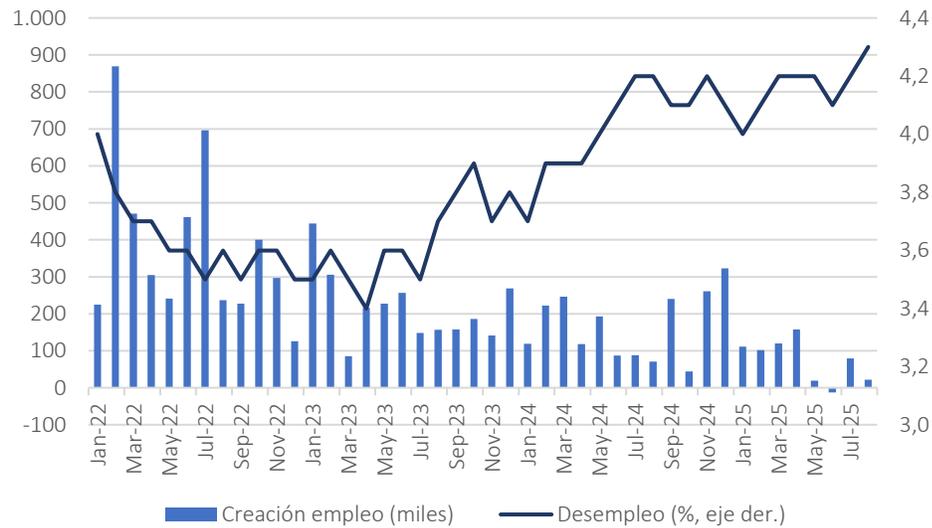
Fuente: FRED.

El mercado laboral se deterioró con fuerza en el último tiempo. La corrección de las cifras de empleo no agrícola realizada en agosto para los datos de mayo y junio mostró una creación de empleos en los últimos tres meses históricamente baja y sustancialmente menor a los registros de los primeros meses del año. Junto a ello, la tasa de desempleo, que había disminuido 0,1 pp. en junio, volvió a ubicarse en 4,2% (Figura 7). Todo este panorama se mantuvo en agosto, con una creación del empleo no agrícola (+22.000) similar al registro de mayo, y en torno a la mitad de lo que esperaba el mercado (+75.000), junto a una tasa de desempleo marginalmente mayor (4,3%), pero acorde con las expectativas.

A nivel sectorial, las encuestas de gerentes de compra muestran una divergencia entre el desempeño del sector servicios y el sector manufacturero. Mientras que el PMI de servicios señala una expansión de este sector durante julio, el PMI manufacturero continúa en terreno pesimista y señala que durante tal mes la actividad industrial habría presentado una disminución mensual

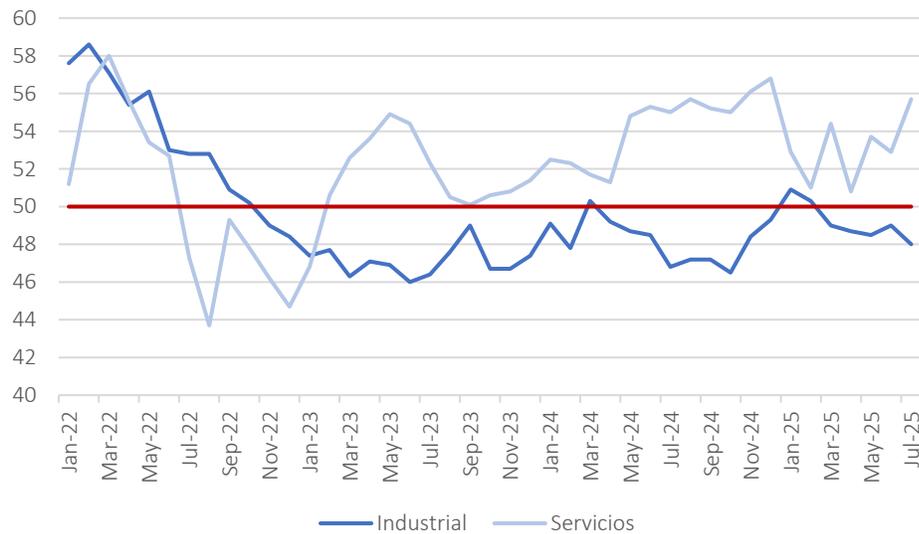
(Figura 8). Por su parte, las proyecciones para el desempeño económico del tercer trimestre de herramientas como GDPNow de la FED de Atlanta y de JP Morgan estiman un crecimiento anualizado entre 2,5% y 3,0%, lo que daría cuenta de un desempeño similar al del segundo trimestre y un resultado que, como se señaló, será menos negativo de lo previsto.

Figura 7: Mercado laboral en EE.UU.



Fuente: FRED.

Figura 8: PMI en EE.UU.

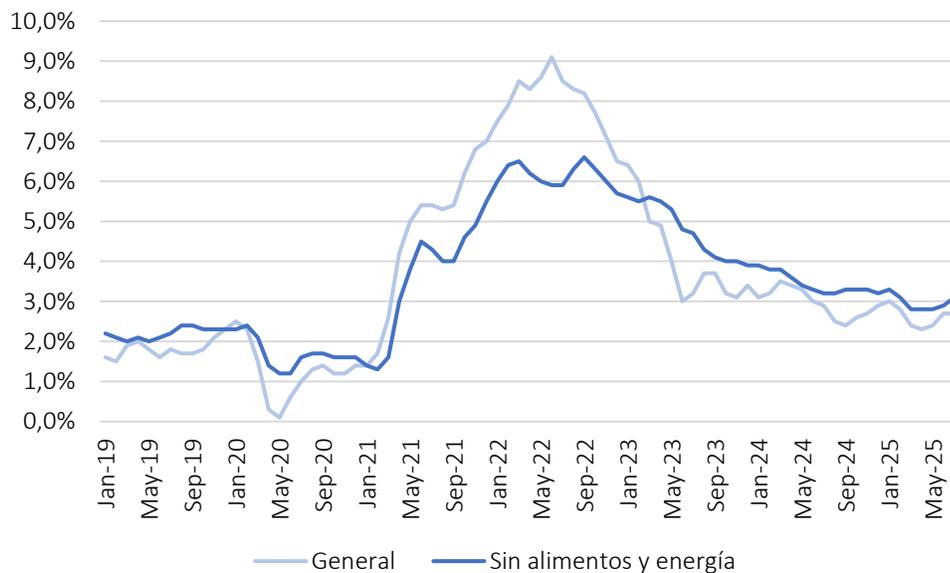


Fuente: Institute for Supply Management y S&P Global.

Respecto de la inflación, aunque esta se ha mantenido en línea con las expectativas, las cifras interanuales de junio y julio (2,7%) significan un repunte a niveles similares a los de inicio de año (Figura 9). Algo similar ocurre con la inflación sin alimentos ni energía, la cual experimentó dos alzas consecutivas recientes hasta llegar al 3,1%, dejando atrás la estabilización en 2,8% que se había observado entre marzo y mayo. Con todo, cabe destacar que, hasta la fecha, los efectos inflacionarios del alza de los aranceles han sido menores de lo previsto. Esto indica que, probablemente, las empresas están ajustando sus márgenes de ganancia para hacer frente a los mayores impuestos a las importaciones. Pese a ello, las cifras recientes de inflación muestran que esta se ha estabilizado por encima del 2,0%, que es el valor en torno al cual fluctuaba antes de la pandemia.

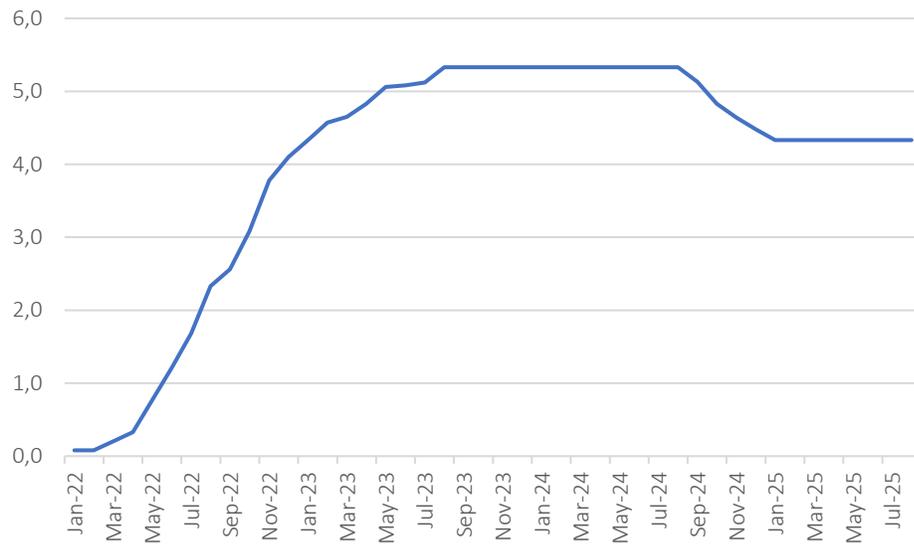
La alta incertidumbre económica presente, la anterior solidez del mercado laboral y los riesgos para la convergencia de la inflación motivaron a la Fed a mantener la tasa de referencia entre 4,25% y 4,5% hasta julio (Figura 10), sin embargo, hacia adelante ha aumentado la probabilidad de recortes, especialmente luego del débil reporte de empleo de julio, publicado a inicios de agosto, y el mercado espera que el primero de ellos ocurra en septiembre, con una disminución de 25 pb. (Figura 11).

