



Centro UC
CLAPES UC
Centro Latinoamericano de
Políticas Económicas y Sociales

Informe Macroeconómico N°20

CLAPES UC

Cuarto Trimestre 2025

12 de diciembre, 2025

AUTORES

Felipe Larraín B. | Director (flarrafnb@uc.cl)
Hermann González B. | Coordinador Macroeconómico
(hegonzal@uc.cl)

INFORME

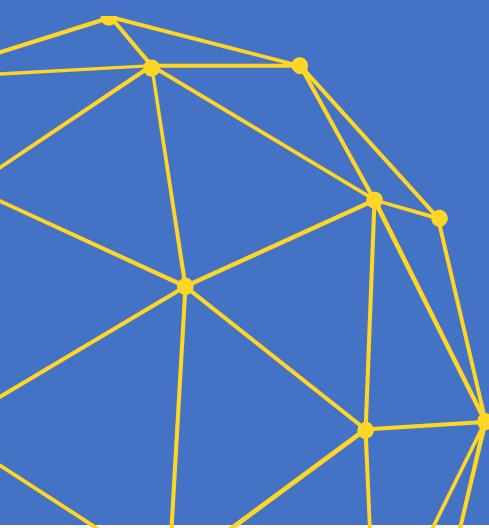


Tabla de contenido

Resumen Ejecutivo.....	3
Escenario Internacional.....	5
Actividad e inflación	5
Estados Unidos.....	5
Eurozona	9
China	12
Expectativas, variables financieras y materias primas	15
Economía Chilena	20
Actividad económica y empleo	20
Inflación, tipo de cambio y política monetaria.....	28
Proyecciones 2025-2026.....	33
 Tabla 1: Proyecciones económicas de la FED (diciembre 2025)	8
Tabla 2: Proyecciones de crecimiento en economías seleccionadas (var. % PIB real)	15
Tabla 3: PIB y componentes de la demanda agregada (var. % a/a)	20
Tabla 4: Proyecciones 2025-2026	34
 Figura 1: PIB de economías seleccionadas (var. %. a/a).....	5
Figura 2: Mercado laboral en EE.UU.	6
Figura 3: PMI en EE.UU.	6
Figura 4: Inflación EE.UU. (var. a/a)	7
Figura 5: Tasa FED funds efectiva (%)	8
Figura 7: Tasa de desempleo de la Eurozona (%).....	9
Figura 8: Economic Sentiment Indicator Eurozona	10
Figura 9: Inflación Eurozona (var. % a/a)	11
Figura 10: Tasas de referencia en la Eurozona (%)	11
Figura 11: Evolución sectorial de China (var. %, a/a)	12
Figura 12: Comercio internacional de China (var. %, a/a).....	13
Figura 13: Inflación y política monetaria China.....	14
Figura 14: Proyecciones de inflación para 4T25 en economías seleccionadas (var. %, a/a)	16
Figura 15: Principales riesgos para la economía global.....	17
Figura 16: Variables financieras	18
Figura 17: Precios materias primas (02/01/2025=100)	19
Figura 18: PIB de Chile, volumen a precios del año anterior encadenado (1T22=100, desestacionalizado).....	20
Figura 19: Componentes del PIB (índice 2018-I=100, seres s.a.)	21
Figura 20: Incidencia a/a por sector económico 3T25 (var. % a/a entre paréntesis).....	22
Figura 21: Índice de incertidumbre económica	23
Figura 22: Índice Mensual de Confianza Empresarial	24
Figura 23: Meta fiscal y Resultado Balance Cíclicamente Ajustado 2025 (% del PIB)	25
Figura 24: Tasa de desempleo de larga duración (%)	26
Figura 25: Despidos por necesidades de la empresa acumulados a septiembre de cada año	27

Figura 26: Inflación mensual efectiva y esperada	28
Figura 27: Inflación general y sin volátiles (var. %, a/a)	29
Figura 28: Inflación efectiva y proyecciones	30
Figura 29: Tipo de cambio y precio del cobre	31
Figura 30: Tipo de cambio real (1986=100)	31
Figura 31: Expectativas TPM: diciembre 2025 (% de observaciones)	32

Resumen Ejecutivo¹

Los efectos macroeconómicos de la guerra comercial han sido menores de lo previsto. La inflación en EE.UU. no ha subido como se temió y este año el mundo crecerá a un ritmo similar al de 2024. A su vez, las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo se han corregido al alza respecto de lo esperado tres meses atrás.

Desde el punto de vista de la economía chilena, el escenario internacional es favorable y se caracteriza por un mayor impulso externo, menores tasas de interés y mejores términos de intercambio. En particular, destaca la significativa alza del precio del cobre y un precio del petróleo que se mantiene en torno a US\$ 60 el barril.

Con todo, los riesgos del escenario internacional siguen sesgados a la baja. La OMC proyecta un ajuste importante del comercio global el próximo año, los riesgos geopolíticos son elevados y los riesgos de una corrección abrupta en las cotizaciones de acciones tecnológicas vinculadas con inteligencia artificial son actualmente la mayor preocupación para los inversionistas globales.

Por el lado de Chile, los datos de cuentas nacionales del tercer trimestre dieron cuenta de una economía que completó dos trimestres prácticamente estancada. Las buenas cifras de actividad de los primeros meses del año no se han repetido, lo que confirma que ellas se explicaron más bien por factores específicos y no por un cambio en las condiciones estructurales de la economía.

De esta forma, el año cerrará con un crecimiento del PIB en la parte baja del rango de proyección del IPOM de septiembre que iba desde 2,25% a 2,75%.

En este contexto de bajo crecimiento, que se suma a los cambios legales y regulatorios introducidos al mercado laboral durante los últimos años, la economía sigue creando una cantidad insuficiente de puestos de trabajo, lo que mantiene la tasa de desocupación sobre 8%, marcadamente sobre los niveles prepandemia.

Entre los aspectos positivos, destaca el repunte de la inversión, principalmente en su componente importado y el alza en las expectativas de los agentes, especialmente a un año plazo, el cual puede estar vinculado al cambio de gobierno de marzo del próximo año.

El próximo gobierno heredará una situación fiscal compleja, caracterizada por déficit fiscales persistentes y de magnitud relevante, insuficientes ahorros y un nivel de deuda pública que se aproxima al nivel prudente.

Para el cierre de este año, el gobierno proyectó un déficit estructural equivalente a 2,2% del PIB, esto es, 0,6 puntos del PIB más que la meta de balance estructural recientemente modificada. A su

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

vez, las cifras de ejecución fiscal conocidas después del informe trimestral elevan los riesgos de un incumplimiento aún mayor de la meta de balance estructural este año, completándose así tres años consecutivos en que el déficit estructural supera el objetivo autoimpuesto por el Ejecutivo. Estos incumplimientos deben evitarse en el futuro por sus efectos negativos sobre la credibilidad de la regla fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Para 2026, las proyecciones fiscales se apegan a la meta de déficit estructural de 1,1% del PIB, pero nuevamente existen riesgos de un déficit mayor, derivados, entre otros, del supuesto de recaudación de la ley de cumplimiento tributario y del resultado de la negociación salarial del sector público.

La inflación ha evolucionado por debajo de lo previsto en los últimos tres meses y convergerá a la meta en los primeros meses de 2026, antes de lo previsto por el Banco Central. Si a este escenario se suma la apreciación reciente del peso, las condiciones están dadas para un nuevo recorte de la TPM en la reunión de este mes. Con esto, la TPM se ubicará en la parte alta del rango de valores considerados neutrales. Lo anterior implica que nuevos recortes serán condicionales a la evolución del escenario macroeconómico. Es decir, nuevas bajas de la TPM se concretarán sólo en la medida que las perspectivas apunten a una reducción relevante de la inflación por debajo de la meta de 3% en el transcurso de los próximos 24 meses.

Tras analizar la evolución reciente del escenario internacional y de la economía chilena, proyectamos que este año la economía crecerá 2,4, mientras que para el próximo año esperamos un crecimiento entre 2,0% y 3,0%, con sesgo al alza. Desde el punto de vista de la inflación, proyectamos que cerrará este año en 3,7%, alcanzado la meta del Banco Central en los primeros meses de 2026. Finalmente, consideramos que la TPM terminará este año en 4,5%, mientras que, para el próximo, estimamos que se ubicará en la parte media/alta del rango neutral (4,0%/4,5%).

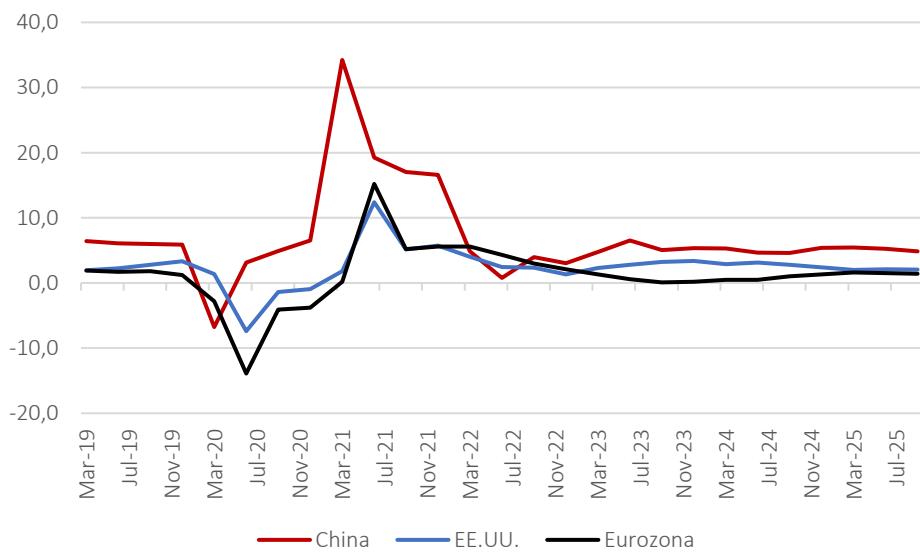
Escenario Internacional

Actividad e inflación

Estados Unidos

Con el cierre del gobierno federal de Estados Unidos entre el 1 de octubre y el 13 de noviembre, la publicación de las cifras económicas se ha atrasado considerablemente, lo que ha impedido tener una medición oficial de la evolución del PIB durante el tercer trimestre. Pese a esto, siguiendo las estimaciones de la herramienta GDPNow de la Fed de Atlanta y del Banco JP Morgan, el PIB del tercer trimestre habría presentado un avance trimestral en torno a 0,8% (entre 3,0% y 3,5% anualizado), similar a lo registrado en el segundo trimestre, lo que significaría un avance interanual de 2,1% (Figura 1).

Figura 1: PIB de economías seleccionadas (var. %. a/a)



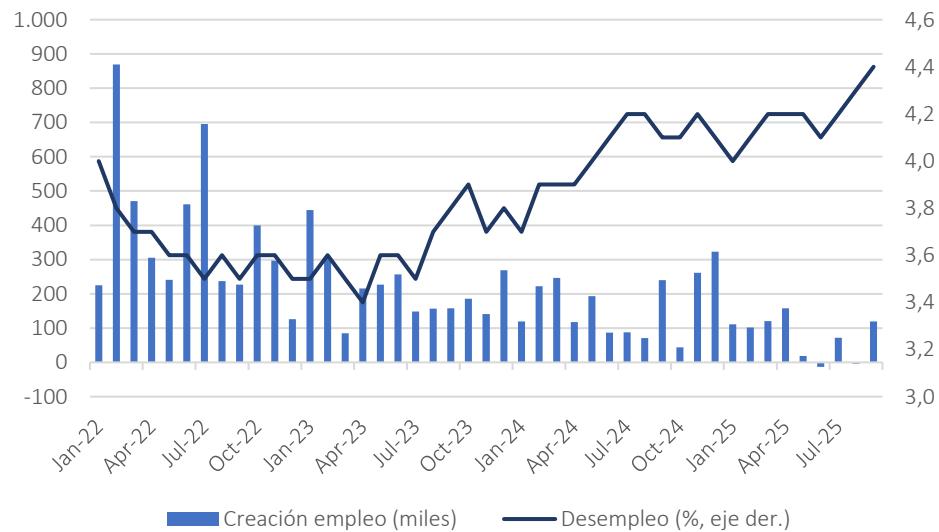
Nota: Para Estados Unidos, el valor de 3T25 es no oficial, ya que se utilizan como referencias las estimaciones de JP Morgan y de GDPNow, de la Fed de Atlanta.

Fuente: FRED, EuroStat y National Bureau of Statistics of China.