Figura 9: Inflación EE.UU. (var. a/a)



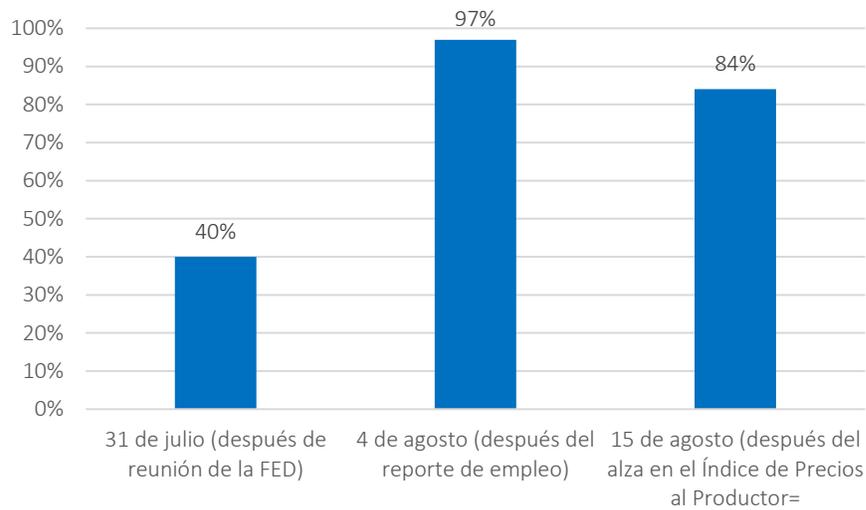
Fuente: FRED

Figura 10: Tasa FED funds efectiva



Fuente: FRED

Figura 11: Probabilidad del mercado de recorte de 25 pb en la tasa FED funds (reunión de septiembre)



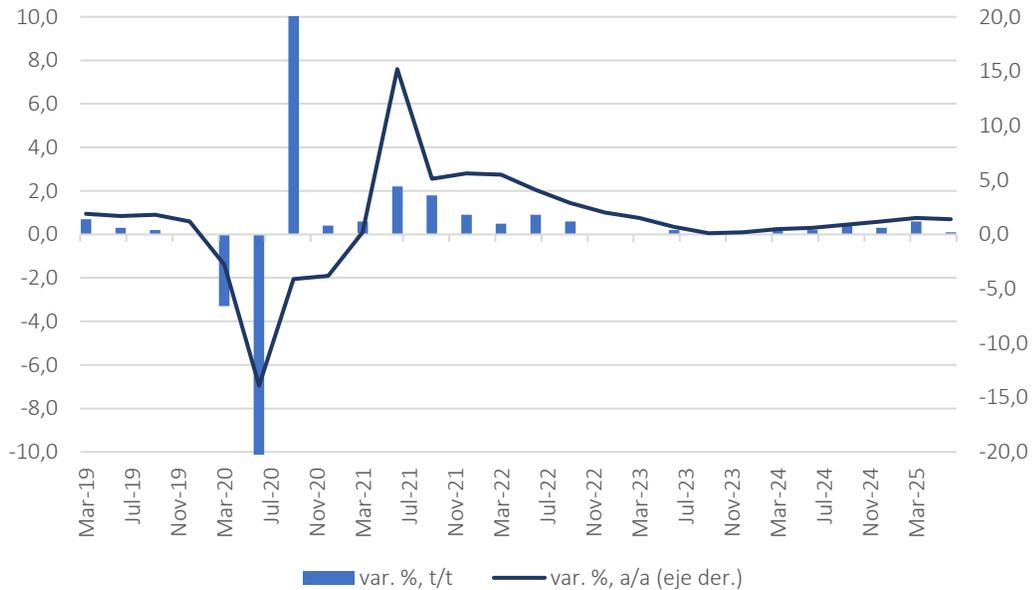
Fuente: Bloomberg.

La política monetaria llevada a cabo por la FED no ha sido del agrado del presidente Donald Trump, quién públicamente ha manifestado su desagrado con comentarios como "Jerome Powell debe bajar la tasa ahora (...) El daño que ha causado por siempre actuar demasiado tarde es incalculable. Afortunadamente, la economía es tan buena que hemos pasado por encima de Powell y de la complaciente Junta de la Fed". Estas declaraciones, junto con la reciente renuncia de Adriana Kugler como gobernadora de la FED y el intento de destitución de la gobernadora Lisa Cook por parte de Donald Trump son una amenaza real para la institucionalidad monetaria en Estados Unidos y una muy mala señal para el resto del mundo.

Eurozona

Para la Eurozona, en el segundo trimestre de 2025 se registró un crecimiento trimestral de 0,1%, la cual es la menor expansión desde el último trimestre de 2023 (Figura 12). A nivel interanual, el segundo trimestre la economía se expandió 1,4%, lo cual es similar al registro del trimestre pasado.

Figura 12: PIB de la Eurozona



Nota: Las magnitudes de las variaciones trimestrales en 2T20 y 3T20 fueron -11,1% y 11,6%, respectivamente.

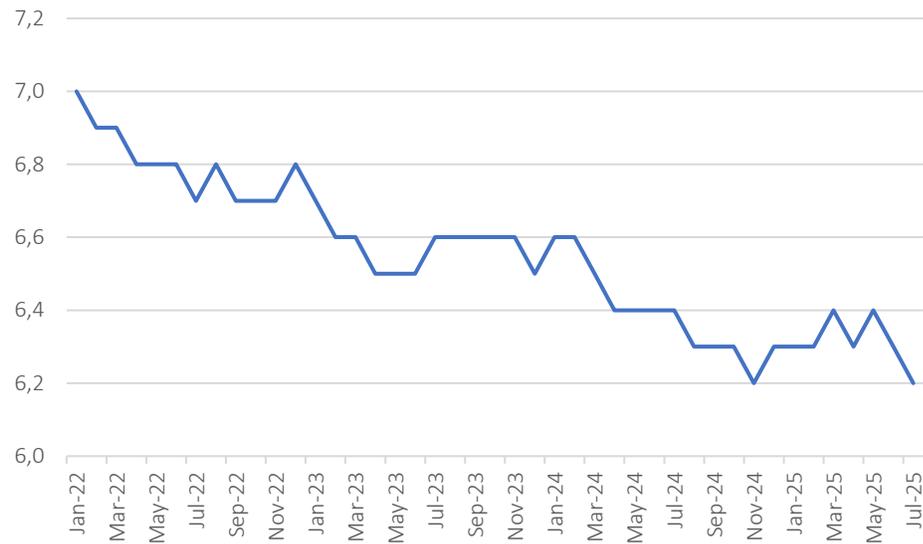
Fuente: EuroStat.

El aumento en el PIB del segundo trimestre estuvo acompañado de una creación de empleos similar a la del primer trimestre (+0,1% q/q). Por otro lado, en julio de este año la tasa de desempleo se ubicó en 6,2%, completando dos meses de bajas consecutivas (Figura 13).

Algunos indicadores relativos a la situación general de la economía de esta región señalan un desempeño superior al del segundo trimestre de 2025 para los meses de julio y agosto. En este sentido, el Economic Sentiment Indicator, variable utilizada por el Banco Central Europeo (BCE) para seguir a grandes rasgos la evolución mensual de la actividad, aumentó en julio, y la siguiente baja de agosto no fue suficiente para volver a los registros presentados entre abril y junio (Figura 14). Aun así, el valor actual de este indicador aún refleja expectativas por debajo del promedio histórico³.

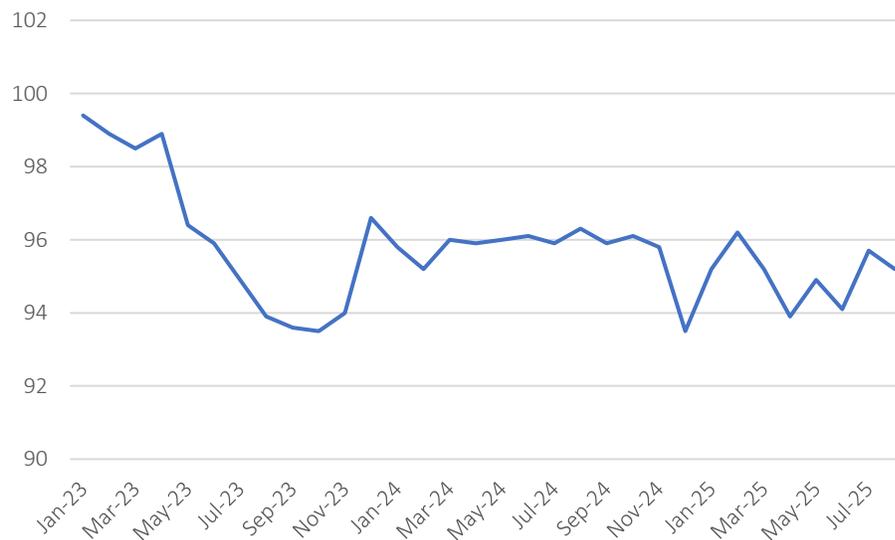
³ Valores por debajo (arriba) de 100 indican sentimientos económicos por debajo (arriba) del promedio histórico.

Figura 13: Tasa de desempleo de la Eurozona (%)



Fuente: EuroStat.

Figura 14: Economic Sentiment Indicator Eurozona

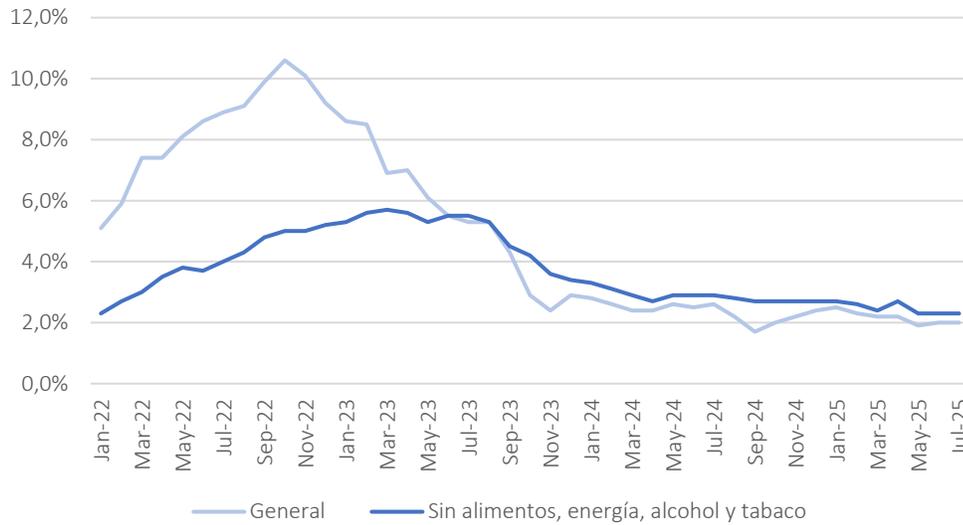


Fuente: EuroStat.

La inflación de la Eurozona ha continuado con la tendencia a la baja en las cifras interanuales, las cuales se han ubicado en torno al 2,0% en los meses recientes (2,1% en agosto). Por su parte, la inflación subyacente, luego de un puntual repunte en abril, disminuyó hasta 2,3% en mayo, y se ha mantenido estable en ese valor hasta el momento (Figura 15).

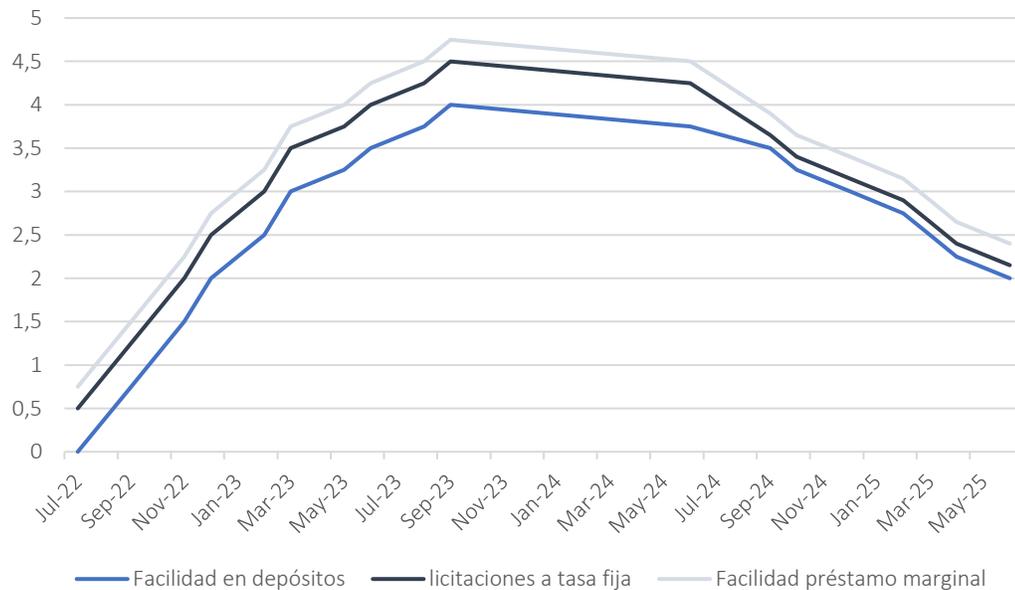
En este contexto de inflación contenida, el Banco Central Europeo ha bajado la tasa de interés de política monetaria en cuatro ocasiones durante este año. De esta forma, los valores actuales de las tasas referidas a la facilidad en los depósitos, a la facilidad de préstamos marginales y a las principales operaciones de refinanciación son 100 pb menos de lo que eran en diciembre de 2024 (Figura 16).

Figura 15: Inflación Eurozona (var. % a/a)



Fuente: EuroStat.

Figura 16: Tasas de referencia en la Eurozona (%)

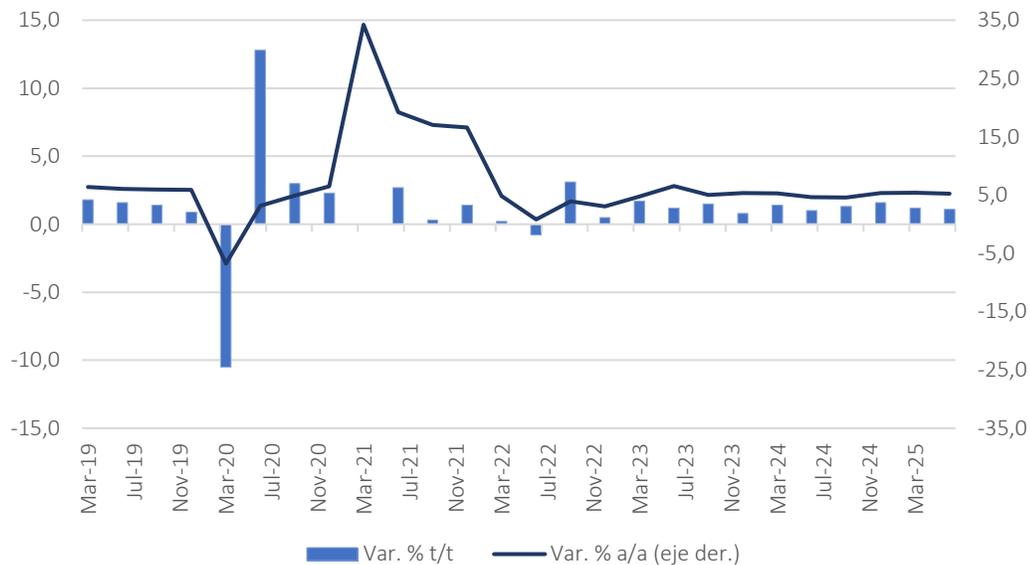


Fuente: EuroStat.

China

La economía China se desaceleró en el segundo trimestre de 2025 al registrar un crecimiento trimestral de 1,1%, aunque con esto acumula seis trimestres consecutivos con alzas sobre 1,0% (Figura 17). En términos interanuales, el crecimiento fue de 5,2%, menor a lo registrado en el primer trimestre de este año, pero aún se encuentra en línea con la meta de crecimiento para el año de 5,0% presentada por el gobierno en marzo.

Figura 17: PIB de China

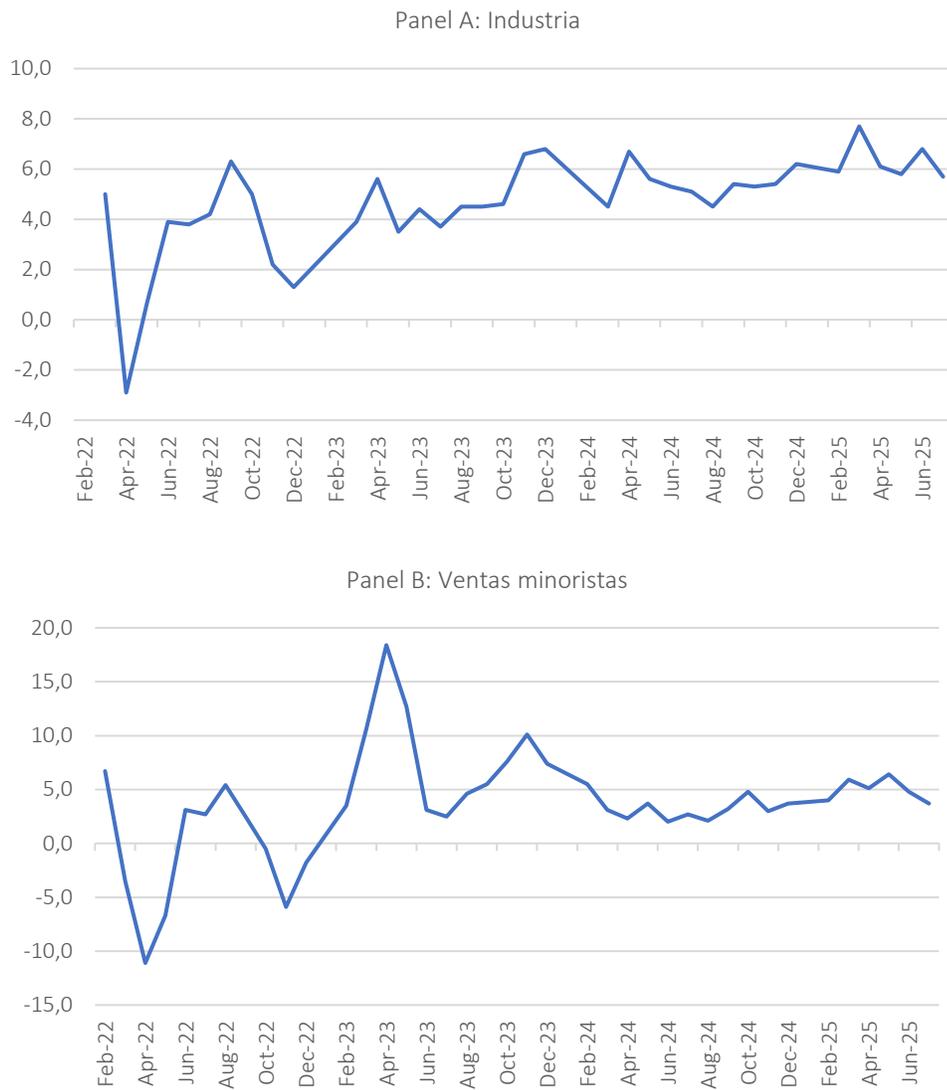


Fuente: National Bureau of Statistics of China.

La tasa desempleo alcanzó 5,2% en julio, luego de mantenerse en 5,0% en los dos meses previos. Para julio, el desempeño sectorial muestra que la economía se sigue desacelerando. De esta forma, el alza interanual en la producción industrial (5,7%) es el menor aumento en los últimos ocho meses, mientras que, para el comercio minorista, el alza de este sector (3,7%) es el menor registro en lo que va del año (Figura 18). Adicionalmente a este hecho, las cifras de agosto del PMI manufacturero dan cuenta una contracción en este sector.