El mercado laboral ha seguido debilitándose. Pese a que el aumento de 119.000 empleos no agrícolas en septiembre representa el mayor aumento mensual desde abril, con la corrección de la cifra de agosto se pasó de una creación de 22.000 empleos durante ese mes a una caída de 4.000 empleos (Figura 2). Junto a esto, la tasa de desempleo subió 0,1 pp. en septiembre, ubicándose en 4,4%, con lo cual se completan cuatro meses consecutivos de alzas y un incremento acumulado de 1,0 pp. desde el mínimo de 3,4% registrado en 2023.

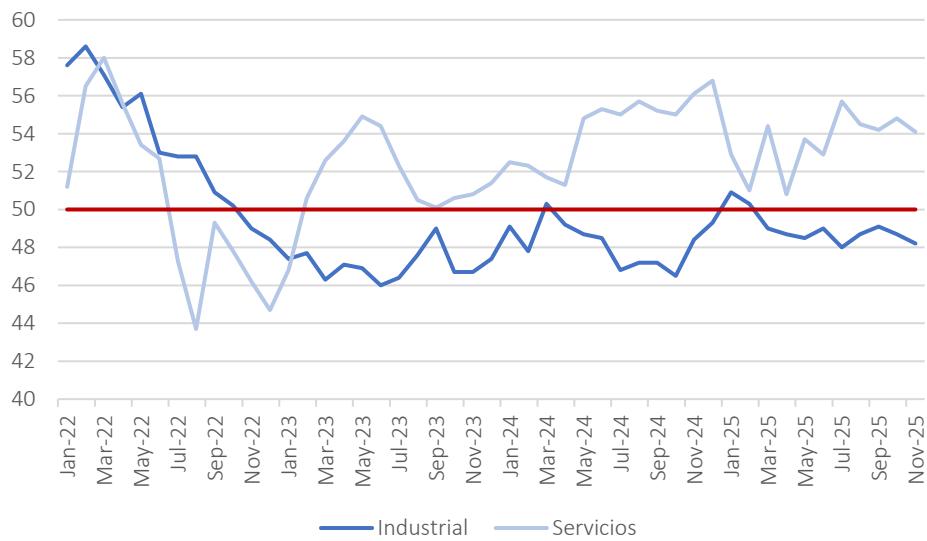
A nivel sectorial, las encuestas de gerentes de compra muestran una divergencia entre el desempeño del sector servicios y el sector manufacturero. Mientras que el PMI de servicios señaliza una expansión de este sector durante octubre y noviembre, el PMI manufacturero continúa en terreno pesimista, con contracciones cada vez más acentuadas (Figura 3).

Figura 2: Mercado laboral en EE.UU.



Fuente: FRED.

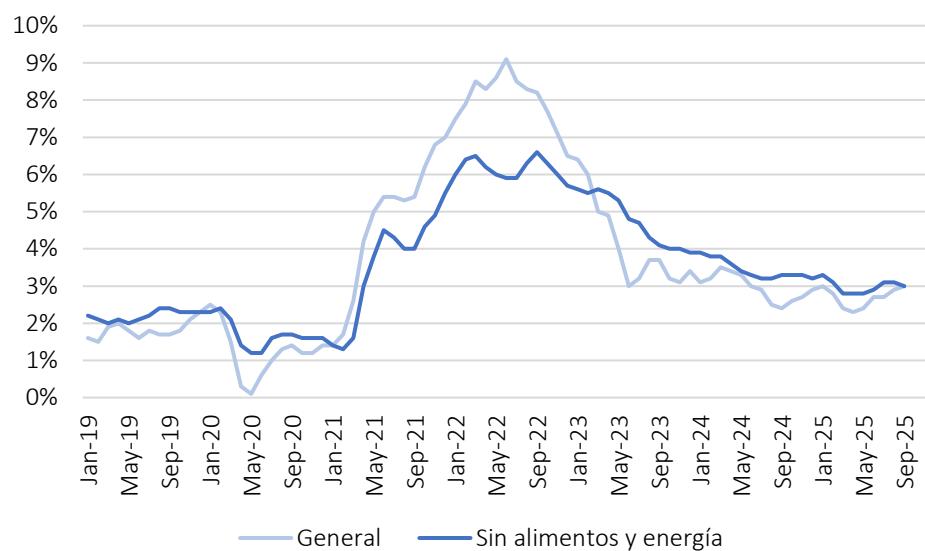
Figura 3: PMI en EE.UU.



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

Respecto de la inflación, las cifras de agosto y septiembre (las últimas disponibles) dan cuenta de un repunte a nivel general, donde los registros en torno al 3,0% significan un retroceso respecto de los valores registrados a inicios de este año (Figura 4), además de alejarse del objetivo de 2,0% de la Reserva Federal. Pese a este hecho, la inflación sin alimentos ni energía no ha mostrado alzas, y el 3,0% registrado en septiembre da señales de una estabilización en torno a este valor desde junio. De esta forma, la inflación no ha subido como se esperó a inicios de año como consecuencia de los aranceles y las expectativas se han mantenido estables, aunque sobre el objetivo de la Fed.

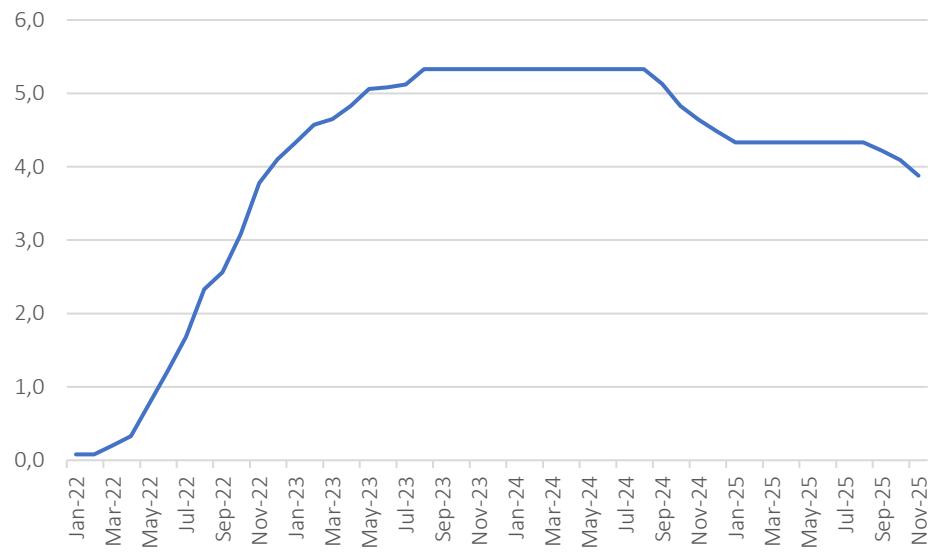
Figura 4: Inflación EE.UU. (var. a/a)



Fuente: FRED

Dada la moderada expansión de la economía y una inflación que se ha mantenido estable pese al aumento de los aranceles, la FED recortó en diciembre el rango de la tasa de referencia en 25 pb., dejándola entre 3,5% y 3,75% (Figura 5). Junto con esta decisión, la Fed revisó sus proyecciones macroeconómicas. Respecto de septiembre la Fed considera un mayor crecimiento económico para el próximo año, junto a una inflación ligeramente menor (Tabla 1).

Figura 5: Tasa FED funds efectiva (%)



Fuente: FRED

Tabla 1: Proyecciones económicas de la FED (diciembre 2025)

	Mediana			
	2025	2026	2027	Largo plazo
Cambio en PIB real	1,7	2,3	2,0	1,8
Proyección de septiembre	1,6	1,8	1,9	1,8
Tasa de desempleo	4,5	4,4	4,2	4,2
Proyección de septiembre	4,5	4,4	4,3	4,2
Inflación PCE	2,9	2,4	2,1	2,0
Proyección de septiembre	3,0	2,6	2,1	2,0
Inflación subyacente PCE	3,0	2,5	2,1	
Proyección de septiembre	3,1	2,6	2,1	
Proyección de trayectoria apropiada de política				
Tasa Fed Funds	3,6	3,4	3,1	3,0
Proyección de septiembre	3,6	3,4	3,1	3,0

Fuente: FED.

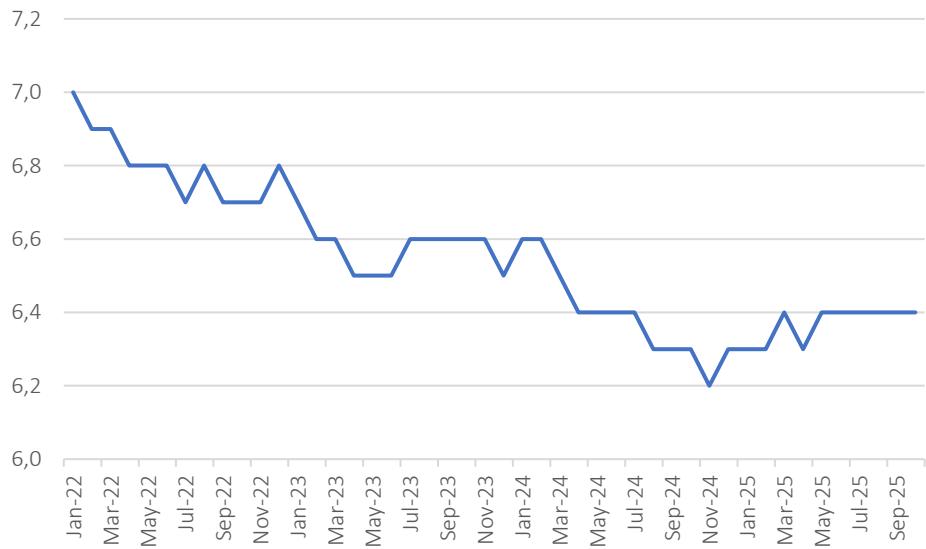
Eurozona

En la Eurozona, durante el tercer trimestre de 2025 se registró un crecimiento trimestral de 0,2%, la cual es la segunda menor expansión de los últimos cinco trimestres. A nivel interanual, en el tercer trimestre la economía se expandió 1,4%, con lo cual continua el leve descenso en esta cifra iniciado a principios de año.

El aumento en el PIB del tercer trimestre estuvo acompañado de una creación de empleos similar a la de los dos primeros trimestres (+0,2% q/q), lo que resultó en un incremento interanual de 0,6%. Por otro lado, en octubre la tasa de desempleo se ubicó en 6,4%, completando seis meses consecutivos sin cambios (Figura 6).

Algunos indicadores relativos a la situación general de la economía indican un mejor desempeño económico. Por ejemplo, el Economic Sentiment Indicator, variable utilizada por el Banco Central Europeo (BCE) para seguir la evolución mensual de la actividad, aumentó en octubre y noviembre, y el nivel de este último mes es similar al registrado hace algo más de dos años (Figura 7). Aun así, el valor actual de este índice aún refleja expectativas por debajo del promedio histórico².

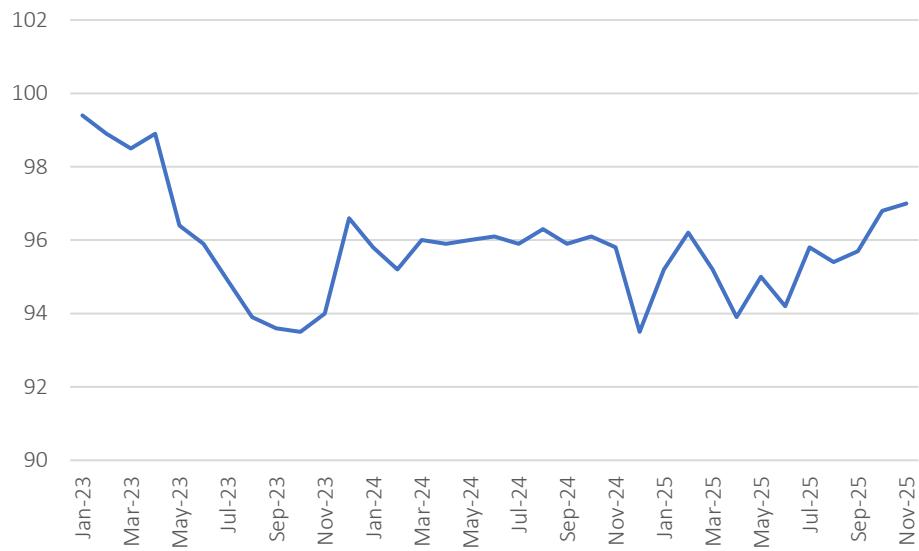
Figura 6: Tasa de desempleo de la Eurozona (%)



Fuente: EuroStat.