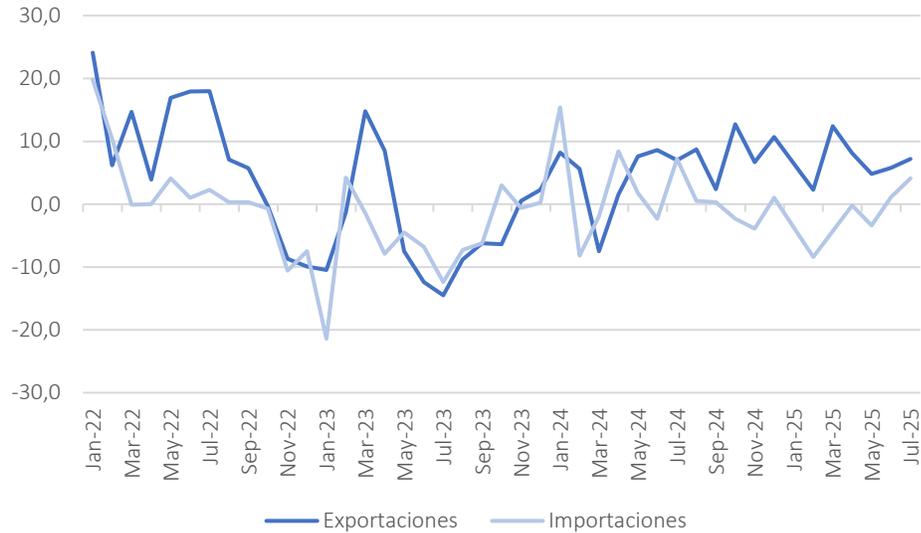
El cumplimiento de la meta de crecimiento depende de manera especial de lo que ocurra con las relaciones de comercio que se establezcan entre los países, en particular, con Estados Unidos, (con quién ya se inició una extensión de 90 días en la aplicación de aranceles, postergando la fecha de vencimiento hasta el 10 de noviembre), y de la efectividad de las medidas de estímulo implementadas por el gobierno. Sobre este último punto, en agosto se anunció un nuevo subsidio directo a los créditos de consumo para impulsar la demanda que sigue débil. En este contexto, las importaciones están mostrando señales de recuperación, lo que puede ser un indicio de una mayor demanda interna en la parte final del año (Figura 19).

Figura 18: Evolución sectorial de China (var. %, a/a)



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

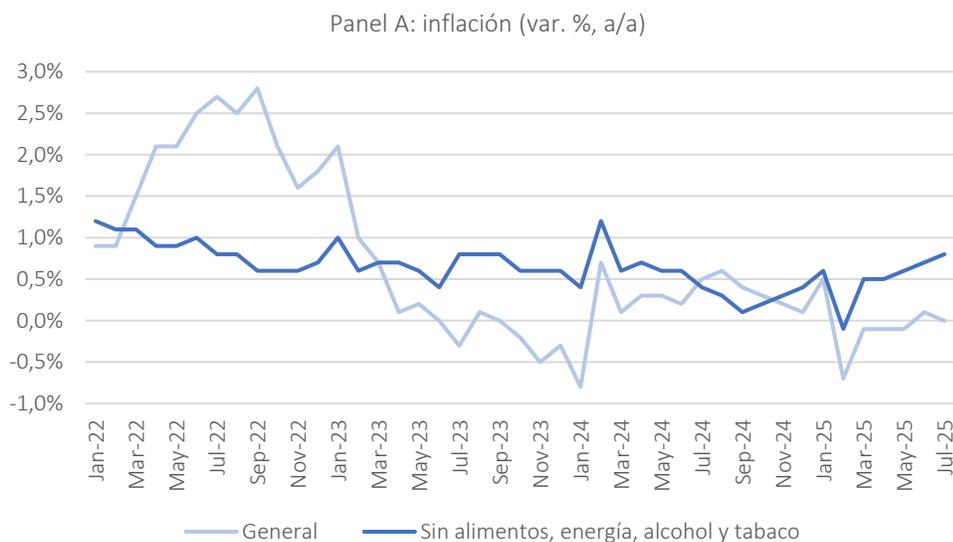
Figura 19: Comercio internacional de China (var. %, a/a)

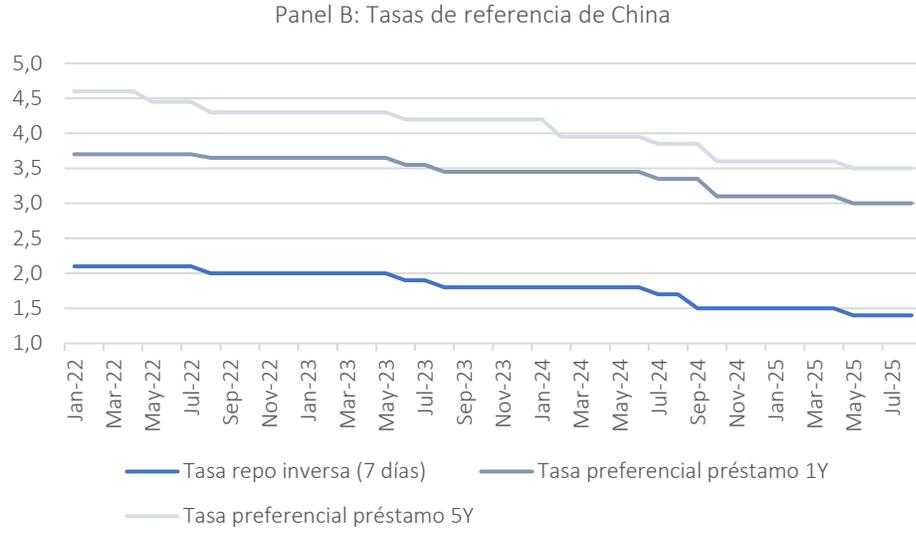


Fuente: National Bureau of Statistics of China.

La inflación total se mantiene muy baja, fluctuando en torno a 0% a/a. Esta baja inflación es un claro reflejo del exceso de capacidad y la insuficiente demanda interna. En este sentido, tras cuatro meses de cifras negativas para la inflación general, en junio y julio se registraron variaciones de 0,1% y 0,0%, respectivamente. Por otro lado, la inflación subyacente, ha ganado tracción y en julio el aumento fue de 0,8% a/a. En este contexto, las tasas de interés de referencia se han mantenido en los niveles fijados con el primer recorte de mayo (Figura 20).

Figura 20: Inflación y política monetaria China.





Fuente: National Bureau of Statistics of China y National Interbank Funding Center of China.

Economía Chilena

Actividad económica y empleo

En el segundo trimestre de este año la economía chilena creció 3,1% a/a, por sobre lo que mostraban los IMACEC publicados a esa fecha (2,9%). La demanda interna creció 5,8%, el mayor incremento desde 2T22. A nivel de componentes del gasto, el consumo privado creció 3,1%, mientras que el consumo de gobierno se desaceleró (Tabla 3). La inversión fija volvió a crecer, y con ello se completan tres trimestres con alzas interanuales. Sin embargo, la mayor parte de este aumento (78,3%) se explica por el incremento de la inversión en maquinaria y equipos, mientras que el componente de inversión en construcción y otras obras sigue rezagado. Las exportaciones moderaron su crecimiento, a la vez que las importaciones crecieron casi 15% a/a. Todo esto resultó en una contribución positiva de la demanda interna al crecimiento económico de 2T25, la cual fue parcialmente compensada por la contribución negativa de las exportaciones netas.

Tabla 3: PIB y componentes de la demanda agregada (var. % a/a)

	2T14	3T24	4T24	1T25	2T25
Demanda Interna	-1,5	-0,2	4,3	1,6	5,8
Consumo de hogares e IPSFL	0,4	1,0	2,0	2,0	3,1
Consumo Gobierno	2,6	6,7	-1,8	3,9	2,6
Formación bruta de capital fijo	-4,0	-0,8	3,3	1,5	5,6
Exportaciones de bienes y servicios	6,0	7,3	9,2	10,5	5,4
Importaciones de bienes y servicios	-2,7	1,2	10,2	9,2	14,6
Producto Interno Bruto	1,2	2,0	4,0	2,5	3,1

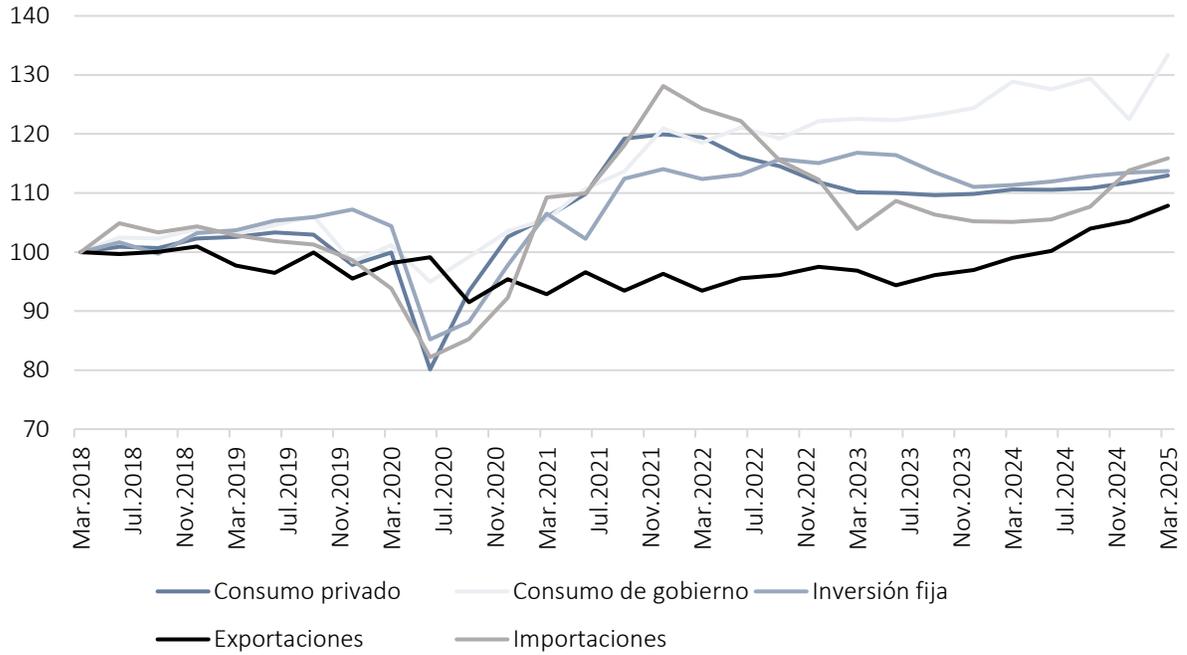
Fuente: Banco Central de Chile.

Al considerar los niveles desestacionalizados de los componentes de la demanda, vemos que el consumo privado y la inversión muestran un muy acotado dinamismo, mientras que las exportaciones y el consumo de gobierno presentan una tendencia de crecimiento clara (Figura 21).