² Valores por debajo (arriba) de 100 indican sentimientos económicos por debajo (arriba) del promedio histórico.

Figura 7: Economic Sentiment Indicator Eurozona

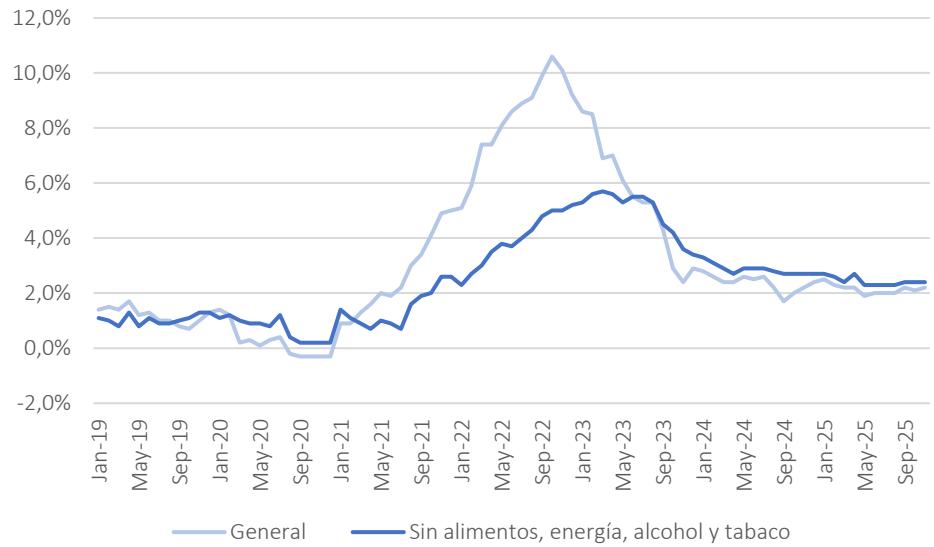


Fuente: EuroStat.

La inflación de la Eurozona ha aumentado ligeramente y se ha estabilizado en torno al 2,2% en los últimos tres meses. Algo similar ha ocurrido con la inflación subyacente, la cual pasó de 2,3% en agosto a 2,4% en septiembre, y desde entonces, se ha mantenido sin cambios hasta noviembre (Figura 8).

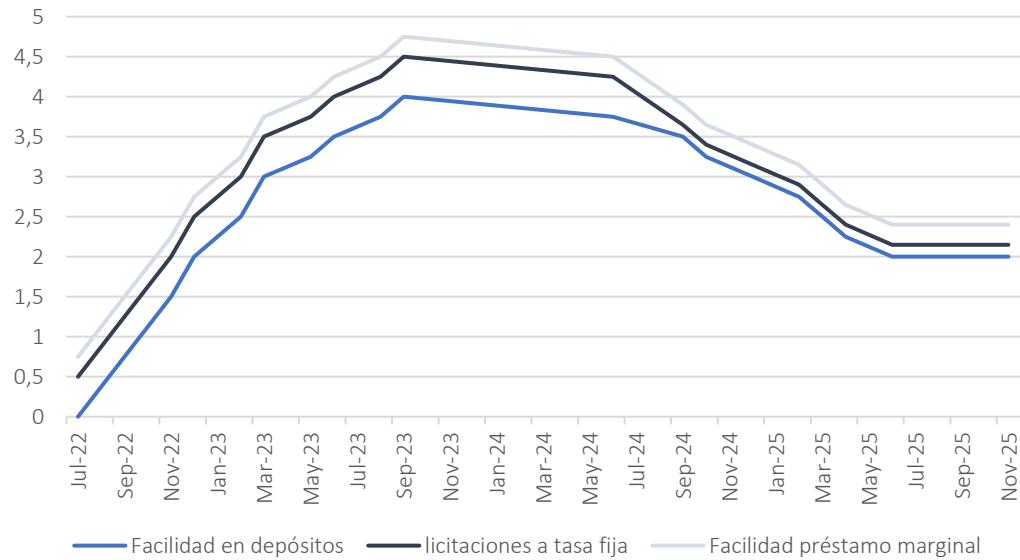
En este contexto, luego de cuatro bajas en las tasas de interés de política monetaria en la primera parte del año, el Banco Central Europeo ha optado por mantener los valores de referencia durante el segundo semestre. De esta forma, los valores actuales de las tasas referidas a la facilidad en los depósitos, 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 9).

Figura 8: Inflación Eurozona (var. % a/a)



Fuente: EuroStat.

Figura 9: Tasas de referencia en la Eurozona (%)



Fuente: EuroStat.

China

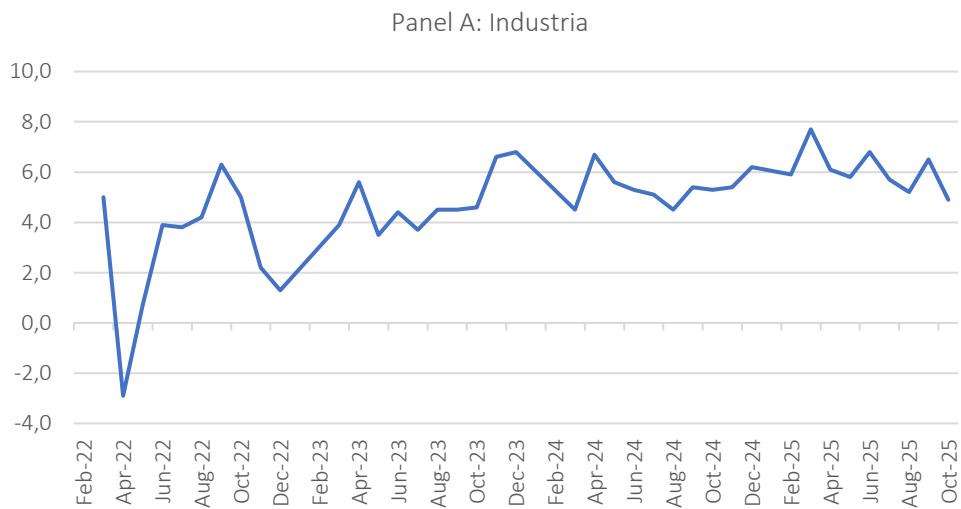
La economía China mantuvo su dinamismo en el tercer trimestre de 2025 al registrar un crecimiento trimestral de 1,1%, acumulando siete trimestres consecutivos con alzas sobre 1,0%. En términos interanuales, el crecimiento de 4,8% fue menor al de la primera parte de este año, y agrega presión para el cumplimiento de la meta de crecimiento anual de 5,0% presentada por el gobierno en marzo.

La tasa desempleo alcanzó 5,1% en octubre, y con esto completa dos meses seguidos de disminuciones. Los datos de octubre muestran que la economía se está desacelerando. De esta forma, las alzas interanuales en la producción industrial (4,9%) y en el comercio minorista (2,9%) son los menores aumentos en los últimos trece meses (Figura 10). Adicionalmente, mientras que las cifras de octubre del PMI total indican un mantenimiento de la actividad productiva respecto del mes anterior, las cifras correspondientes al mes de noviembre muestran una contracción impulsada tanto por el sector industrial como por el no industrial.

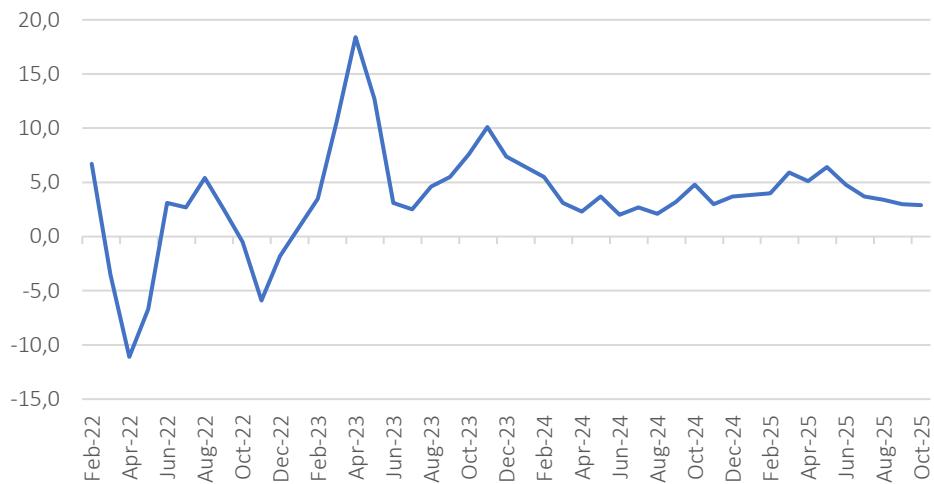
El cumplimiento de la meta de crecimiento para este año depende de manera especial de lo que ocurra con las relaciones comerciales internacionales, especialmente con Estados Unidos, (con quién ya se llegó a una tregua arancelaria a inicios de noviembre), y de la efectividad de las medidas de estímulo implementadas por el gobierno en los meses anteriores.

En relación con el comercio internacional, en octubre las exportaciones registraron una baja de 1,1% a/a, mientras que las importaciones, un alza de 1% a/a. Para noviembre, mientras que las importaciones crecieron 1,9% a/a, las exportaciones repuntaron registrando un aumento de 5,9% a/a (Figura 11).

Figura 10: Evolución sectorial de China (var. %, a/a)