En términos de sectores económicos, los principales aportes positivos al crecimiento económico del segundo trimestre provinieron de los servicios personales, del comercio y de la minería (Figura 22). En los servicios personales, destacó el crecimiento de los servicios de salud y educación, en comercio, destacó la contribución de las ventas minoristas y, en minería, destacó la mayor producción de cobre.

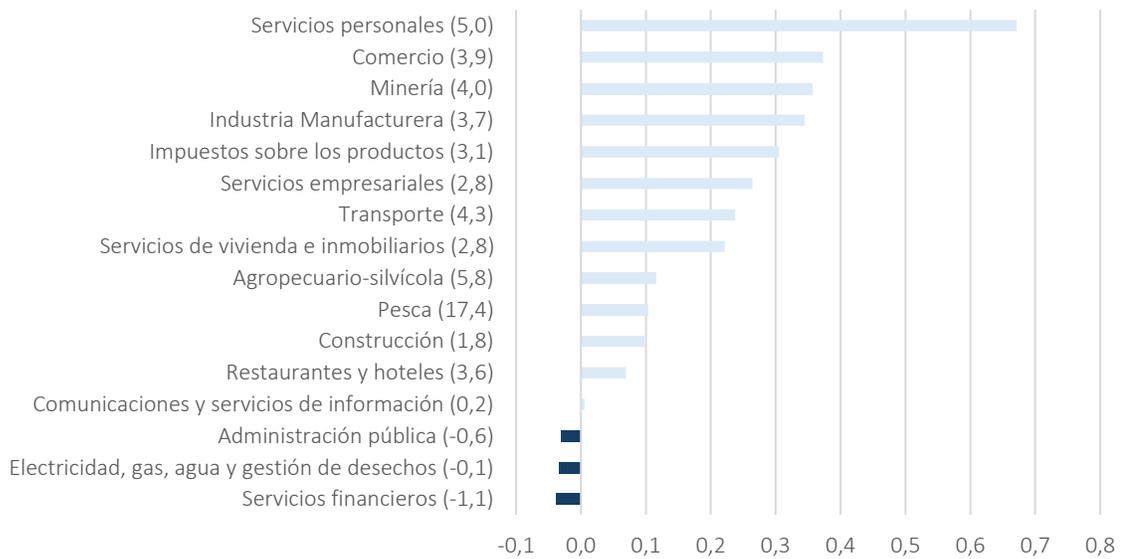
De manera opuesta a lo anterior, los sectores con los mayores aportes a la baja en el crecimiento económico fueron servicios financieros, Electricidad, Gas y Agua y gestión de desechos (por la caída en el suministro de gas), y administración pública.

Figura 21: Componentes del PIB (índice 2018-I=100, seres s.a.)



Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 22: Incidencia a/a por sector económico 2T25 (var. % a/a entre paréntesis)



Fuente: Banco Central de Chile.

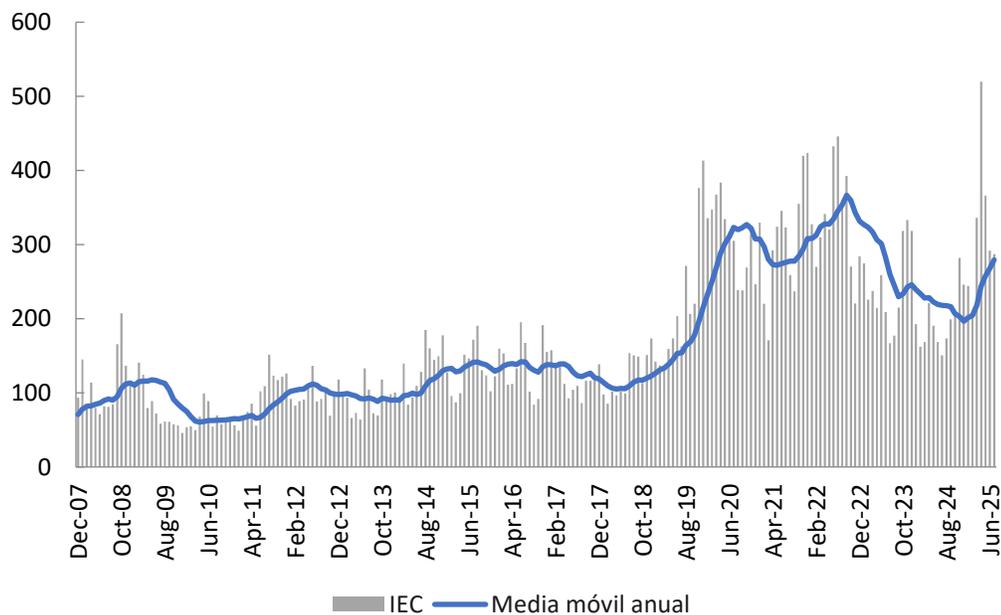
El crecimiento interanual del segundo trimestre fue seguido de un aumento más modesto, de 1,8% a/a en la actividad económica de julio, lo cual fue impulsado principalmente por el crecimiento de los servicios (impulsados por los servicios empresariales y personales) y del comercio (impulsado por las ventas mayoristas y minoristas).

En promedio, la economía no ha crecido en los últimos tres meses. En términos mensuales, la actividad desestacionalizada aumentó 1,0% en julio luego de dos meses de caídas, y con ello el crecimiento mensual promedio de los últimos tres meses es nulo.

Con lo anterior, el crecimiento interanual acumulado entre enero y julio es de 2,7%, además, con la información actual, proyectamos que agosto mostrará un crecimiento interanual más cercano al potencial, entre 1,5% y 2,0%. Estas cifras probablemente signifiquen una corrección al alza en la parte baja del rango de crecimiento económico del Banco Central para 2025, pasando desde 2% a 2,75% a 2,25%-2,75%

La incertidumbre se ha mantenido alta, cerca del doble de los registros presentados en los mismos meses de 2024 (Figura 23). Los meses de junio y julio estuvieron marcados por el conflicto en Medio Oriente, la imposición de aranceles al cobre y las perspectivas de crecimiento económico de Chile. . Aun así, comparado con los niveles de incertidumbre presentados entre marzo y mayo, los niveles de los meses de junio y julio son considerablemente menores.

Figura 23: Índice de incertidumbre económica

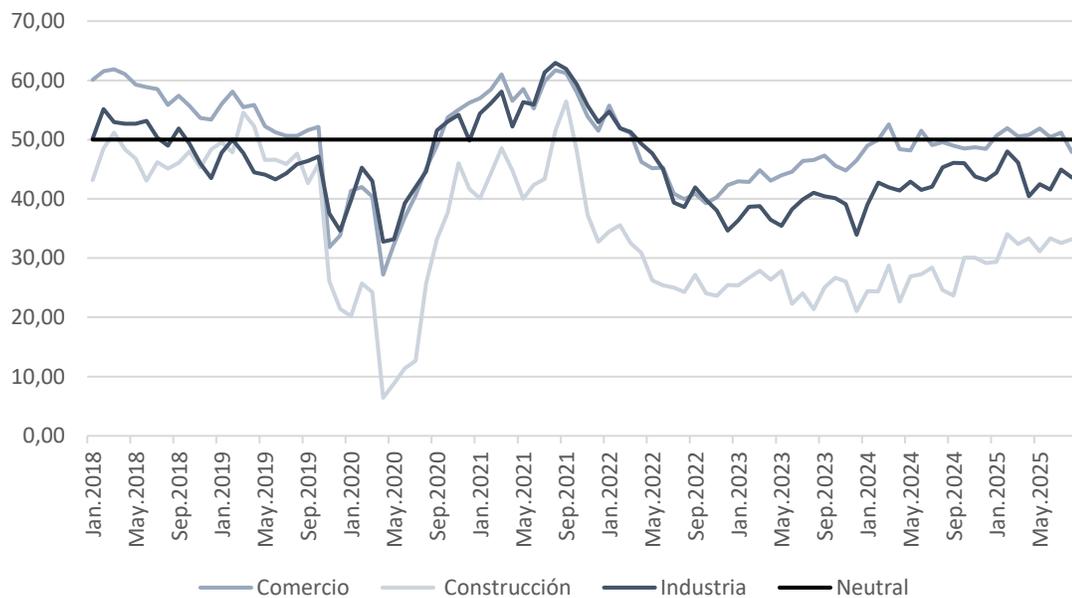


Fuente: Clapes UC.

La confianza de las empresas y de los consumidores sigue en terreno pesimista. Para las compañías ligadas al comercio, la confianza bajó al nivel pesimista después de meses de estar en torno al nivel neutral, donde destacaron los deterioros en las subcategorías referidas a la demanda actual de la empresa y a las inversiones planificadas (Figura 24). En el caso de las empresas ligadas a la industria, la débil tendencia creciente presentada desde abril no ha sido suficiente para escapar del terreno pesimista. Por su parte, la confianza para las empresas ligadas a la construcción no ha registrado cambios significativos recientes, y su nivel actual es similar al que tenía a inicios de año.

Desde el punto de vista del consumidor, el nivel de confianza de junio y julio ha oscilado en torno al nivel registrado en mayo (42 puntos), esto es, por debajo del nivel neutral. Esto ocurre dado que las marginales mejoras en la confianza relacionada al trabajo se han compensado con las mínimas bajas en la confianza relacionada a las inversiones, mientras que los niveles de confianza enfocadas a la situación económica actual y a las expectativas económicas se han mantenido prácticamente inalteradas.

Figura 24: Índice Mensual de Confianza Empresarial

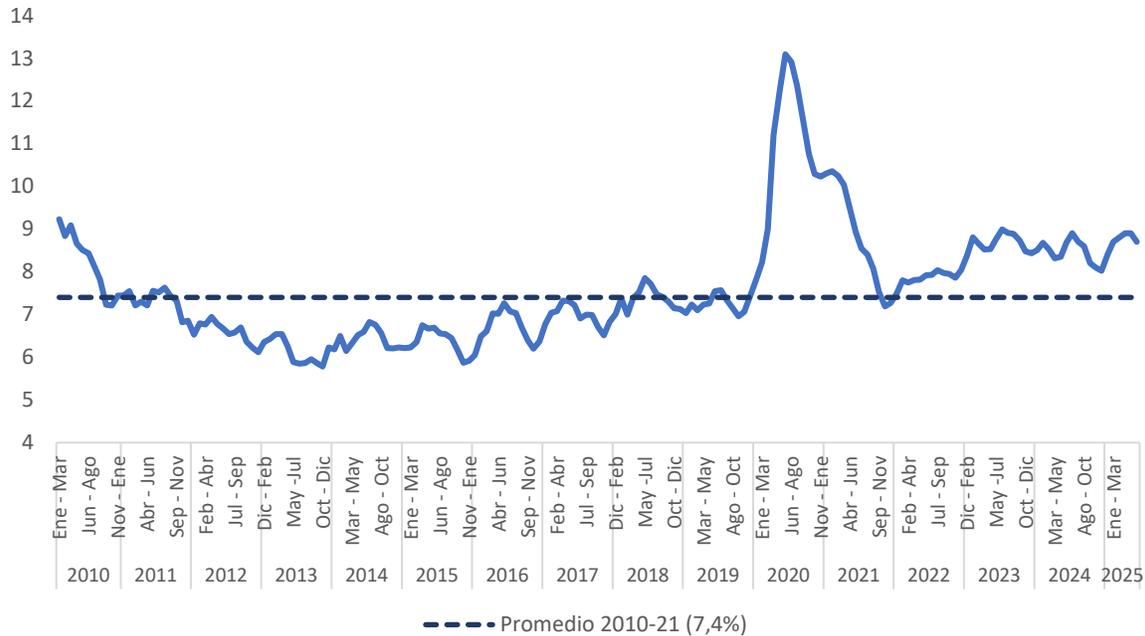


Fuente: Banco Central de Chile.

El mercado laboral sigue mostrando una debilidad estructural, pese a leves repuntes en el margen. En el trimestre mayo–julio de 2025, la tasa de desempleo se mantuvo en 8,7%, sin variaciones en doce meses. Este aparente estancamiento refleja más la ralentización de la fuerza de trabajo —que creció apenas 0,5% en un año— que un verdadero dinamismo en la creación de puestos, la cual avanzó solo 0,8%. En otras palabras, la estabilidad del indicador responde más a la baja participación laboral que a una recuperación efectiva de la creación de empleos.

Con ello, el desempleo completa más de 30 trimestres consecutivos por sobre el 8%, configurando uno de los periodos más extensos y elevados de la serie desde 2010. Este nivel no solo es comparable con el choque pandémico, sino que además se ubica muy por encima del promedio de 7,4% observado entre 2010 y 2021 (un periodo que incluye la crisis sanitaria), lo que evidencia la magnitud del deterioro (Figura 25). A este panorama se suma un alza preocupante en el desempleo de larga duración, que alcanzó una media móvil anual de 16%, el mayor nivel desde fines de 2022.

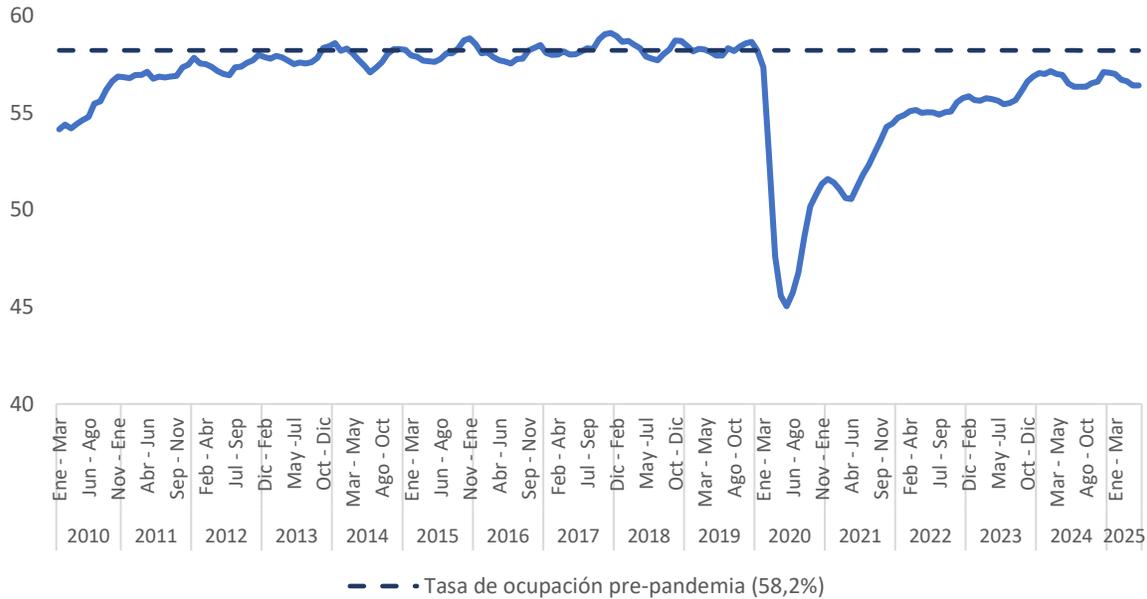
Figura 25: Tasa de desempleo (%)



Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la Encuesta Nacional de Empleo (ENE) del Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

En materia de creación de empleo, el resultado es igualmente débil: los 73 mil puestos creados en un año constituyen el registro más bajo para un trimestre mayo–julio en más de una década, con excepción de 2020. Ajustados por estacionalidad, equivalen a apenas 39 mil empleos en el trimestre, lo que deja un promedio de solo seis mil al mes en lo que va de 2025. De esta forma, la brecha con respecto a la tasa de ocupación prepandemia se amplía, y hoy se requieren cerca de 290 mil empleos adicionales para alcanzarla (Figura 26).

Figura 26: Tasa de ocupación (%)



Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la Encuesta Nacional de Empleo (ENE) del Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

En la comparación sectorial, destacan caídas persistentes en comercio y construcción. El primero, que representa casi una quinta parte del empleo total, acumula diez trimestres consecutivos de destrucción de puestos, confirmando que la debilidad no es transitoria sino generalizada en sectores intensivos en mano de obra.

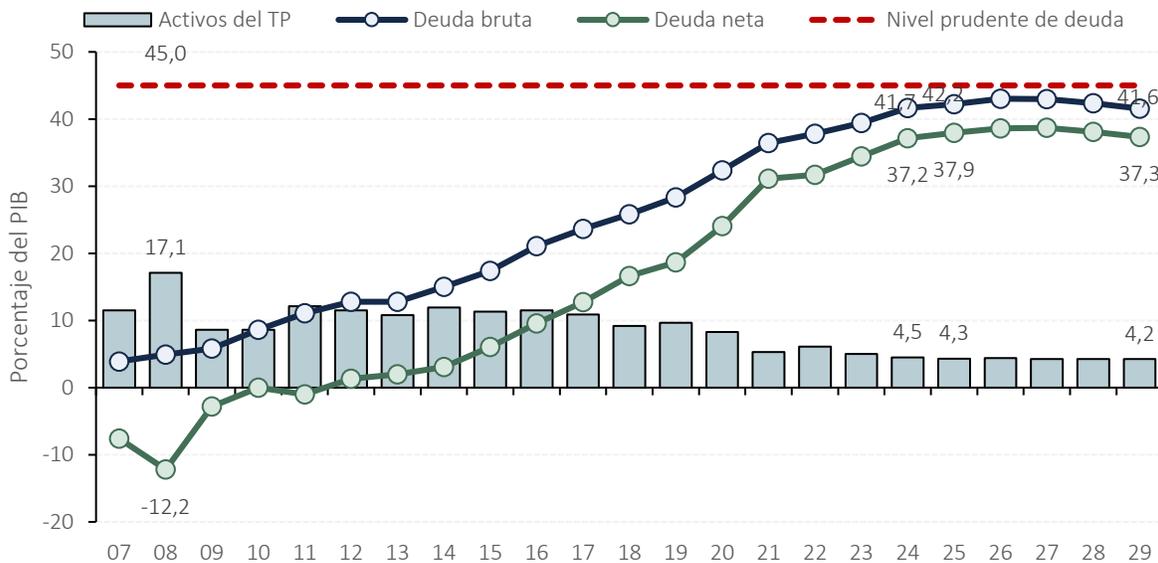
A esto se suman señales de fragilidad en el empleo formal: los registros administrativos muestran cerca de 250 mil despidos por necesidades de la empresa a junio, el nivel más alto para un primer semestre desde 2020. La combinación de mayores costos laborales y una productividad estancada ha presionado a las firmas a ajustar sus dotaciones, lo que limita la recuperación del empleo privado formal.

De cara al futuro inmediato, el escenario sigue siendo poco auspicioso. La estabilidad en torno al 8,5%–9% de desempleo es frágil y depende críticamente de la baja expansión de la fuerza de trabajo. Si la participación laboral se reactiva en los próximos trimestres, sin un repunte equivalente en la generación de empleos, la tasa podría escalar nuevamente. En contraste, incluso con un crecimiento económico algo mayor, el traspaso al empleo se dará con rezago y bajo un marco de costos crecientes que desalienta nuevas contrataciones.

En definitiva, los datos confirman que Chile atraviesa uno de los peores periodos de desempeño laboral de las últimas décadas. La creación de puestos sigue en mínimos históricos, el desempleo de larga duración se agrava, y los despidos formales alcanzan niveles preocupantes. Más allá de fluctuaciones puntuales el mercado laboral permanece estancado.

Finalmente, en relación con la política fiscal, el Informe de Finanzas Públicas (IFP) del segundo trimestre de este año proyecta que el déficit estructural de 2025 sea de 1,8% del PIB (déficit efectivo sería de 1,5% del PIB), mientras que el nivel de la deuda bruta se ubicaría en 42,4% del PIB (Figura 27). Esto significa que, en este año, al igual que en 2023 y en 2024, la meta impuesta por la regla fiscal no se cumpliría, lo cual resulta preocupante considerando que el nivel de esta meta fue redefinido recientemente (-1,6% del PIB en vez del -1,1% del PIB original).