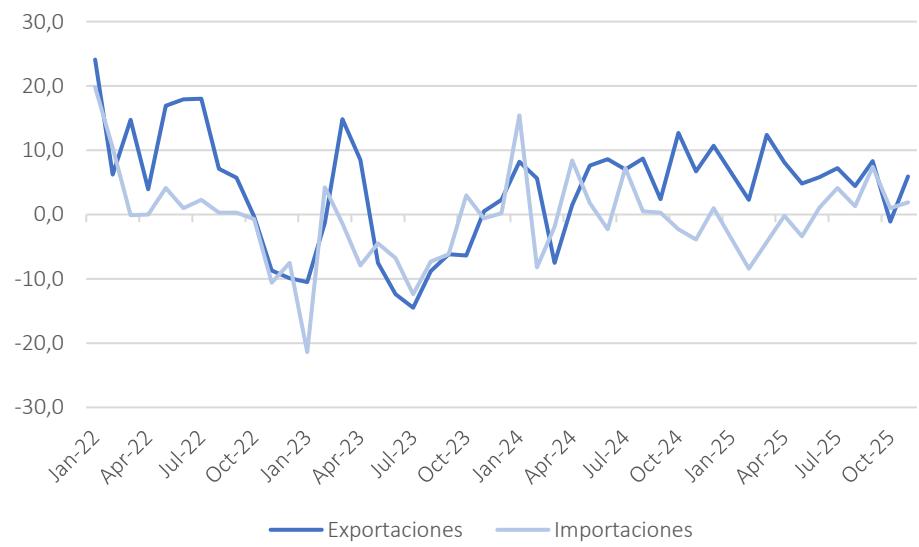


Panel B: Ventas minoristas



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

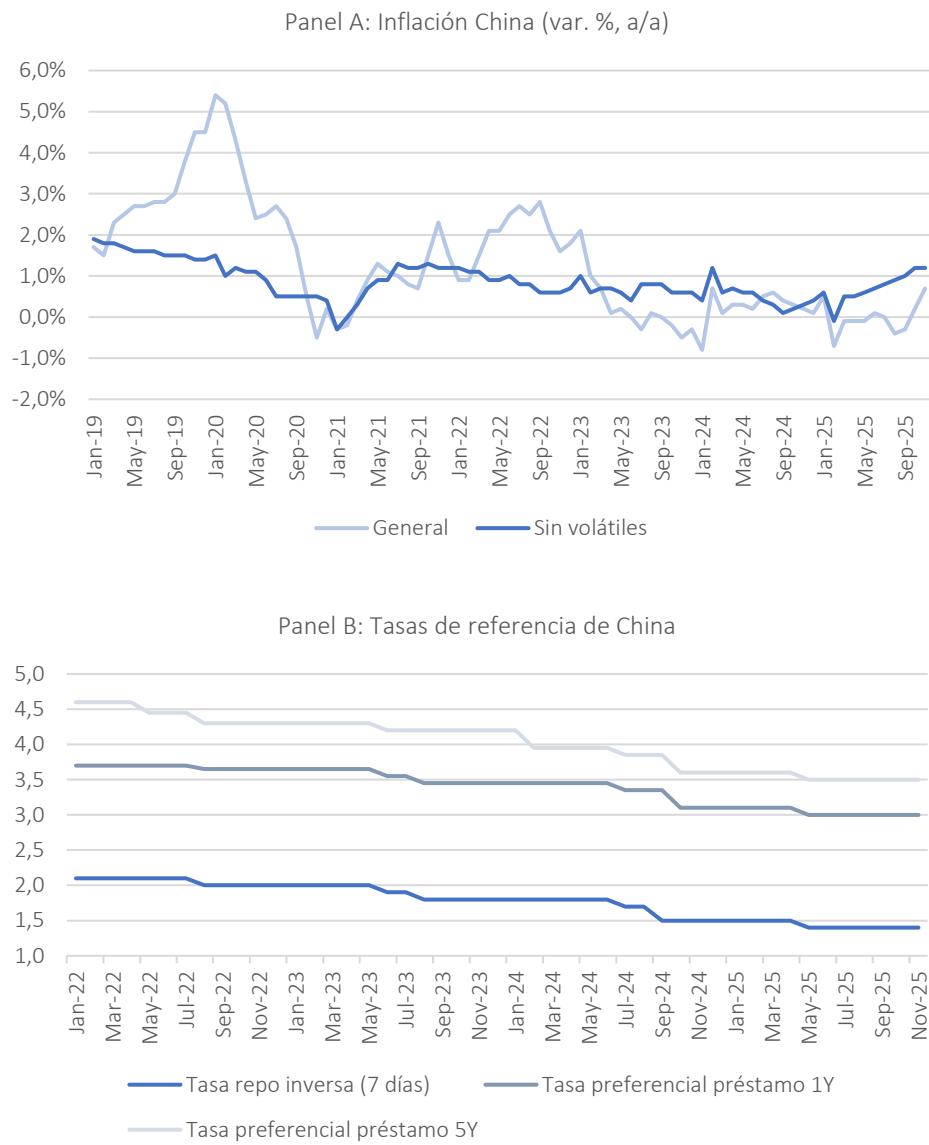
Figura 11: Comercio internacional de China (var. %, a/a)



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

La inflación total ha aumentado notoriamente, y luego de meses de presentar cifras negativas, en octubre los precios aumentaron 0,2% a/a, mientras que, en noviembre, se incrementaron en 0,7% a/a. Por otro lado, la inflación subyacente sigue con la tendencia alcista registrada desde marzo, y en noviembre alcanzó 1,2% a/a. Pese a esto, las tasas de interés de referencia se han mantenido en los niveles fijados con el primer recorte de mayo y el gobierno no ha anunciado nuevas medidas de estímulo (Figura 12).

Figura 12: Inflación y política monetaria China.



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

Expectativas, variables financieras y materias primas

Los efectos de la guerra comercial han sido menores de lo previsto y este año el mundo crecerá a un ritmo similar al de 2024. Las proyecciones de crecimiento mundial para este año y el próximo se han corregido al alza respecto de lo esperado tres meses atrás. Los mayores ajustes al alza en el crecimiento esperado este año se dan para India (+0,7 pp.), Japón (+0,2 pp.) y la Eurozona (+0,2 pp.), los cuales se acompañan de ajustes menores para Estados Unidos y China (+0,1 pp.) (Tabla 2).

Las proyecciones de crecimiento de 2026, junto con corregirse al alza respecto de lo esperado en septiembre, siguen apuntando a un crecimiento del PIB mundial levemente inferior al de este año. Las correcciones al alza para el próximo año son generalizadas, y dentro de ellas destacan las de China (0,8 pp.) e India (0,5 pp.). El único caso dentro de las economías seleccionadas que no presenta cambios es México, donde se sigue esperando una expansión de 1,1% para 2026.

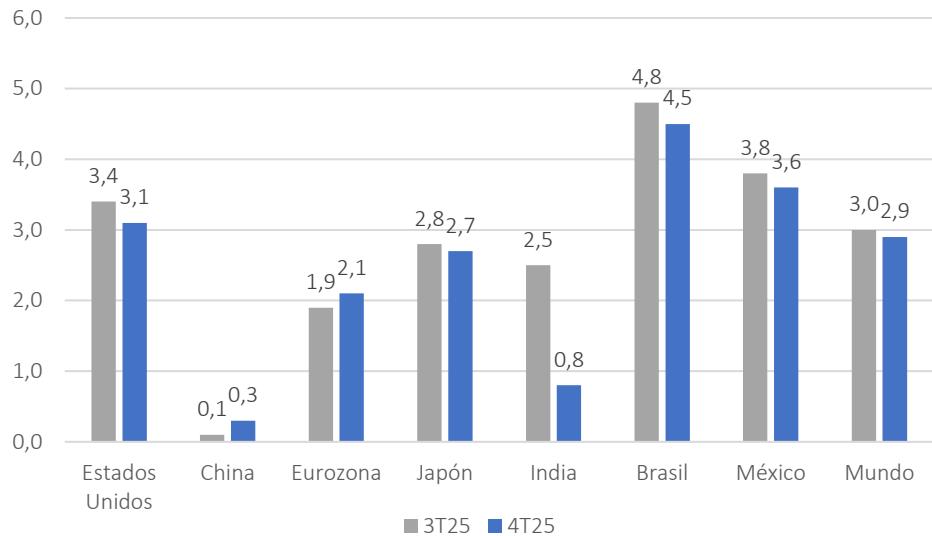
Tabla 2: Proyecciones de crecimiento en economías seleccionadas (var. % PIB real)

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

Fuente: JP Morgan.

Respecto de la inflación, las expectativas para fin de este año a nivel global se han revisado levemente a la baja. De esta forma, las disminuciones en las expectativas de inflación de India, Estados Unidos y Brasil se compensaron parcialmente por las alzas experimentadas en las proyecciones de China y la Eurozona (Figura 13).

Figura 13: Proyecciones de inflación para 4T25 en economías seleccionadas (var. %, a/a)

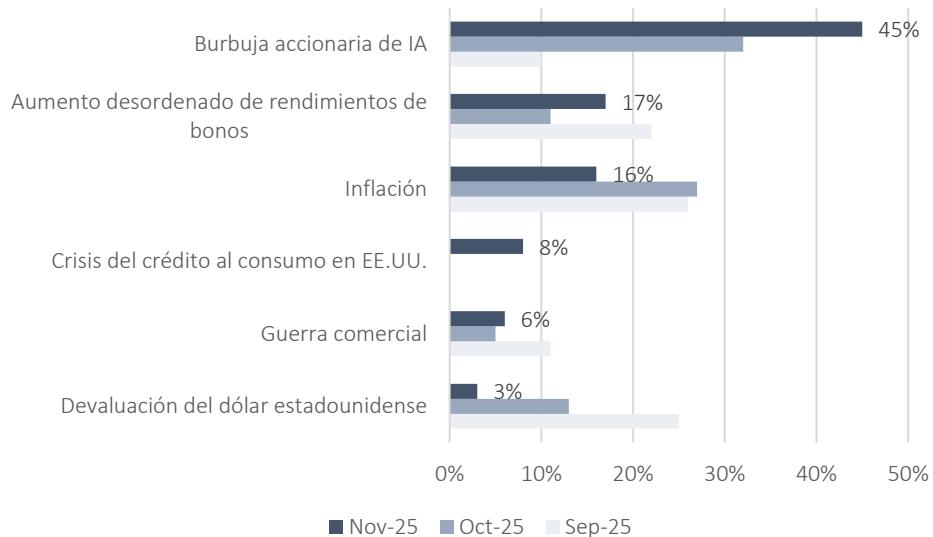


Fuente: JP Morgan.

En los últimos dos meses el mayor riesgo global identificado por los accionistas es la posibilidad de la existencia de una burbuja de Inteligencia Artificial (IA). Si bien este es un elemento que estaba dentro de las preocupaciones globales en agosto, en noviembre se le dio una relevancia sustancialmente mayor (Figura 14). A este factor, dentro de las mayores preocupaciones actuales, le siguen el aumento desordenado de los rendimientos de los bonos, la inflación (cuya importancia ha perdido fuerza) y una crisis del crédito al consumo en EE.UU.

Al final de la lista se encuentran las preocupaciones en torno a la guerra comercial y a la devaluación del dólar estadounidense. En ambos elementos, el paso de los meses recientes significó una reducción importante en la relevancia identificada por los accionistas, con especial énfasis en lo referente al precio del dólar.

Figura 14: Principales riesgos para la economía global



Fuente: Bank of America.

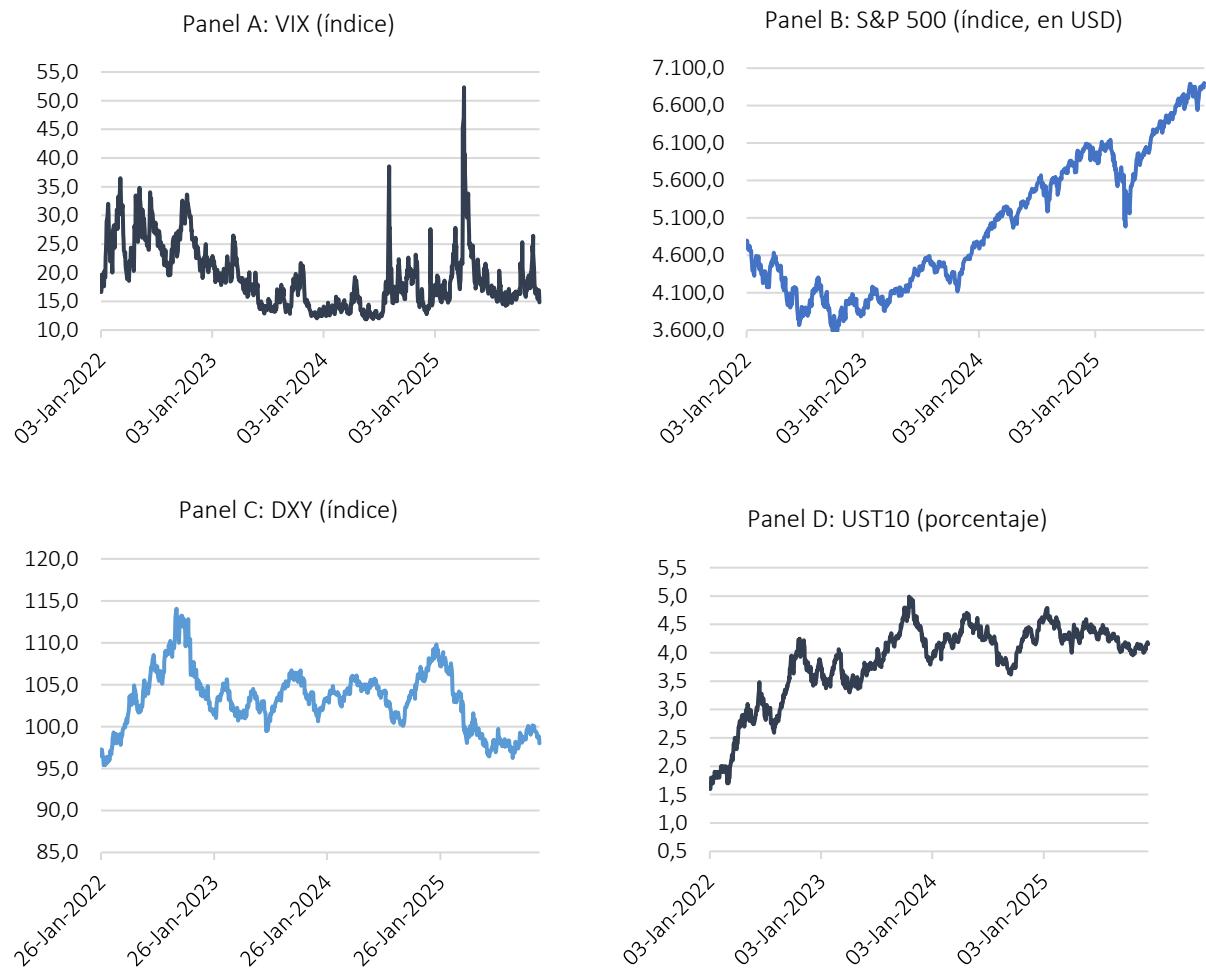
Desde un punto de vista financiero, si bien la volatilidad del mercado bursátil, medida por el índice VIX, aumentó en octubre (+14,7% m/m) y noviembre (+10,0% m/m), en diciembre ha descendido, y el valor promedio en lo que va de este mes es solo 2,4% más del nivel que presentó en septiembre. (Figura 15). Pese a esta mayor volatilidad, el desempeño de la bolsa en EE.UU. ha sido positivo. El índice S&P 500 registró alzas mensuales en octubre y noviembre de 2,3% y 2,4%, respectivamente. Las alzas sostenidas en la bolsa han sido impulsadas por la valorización de las empresas relacionadas con la inteligencia artificial y otras las empresas tecnológicas, aunque, como se mencionó, la preocupación sobre una posible sobrevalorización de este tipo de acciones causó una caída importante de la bolsa cerca de la mitad de noviembre.