Figura 27: Evolución activos del Tesoro Público, deuda bruta y neta



Nota: Valores para años 2025 y posteriores corresponden a proyecciones del IFP2T25, los que incluyen la implementación total del plan de acción propuesto por el Ejecutivo.

Fuente: Consejo Fiscal Autónomo.

El problema se agrava aún más si se toma en cuenta que la proyección realizada por la DIPRES considera la implementación de la totalidad de las medidas correctivas adicionales anunciadas en el IFP previo. De esta forma, si se excluye del cálculo la implementación de las medidas correctivas inciertas, el déficit estructural proyectado para 2025 sería de 2,1%, el cual es precisamente el escenario base planteado por el Consejo Fiscal Autónomo (CFA) para ser más prudente en los análisis de las cuentas fiscales.

Para 2026, las proyecciones de la DIPRES también muestran un déficit estructural mayor en 0,5% del PIB que la meta establecida con la implementación de las medidas correctivas, mientras que sin estas medidas la brecha sería equivalente al 0,8% del PIB. Pese a esto, la publicación de los nuevos parámetros para la elaboración del proyecto de Ley de presupuesto 2026, donde el crecimiento del PIB no minero tendencial y el precio del cobre son considerablemente mayores a los previstos en el IFP, podría significar un aumento de los ingresos estructurales en torno al 0,5% del PIB, lo que aligera el ajuste necesario para el cumplimiento de la meta.

Todos estos riesgos resaltan la necesidad de realizar acciones adicionales para asegurar el cumplimiento de la regla fiscal y, con ello, evitar el deterioro de la credibilidad de las finanzas públicas. El no cumplimiento de la meta de este año -que es probable y que se suma a los incumplimientos de los dos años previos- podría afectar a los años siguientes, y por ello el gobierno debería implementar nuevas medidas correctivas administrativas tomando como referencia escenarios que no tomen en cuenta las medidas correctivas por aprobar o con alta incertidumbre de implementar.

Inflación, tipo de cambio y política monetaria

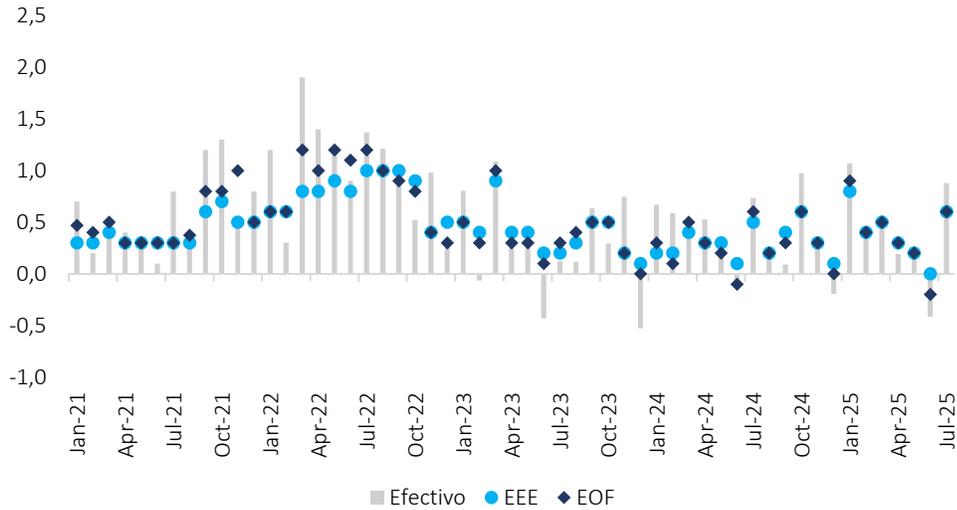
La inflación total ha registrado sorpresas con signos contrapuestos en los últimos dos meses, mientras que la inflación sin volátiles ha subido más de lo previsto. Mientras que en junio la variación mensual de los precios (-0,4%) fue menor a la esperada (-0,2%/0,0%), en julio ocurrió lo opuesto, donde el aumento de 0,9% m/m superó a las expectativas de 0,6% (Figura 28). Con estos movimientos, la inflación interanual fue 4,1% en junio y 4,3% en julio, mientras que la inflación sin volátiles continuó con el alza iniciada en mayo para llegar al 4,0% en julio (Figura 29).

Aunque se espera que la inflación converja a la meta el próximo año, la persistencia en torno a 4% y la aceleración de la inflación sin volátiles son materias por monitorear en los próximos meses. La batalla contra la inflación aún no ha terminado. De hecho, en los siete meses de este año, la inflación sin volátiles promedia 0,4% m/m, un nivel que no es compatible con la meta de inflación.

En su reunión de política monetaria de julio, el Banco Central destacó que, mientras la cifra de inflación total de junio estuvo por debajo de sus expectativas, la cifra de inflación subyacente fue mayor a lo esperado. En efecto, la disminución mensual del nivel de precios de junio estuvo influenciada mayoritariamente por las bajas en las divisiones de Alimentos y bebidas no alcohólicas; Vestuario y calzado; y Equipamiento y mantenimiento del hogar. Por su parte, la inflación sin volátiles registró una variación nula ese mes.

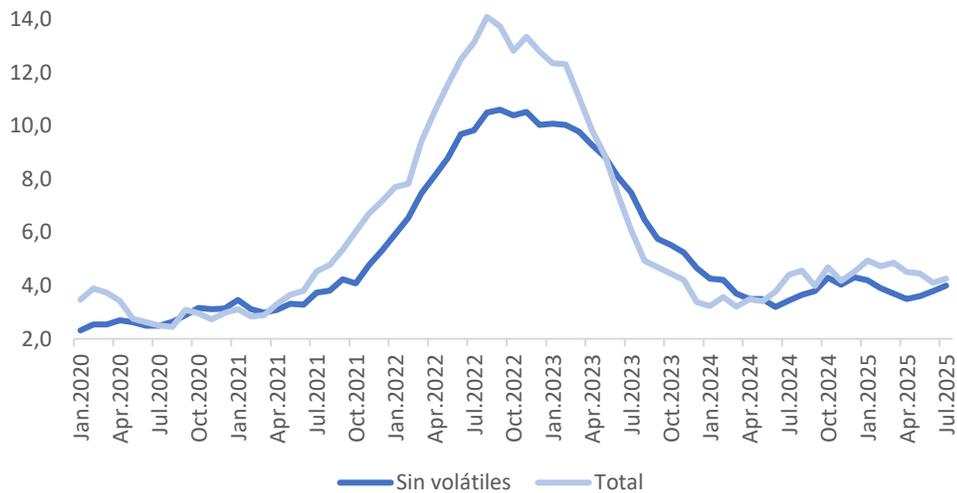
En contraste con lo anterior, en julio las alzas en las divisiones de Vivienda y servicios básicos y en Alimentos y bebidas no alcohólicas explicaron el 53,0% del aumento mensual total del IPC, donde la mayor incidencia por producto provino del alza en el suministro de electricidad, la cual aportó cerca del 27% del alza total del IPC. Cabe mencionar que ese mes la sorpresa inflacionaria no se produjo por el alza de las tarifas eléctricas cuyo aumento fue bien anticipado por el mercado. Lo que más llamó la atención ese mes fue el aumento de otras divisiones, tales como Restaurantes y alojamiento (1,0% m/m), Salud (0,8% m/m) y Equipamiento y mantenimiento del hogar (1,1% m/m).

Figura 28: Inflación mensual efectiva y esperada



Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 29: Inflación general y sin volátiles (var. %, a/a)

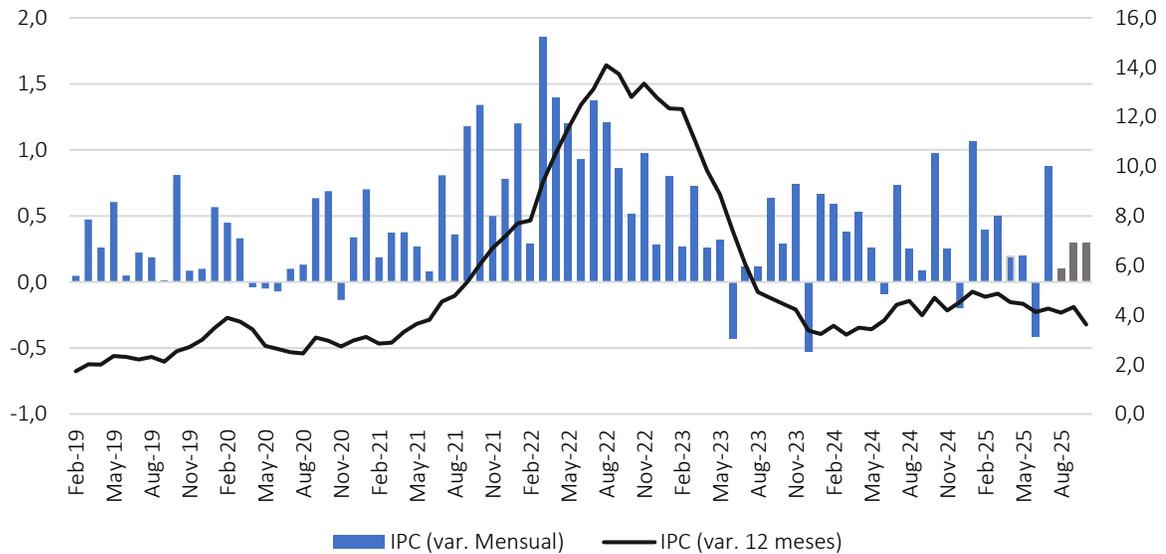


Fuente: Banco Central de Chile.

De cumplirse las expectativas de inflación para agosto y los próximos dos meses indicados en la última Encuesta de Operadores Financieros (EOF) (0,1% en agosto y 0,3% para septiembre y octubre), la inflación interanual seguiría ubicándose entre 4,1% y 4,3% entre agosto y septiembre, para después bajar hasta 3,6% en octubre (Figura 30). Hacia fin de año, la mediana de las expectativas de la Encuesta Expectativas Económicas indica que este año nuevamente cerrará con

una inflación mayor a la meta (3%) y a la proyección del Banco Central en el último IPoM (3,7%), ubicándose en 4,0%.