A nivel global, en los últimos tres meses el dólar se ha fortalecido, tras mantenerse relativamente estable desde agosto, y su valor promedio mensual de noviembre es 2,3% mayor de lo que era en septiembre. Por su parte, la tasa promedio mensual del bono del Tesoro de Estados Unidos a diez años plazo disminuyó levemente, desde 4,11% en septiembre a 4,05% en octubre, pero el repunte experimentado en noviembre y diciembre la llevó, al cierre de este informe, a 4,13%, dejándola prácticamente sin cambios.

La evolución reciente de los precios de las principales materias primas ha sido dispar. En el caso del petróleo, el precio ha disminuido en los últimos tres meses. Esto ha sido resultado de una serie de factores, entre los que destacan los aumentos en la producción no solo de los países de la OPEP+, sino que también de Estados Unidos y Brasil, además de previsiones de demanda más moderada (Agencia Internacional de Energía).

Pese a que las sanciones de Estados Unidos a Rosneft y Lukoil, dos de las principales petroleras rusas, provocaron un repunte importante en los precios de este combustible a fines de octubre, toda la dinámica descrita se tradujo en que el precio promedio mensual del petróleo WTI pasó de ser US\$ 63,6 por barril en septiembre a US\$ 59,4 por barril en noviembre y al cierre de este informe se ubica en US\$ 57,9 por barril (Figura 16).

Figura 15: Variables financieras

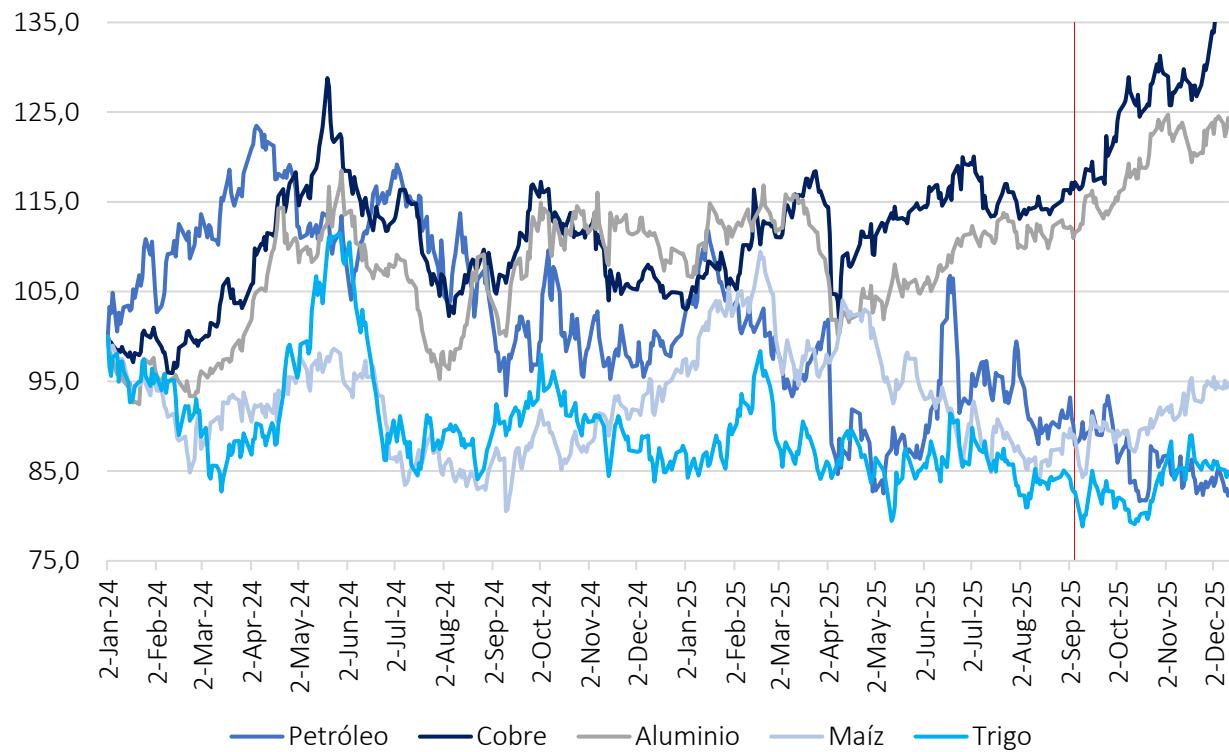


Fuente: Investing.

En el caso del cobre, el precio aumentó con fuerza y alcanzó registros históricos en los últimos tres meses. El incremento de este metal fue explicado en buena parte por temas de oferta, donde destacaron las interrupciones en la producción de la mina Grasberg, en Indonesia, y en la mina Kakula, en el Congo, junto a las proyecciones de menores niveles de producción de Quebrada Blanca, en Chile. Esto significó pasar de un valor promedio mensual de US\$4,51 por libra en septiembre a US\$4,90 por libra en noviembre. Al cierre de este informe, la libra de cobre se ubica en US\$ 5,3.

Los precios de otras materias primas, como el aluminio, el maíz y el trigo, han seguido tendencias alcistas. Mientras que para el aluminio el precio promedio mensual de noviembre es 7,3% superior al registrado en septiembre, para el maíz y el trigo los incrementos en este período de tiempo equivalen a 4,9% y 4,6%, respectivamente.

Figura 16: Precios materias primas (02/01/2025=100)



Nota: Línea roja indica fecha del informe macroeconómico anterior.

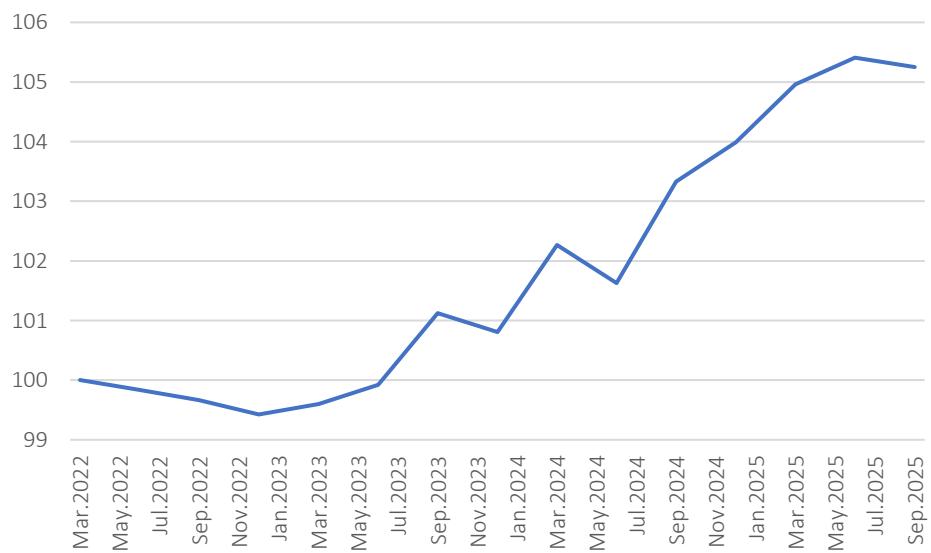
Fuente: Investing y Cochilco.

Economía Chilena

Actividad económica y empleo

En el tercer trimestre de este año la economía chilena creció 1,6% a/a, levemente por debajo de lo que mostraban los IMACEC publicados a esa fecha (1,8%) y se contrajo 0,1% respecto del trimestre anterior (Figura 17). A nivel interno, el consumo privado siguió creciendo en torno a 3% interanual, a la vez que el consumo de gobierno se desaceleró (Tabla 3). La inversión fija registró la mayor alza desde 2T22 al subir 10,0% a/a, donde el aumento de 22,4% a/a en la inversión en maquinaria y equipos explicó el 88% del incremento de la inversión total. Las exportaciones siguieron desacelerándose y anotaron una variación interanual nula, mientras que las importaciones mostraron un aumento de 12,8% a/a. Con todo, el alza de 5,8% a/a de la demanda interna y, consecuentemente, su aporte positivo al crecimiento económico fue parcialmente compensado por la baja en las exportaciones netas.

Figura 17: PIB de Chile, volumen a precios del año anterior encadenado (1T22=100, desestacionalizado)



Fuente: Banco Central de Chile.

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

	4T24	1T25	2T25	2T25	3T25
Demanda Interna	-0,2	4,3	1,9	6,2	5,8
Consumo de hogares e IPSFL	1,0	2,0	1,9	3,1	2,9
Consumo Gobierno	6,7	-1,8	4,0	3,4	1,8
Formación bruta de capital fijo	-0,8	3,3	1,6	5,8	10,0
Exportaciones de bienes y servicios	7,3	9,2	10,1	5,0	0,0
Importaciones de bienes y servicios	1,2	10,2	9,5	14,8	12,8
Producto Interno Bruto	2,0	4,0	2,6	3,3	1,6

Fuente: Banco Central de Chile.

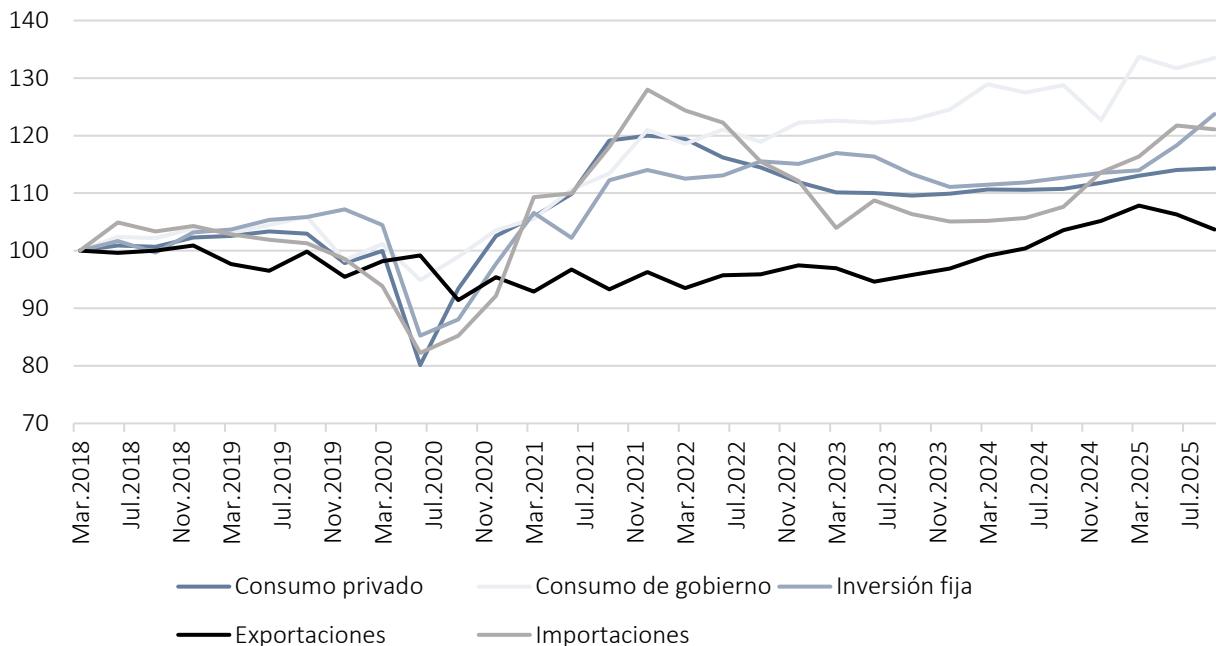
Al considerar los niveles desestacionalizados de los componentes de la demanda, vemos que continuó el ritmo de crecimiento t/t de la inversión fija, a la vez que se desaceleró el del consumo privado. Mientras que el consumo de gobierno repuntó hasta un nivel similar al de inicios de año, las importaciones cayeron. Las exportaciones, por su parte, continuaron con su caída, y su nivel actual es 4,1% inferior de lo que era en el primer trimestre de 2025 (Figura 18).