Figura 30: Inflación efectiva y proyecciones EOF



Fuente: Banco Central de Chile.

El peso se ha mantenido depreciado, ubicándose sobre los valores explicados por sus fundamentales. La estabilidad de la paridad peso/dólar iniciada a fines de abril terminó en julio, cuando se observó una tendencia creciente que llevó a que la cotización de la divisa norteamericana se ubicara en torno a \$980 a fines de ese mes. Parte de los factores que impulsaron el precio del dólar fueron la baja en el precio del cobre durante la primera semana de julio (Figura 31), junto a los nuevos anuncios arancelarios del gobierno de Estados Unidos y la mantención de las tasas de interés de la FED.

En agosto, el precio del dólar disminuyó con fuerza tras el enfriamiento del mercado laboral de Estados Unidos en las primeras semanas, aun cuando el Banco Central de Chile anunció un programa de acumulación de reservas internacionales. Tras esto, el precio de la divisa se ha estabilizado, y para fines de ese mes se ubicaba en torno a \$966.

El programa de acumulación de reservas internacionales del Banco Central contempla compras diarias por hasta US\$ 25 millones diarios por un plazo de tres años, con lo cual se espera acumular US\$ 18.500 millones en este período de tiempo (esta medida será revisada cada seis meses). Para evitar efectos sobre la liquidez en pesos, las operaciones serán esterilizadas mediante la emisión de Pagarés Descortables del Banco Central.

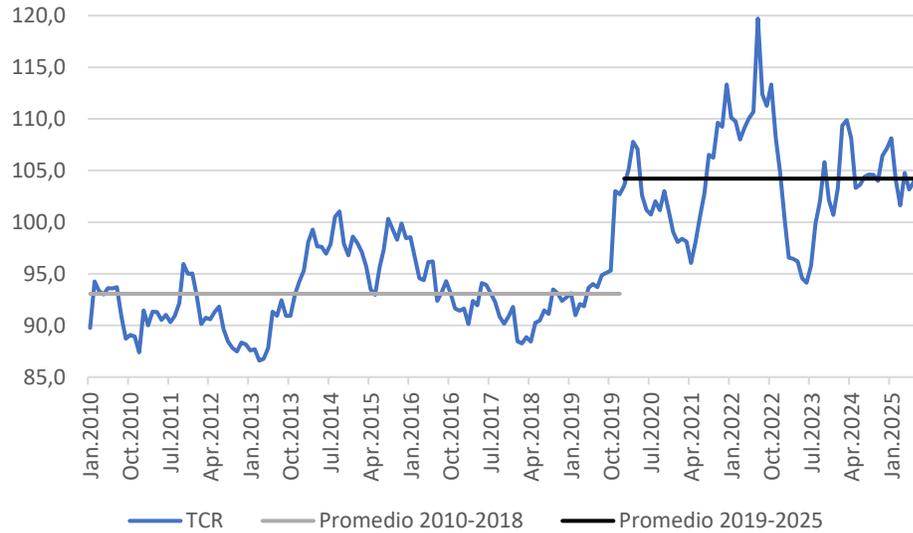
Figura 31: Tipo de cambio y precio del cobre



Fuente: Investing y Cochilco.

Con estos movimientos, el tipo de cambio real de los últimos dos meses siguen ubicándose en torno al promedio post 2019, luego de la gran desviación observada a inicios de este año (Figura 32). Sin embargo, de acuerdo con nuestras estimaciones, se ubica por sobre los valores que pueden explicar sus determinantes, generándose un castigo cuyas razones pueden incluir factores como la incertidumbre asociada a las elecciones de fin de año, las apuestas contra el peso de no residentes y la validación que de acuerdo con algunos actores del mercado habría hecho el Banco Central del nivel del tipo de cambio al iniciar un proceso de acumulación de reservas.

Figura 32: Tipo de cambio real (1986=100)

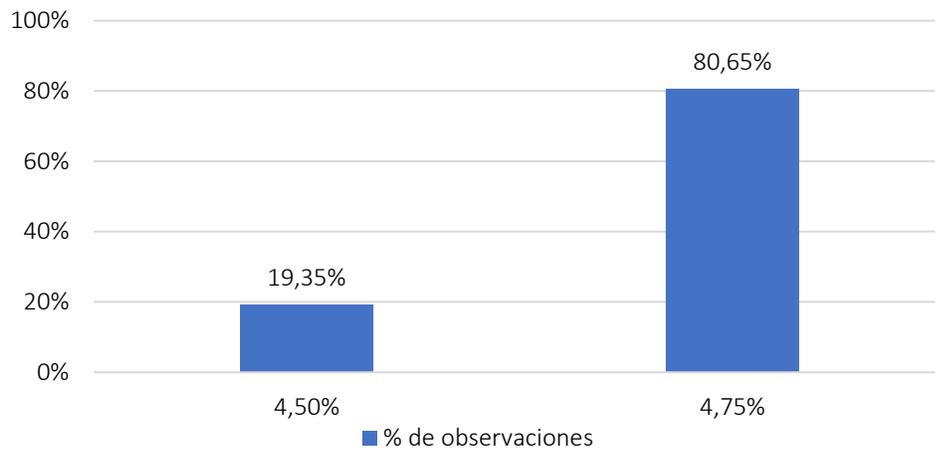


Fuente: Banco Central de Chile.

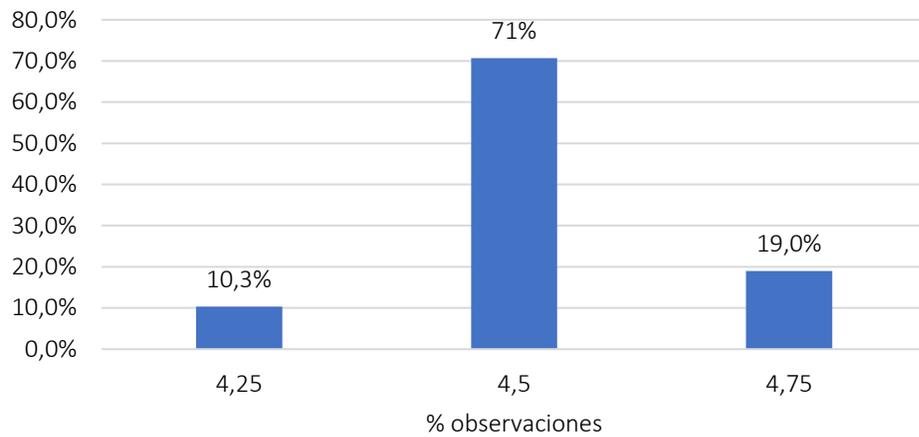
El Banco Central redujo la TPM en julio, pero la insuficiente claridad respecto de la convergencia de la inflación a la meta llevaría al instituto emisor a una actitud más cauta en las próximas reuniones y a optar por una mantención de la tasa de referencia. La tasa de política monetaria, luego de haberse mantenido en 5,0% durante toda la primera mitad del año, disminuyó 25 puntos base a finales de julio. Dado que el nivel de la TPM sigue ubicándose en niveles levemente contractivos y que las expectativas apuntan a que la inflación convergerá a la meta durante el primer semestre de 2026, las expectativas del mercado se inclinan mayoritariamente a una mantención de la tasa en la reunión de este mes y un recorte más de 25 puntos base en diciembre, para cerrar el año con la TPM en 4,5% (Figura 33).

Figura 33: Expectativas TPM

Panel A: RPM de septiembre 2025



Panel B: RPM de diciembre 2025



Fuente: Encuesta de Operadores Financieros y Encuesta de Expectativas Económicas, Banco Central de Chile.

Proyecciones 2025-2026

Tras analizar la evolución reciente del escenario internacional y de la economía chilena, proyectamos que este año la economía crecerá entre 2,25% y 2,75%, mientras que, en 2026, proyectamos un crecimiento entre 1,75% y 2,75%.

Para el año en curso, esta proyección considera un recorte de la parte baja del rango previsto hace tres meses, debido a un primer semestre mejor de lo previsto. Sin embargo, la proyección asume un crecimiento más cercano al potencial durante la segunda parte del año, algo que ya estamos viendo en las cifras de julio y agosto. Tal como dijimos en el informe de junio, la economía irá de más a menos desde 2T25 hasta el cierre del año.

En materia de inflación y política monetaria, los ajustes respecto de junio son marginales e incorporan una leve revisión al alza de la inflación, la que seguimos proyectando que cerrará este año en torno a 4%, lo que genera espacios sólo para un recorte de tasas hasta fin de año.

Para 2026 revisamos levemente al alza (en 0,25%) el rango de crecimiento a 1,75%-2,75%. Dicha proyección incorpora en la parte baja la posibilidad de un deterioro de las condiciones externas que no lleve a crecer bajo el potencial, así como también en la parte alta, un escenario en que, con un escenario externo estable, la economía puede sostener un año más de crecimiento por arriba de su capacidad de expansión de largo plazo. Esto último podría vincularse, por ejemplo, con el mejor sentimiento que generaría un cambio en el ciclo político.

La proyección para el próximo año considera también que la inflación se aproxima a la meta del Banco Central durante el primer semestre y que la TPM baja 50 puntos base adicionales en este escenario.

Tabla 4: Proyecciones 2025-2026

Variación %	2023	2024	2025	2026
PIB	0.5	2.6	2.25-2.75	1.75-2.75
Demanda interna	-3.7	1.3	3.3	2.4
Inversión fija	-0.1	-1.4	3.5	3.0
Consumo privado	-4.9	1.0	2.6	2.1
Exportaciones	0.1	6.6	5.7	3.0
Importaciones	-10.9	2.5	8.0	3.0
PIB mundial	3.1	3.2	3.0	2.6
Precio del cobre (cent. de dólar por libra)	385	414	430	430
Precio del petróleo WTI (dólares/barril)	78	76	65	60
Inflación Dic (%)	3.9	4.5	4.0	3.0
Inflación Promedio (%)	7.7	3.9	4.4	3.2
TPM Dic (%)	8.25	5.0	4.5	4.0

Fuente: Clapes UC.



clapesuc



@clapesuc



@clapes_uc



Clapes UC



ClapesUC



www.clapesuc.cl