En términos de sectores económicos, los principales aportes positivos al crecimiento económico del tercer trimestre provinieron del comercio, de los servicios personales y de los servicios empresariales (Figura 19). Mientras que en comercio destacó el dinamismo de las ventas mayoristas (con las ventas de maquinaria y equipo y materias primas), en los servicios personales la salud fue la principal contribución al alza, mientras que en los servicios empresariales resaltaron las actividades tanto profesionales como administrativas.

De manera opuesta a lo anterior, el sector con el mayor aporte a la baja fue minería, el cual se vio afectado por una menor producción de cobre, como consecuencia de menores leyes del mineral y de las paralizaciones de faenas registradas durante el trimestre, en un escenario marcado por el derrumbe de la mina El Teniente el 31 de julio. En menor medida, contribuyeron negativamente al crecimiento económico los sectores EGA y gestión de desechos junto con agropecuario-silvícola.

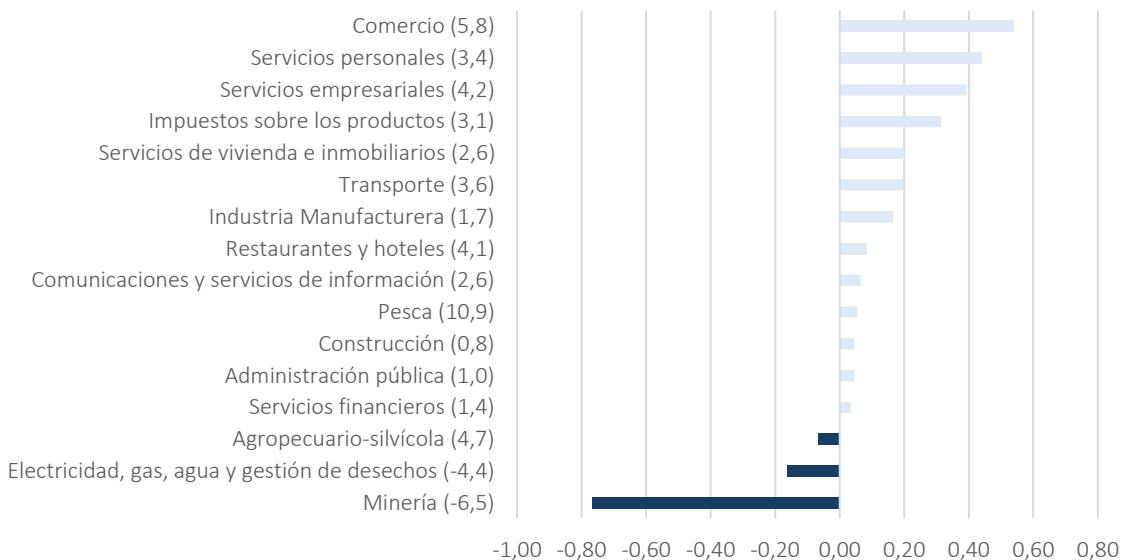
El crecimiento interanual del tercer trimestre fue seguido de un aumento más acorde al potencial, de 2,2% a/a en la actividad económica de octubre, el cual fue impulsado principalmente por el crecimiento de los servicios (principalmente servicios personales, en particular de salud) y del comercio (tanto ventas mayoristas como minoristas).

Figura 18: Componentes del PIB (índice 2018-I=100, seres s.a.)



Fuente: Banco Central de Chile.

Figura 19: Incidencia a/a por sector económico 3T25 (var. % a/a entre paréntesis)



Fuente: Banco Central de Chile.

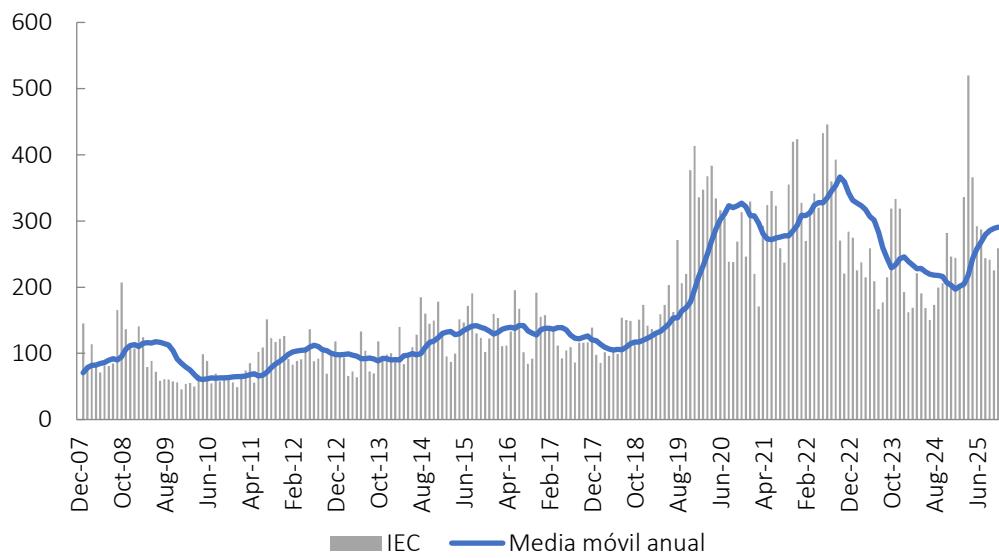
En promedio, la economía prácticamente no ha crecido en los últimos tres meses. En términos mensuales, las alzas registradas en septiembre y octubre en el IMACEC se compensaron casi

completamente con la baja que ocurrió en agosto, dando como resultado un aumento mensual promedio de 0,1% entre estos tres meses. Lo mismo aplica para IMACEC no minero, cuya variación mensual promedio entre agosto y octubre fue de 0,0%.

Con lo anterior, el crecimiento interanual acumulado entre enero y octubre del IMACEC total es de 2,5%, además, con la información disponible, proyectamos que en noviembre nuevamente se registrará un crecimiento interanual más cercano al potencial, entre 2,0% y 2,5%. Estas cifras apuntan a un crecimiento económico para el año 2025 en torno al 2,4%.

La incertidumbre económica de Clapes UC ha presentado movimientos mensuales contrapuestos en los últimos tres meses (Figura 20). Mientras que en septiembre y octubre el índice de incertidumbre económica registró bajas mensuales, las elecciones presidenciales de Chile y las discusiones en torno al proyecto de ley de presupuestos 2026 generaron un repunte en el registro de noviembre. Pese a que, en noviembre, la incertidumbre es 8% menor que en igual mes de 2024, esta continúa marcadamente sobre los niveles prepandemia.

Figura 20: Índice de incertidumbre económica



Fuente: Clapes UC.

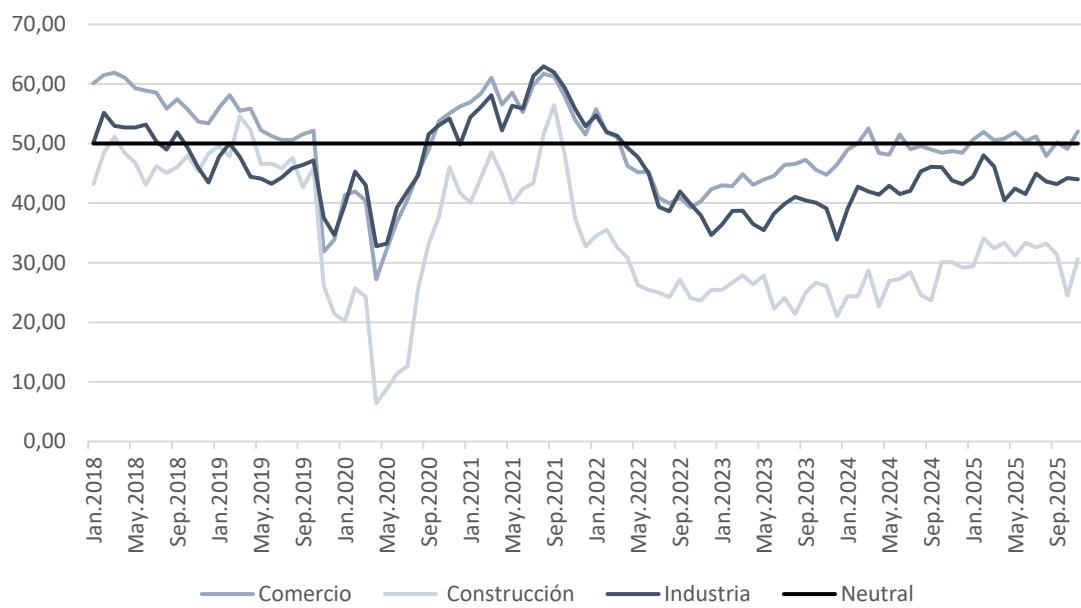
La confianza de los consumidores y de las empresas, en general, ha mejorado, pero sigue en terreno pesimista. Para las compañías ligadas al comercio, la confianza se ha ubicado levemente sobre el nivel neutral en dos de los últimos tres meses, donde las mejoras mensuales en las expectativas referidas a las inversiones y a la situación económica global del país fueron las más destacadas en noviembre (Figura 21).

Por otra parte, mientras que en el caso de las empresas ligadas a la industria el nivel de confianza se ha mantenido prácticamente inalterado desde agosto, para aquellas ligadas a la construcción el

nivel de confianza cayó con fuerza en octubre, como consecuencia de los deterioros experimentados en las expectativas de empleo y costos de producción, junto a la situación actual de la demanda. Pese a que el dato de noviembre refleja una recuperación en esta área hacia los niveles registrados desde febrero, este sector sigue siendo el más rezagado de todos.

Desde el punto de vista del consumidor, se ha producido una importante mejora en las expectativas económicas a un año plazo. En el agregado, luego de una mejora marginal en los meses de agosto y septiembre (44 puntos en vez de los 42 puntos registrados en junio y julio) la confianza volvió a caer en octubre, motivada por los deterioros en la confianza relacionada a las inversiones y a la situación económica actual, los cuales fueron parcialmente compensados por la mejora en la confianza ligada a las expectativas económicas. El nivel de confianza de octubre enfocado en el trabajo, por su parte, se mantuvo prácticamente en el mismo nivel que tenía en septiembre.

Figura 21: Índice Mensual de Confianza Empresarial

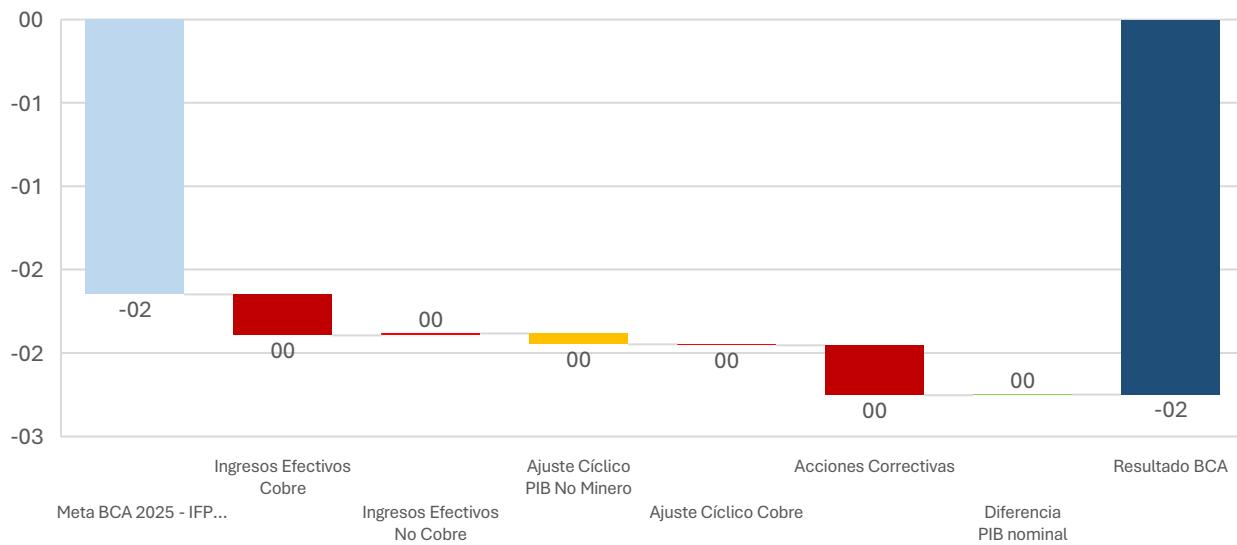


Fuente: Banco Central de Chile.

En lo relativo a la política fiscal, en el Informe de Finanzas Públicas del tercer trimestre de este año se proyecta un déficit estructural para 2025 equivalente a 2,2% del PIB (con déficit efectivo de 2,0% del PIB), esto es, 0,6 puntos del PIB más que la meta de balance estructural recientemente modificada. Casi la totalidad de estos 0,6 puntos del PIB de diferencia se debe, a la materialización de las acciones correctivas contempladas a inicios de año, dado que los trámites legislativos correspondientes aún no están terminados. Por otra parte, influyó la menor recaudación ligada a la minería del cobre, donde el accidente en la mina El Teniente tuvo una incidencia alta (Figura 22). Cabe destacar que las cifras de ejecución fiscal conocidas después del informe trimestral elevan los riesgos de un incumplimiento aún mayor de la meta de balance estructural este año,

completándose así tres años consecutivos en que el déficit estructural supera el objetivo autoimpuesto por el Ejecutivo. Estos incumplimientos deben evitarse en el futuro por sus efectos negativos sobre la credibilidad de la regla fiscal y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Figura 22: Meta fiscal y Resultado Balance Cínicamente Ajustado 2025 (% del PIB)



Fuente: IFP 3T25.

Desde el punto de vista de los pasivos, el nivel de deuda bruta del Gobierno Central para este año se espera que sea de 42,4% del PIB, mayor en 0,2 puntos del PIB que lo proyectado hace tres meses, como consecuencia de la expectativa de depreciación del euro y de la composición de la canasta de bonos. De esta forma, el nivel de deuda se aproxima al nivel prudente de 45% del PIB, dejando espacios muy acotados de incremento a la próxima administración.

Hacia adelante, aun cuando la DIPRES proyecta una disminución del déficit estructural de 2026 hasta 1,1% del PIB y un nivel de deuda bruta menor al prudente (45% del PIB), el CFA ya advirtió que la estimación de ingresos fiscales del próximo año contiene elementos, como la recaudación asociada a la Ley de Cumplimiento Tributario, que posiblemente estén sobreestimados. Además de esto, aún falta ver el resultado de la negociación salarial del sector público y la definición de la senda de la política fiscal del gobierno del ganador de las elecciones presidenciales del 14 de diciembre.

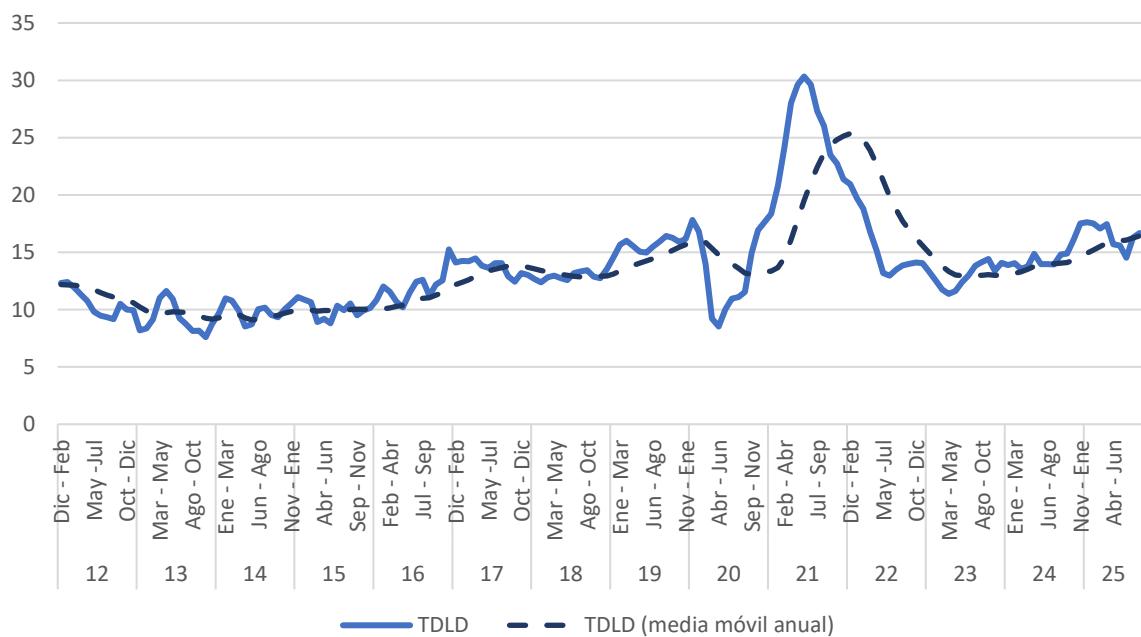
Con todo, los datos apuntan a que en tres de los últimos cuatro años se incumplieron las metas de balance estructural, aún con modificaciones al valor de estas mismas de por medio. Esto daña la credibilidad de la regla fiscal, por lo que el gobierno entrante del próximo año deberá tomar acciones concretas que permitan subsanar los efectos de los incumplimientos recientes. Un ejemplo concreto de esto podría ser seguir la recomendación del CFA para acotar el alcance de las “otras causales extraordinarias” requeridas para cambiar la meta fiscal inicial, con el fin de evitar situaciones como la de este año en donde, según argumentó el Consejo Fiscal, los hechos

argumentados por el ejecutivo no constituyan necesariamente un motivo extraordinario suficiente para modificar las metas fiscales.

Finalmente, en relación con el empleo, pese a cierta mejora respecto del primer semestre, el mercado laboral continúa mostrando signos de debilidad. En el trimestre móvil agosto-octubre de 2021, la tasa de desocupación se ubicó en 8,4%, disminuyendo 0,2 pp. en doce meses. No obstante, este nivel sigue siendo elevado en perspectiva histórica: el desempleo completa 33 trimestres móviles consecutivos sobre el 8%. Como referencia, entre 2010 y 2019 la tasa promedió 6,9%, mientras que para el período 2010-2021 (incluyendo la pandemia) alcanzó 7,4%.

A ello se suma el incremento del desempleo de larga duración, que alcanzó 16,7%, mientras que su media móvil anual aumentó a 16,4%, el nivel más alto desde fines de 2022 (Figura 23). Asimismo, se observa un aumento del subempleo, lo que refleja una mayor proporción de trabajadores ocupados en jornadas insuficientes o en empleos de menor calidad, reforzando la señal de debilidad del mercado laboral.

Figura 23: Tasa de desempleo de larga duración (%)



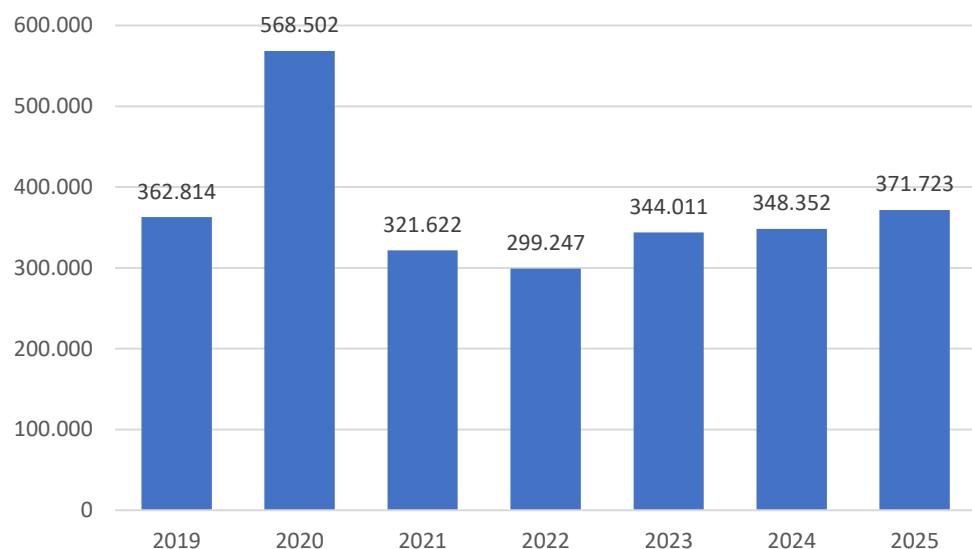
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la ENE del INE.

En materia de creación de empleo, las cifras recientes son mejores que las observadas en la primera mitad del año, pero continúan siendo bajas en comparación histórica. En el trimestre móvil señalado se crearon 137 mil empleos en doce meses (sin ajuste estacional), la cifra más alta de 2025. En

promedio, durante 2025 se han generado 74 mil empleos interanuales, muy por debajo de los 264 mil observados en 2024.

A su vez, persiste la debilidad del empleo formal. A septiembre de 2025, los despidos por necesidades de la empresa sumaron 348.352, su mayor nivel desde 2019 excluyendo la pandemia (Figura 24). Paralelamente, a julio de 2025 había cerca de 276 mil cotizantes menos en el seguro de cesantía en comparación con diciembre de 2022, lo que confirma que la creación de empleo formal continúa en niveles acotados.

Figura 24: Despidos por necesidades de la empresa acumulados a septiembre de cada año



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Dirección del Trabajo.

La estabilidad reciente en la tasa de desempleo responde principalmente a un leve repunte en la generación de puestos de trabajo, apenas suficiente para superar el crecimiento de la fuerza laboral. El repunte observado en los meses recientes parece explicarse más por factores estacionales propios del segundo semestre que por señales de una recuperación sostenida, especialmente en el empleo formal.

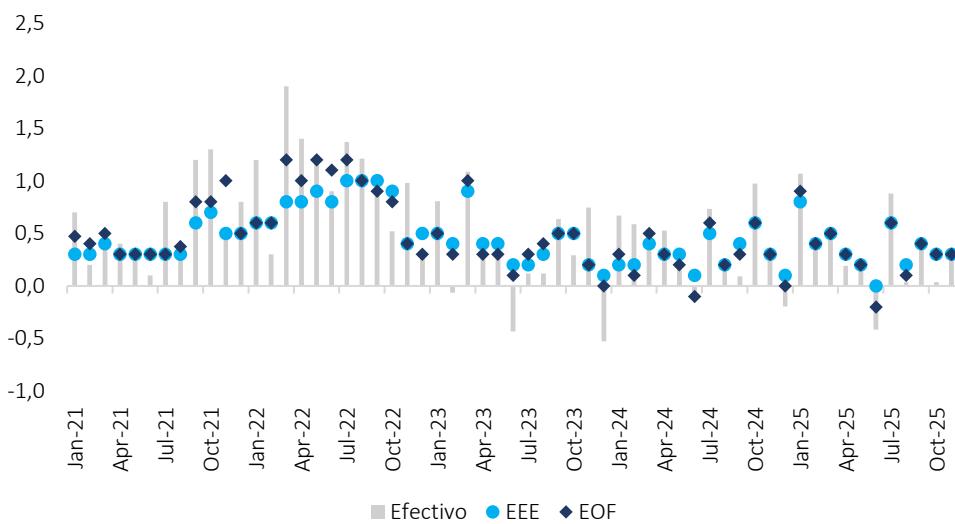
En paralelo, la actividad económica crece en torno a su nivel potencial, crecimiento que parece no ser suficiente para revertir debilidades estructurales, como el aumento de los costos laborales, rigideces regulatorias, baja productividad laboral e incertidumbre.

En conjunto, los datos indican que, más allá de mejoras puntuales, el mercado laboral se mantiene débil, sin señales claras de una recuperación significativa de su dinamismo. En este contexto, es probable que la tasa de desempleo se mantenga por sobre el 8% durante los próximos trimestres.

Inflación, tipo de cambio y política monetaria

Las presiones inflacionarias se han reducido más rápido de lo previsto. Mientras que los avances registrados en septiembre y noviembre para la inflación general estuvieron en línea con las expectativas, en octubre la variación mensual nula fue menor al aumento de 0,3% proyectado por las encuestas (Figura 25). Respecto a la inflación mensual sin volátiles, en cada uno de estos tres meses las cifras efectivas fueron menores a las esperadas por la Encuesta de Expectativas Económicas.

Figura 25: Inflación mensual efectiva y esperada

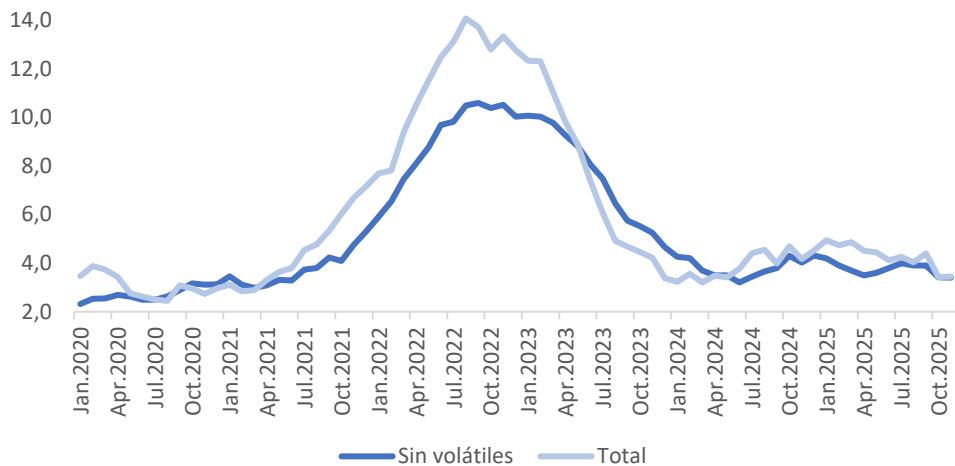


Fuente: Banco Central de Chile.

Más específicamente, mientras que el avance mensual de 0,4% del IPC general de septiembre fue explicado mayoritariamente por el alza en la división de Alimentos y bebidas no alcohólicas (0,8% m/m), en la variación mensual nula de octubre destacaron los aumentos de los alimentos (0,5% m/m) y las bajas en las divisiones de Vestuario y calzado (-3,1% m/m) y de Información y comunicación (-1,1% m/m). Para el aumento mensual de 0,3% en noviembre, las divisiones con las alzas más destacadas fueron Transporte (0,7% m/m), Vestuario y calzado (2,6% m/m) y Salud (0,7% m/m).

Toda la dinámica anterior resultó en una inflación total interanual de 3,4% en octubre y noviembre, luego de registrar cifras mayores o iguales a 4,0% en todos los meses anteriores de este año. Junto a ello, la inflación interanual sin volátiles también se ubicó en 3,4% en noviembre, continuando la tendencia a la baja que se observa desde la segunda parte de este año (Figura 26).

Figura 26: Inflación general y sin volátiles (var. %, a/a)



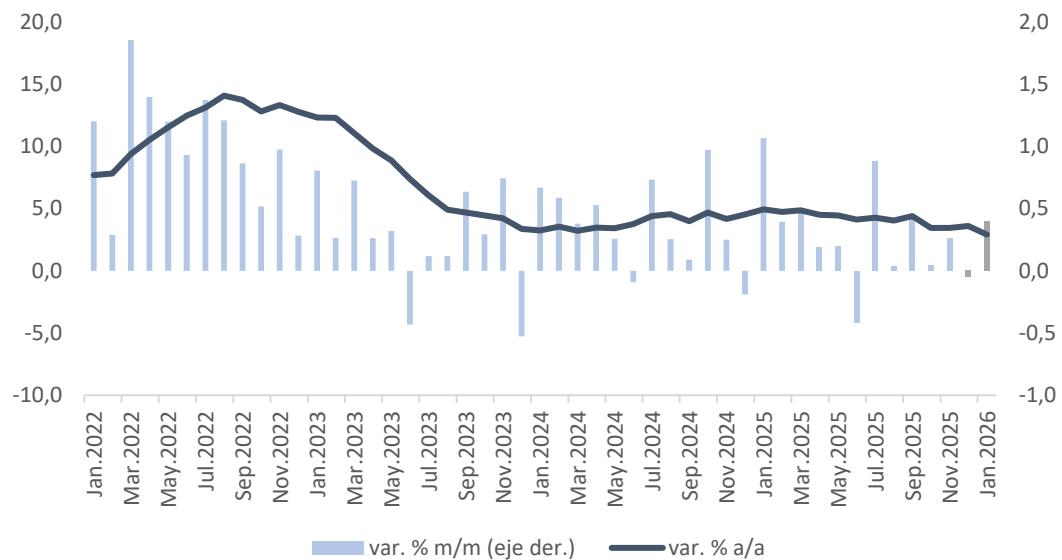
Fuente: Banco Central de Chile.

De cumplirse las expectativas de inflación indicadas en las últimas versiones de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) y de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), para los próximos dos meses (-0,1%/0,0% en diciembre y 0,4% para enero), la inflación interanual se ubicaría en torno a 3,6% a fines de este año, mientras que alcanzaría la cifra de 2,9% en enero del próximo año (Figura 27). Esto significa que se espera terminar este año con un nivel de inflación, si bien mayor a la meta del Banco Central, menor que lo proyectado en el IPOM de septiembre (4,0%). Adicionalmente, este ejercicio permite vislumbrar que la meta de 3,0% para la inflación general se alcanzaría durante los primeros meses de 2026.

El peso se ha apreciado y ha revertido toda la depreciación experimentada en julio. Luego de la marcada depreciación en julio y de la mantención de niveles elevados en agosto, en septiembre la cotización de la divisa norteamericana no mostró cambios muy fuertes, cerrando el mes en torno a los \$965. Los elevados niveles de tipo de cambio, pese al aumento en el precio del cobre, se asocian con factores como el riesgo político presente y el diferencial de tasas de interés con otros países de la región, como Colombia, Brasil y México, que bajaron la tasa de referencia de manera más lenta a lo realizado por Chile.

Luego de lo anterior, a mitad de octubre se inició un proceso de apreciación del peso que ha perdurado hasta el cierre de este informe y que ha llevado a que el tipo de cambio se ubique en torno a los \$925, lo que se traduce en una vuelta a los valores registrados a inicios del segundo semestre.

Figura 27: Inflación efectiva y proyecciones



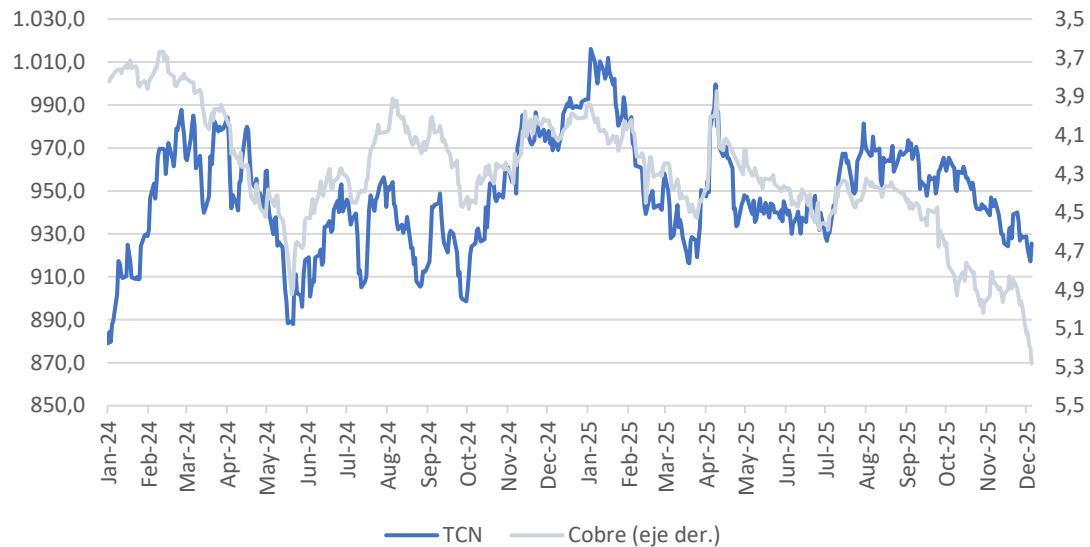
Nota: Barras de color azul representan a las cifras efectivas, mientras que aquellas de color gris representan a la mediana de las expectativas contenidas en la EEE y en la EOF.

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central de Chile.

Parte de los factores que han impulsado la apreciación reciente del peso chileno corresponden al sostenido aumento del precio del cobre, además de las proyecciones que apuntan a un próximo gobierno de oposición (cuyas propuestas son aceptadas de mejor forma por el mercado) y a las expectativas de recortes en la tasa de referencia por parte de la FED (Figura 28).

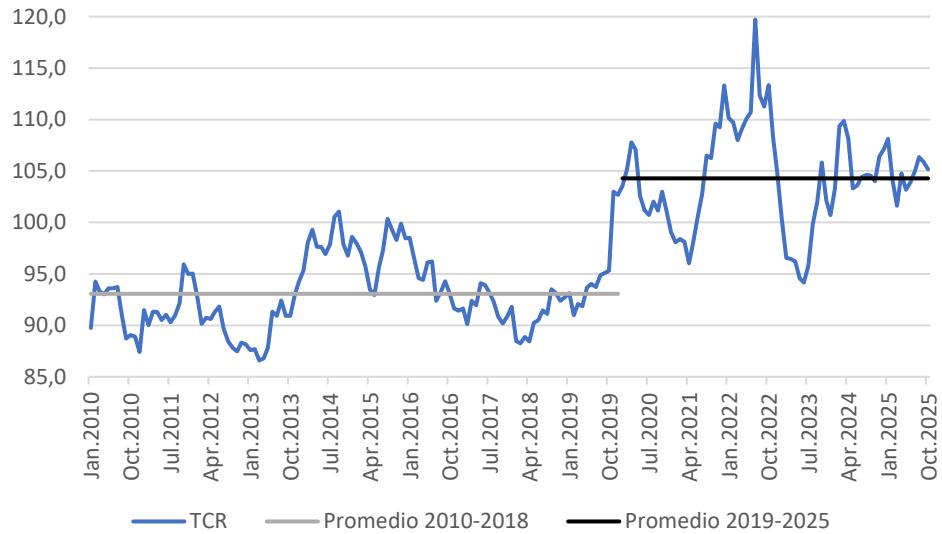
Con estos movimientos, el tipo de cambio real de septiembre y octubre se ubicó levemente por arriba del promedio post 2019, luego de la gran desviación observada a inicios de este año y estimamos que en diciembre se ubicará levemente bajo este promedio (Figura 29). **Error! No se encuentra el origen de la referencia.**).

Figura 28: Tipo de cambio y precio del cobre



Fuente: Investing y Cochilco.

Figura 29: Tipo de cambio real (1986=100)

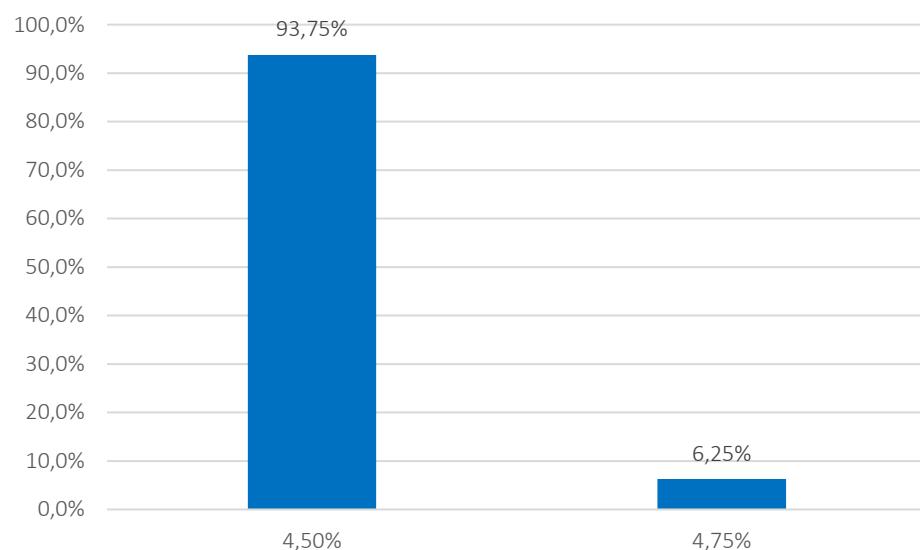


Fuente: Banco Central de Chile.

El Banco Central acordó mantener la TPM en sus reuniones de septiembre y octubre, sin embargo, los datos recientes apuntan a un recorte en la tasa de referencia para la reunión de diciembre. La tasa de política monetaria, luego de haber disminuido 25 puntos base a finales de julio, se mantuvo sin cambios durante los meses siguientes, ubicándose actualmente en 4,75%.

Dado que el nivel de la TPM sigue ubicándose en niveles levemente contractivos, además de la apreciación reciente del tipo de cambio, de la disminución sostenida de los precios del petróleo y de las proyecciones que apuntan a que la inflación convergerá a la meta durante los primeros meses de 2026, el escenario más probable es que se produzca un recorte de 25 pb en la tasa durante la reunión de este mes, para cerrar el año con la TPM en 4,5%, esto es, en la parte alta del rango neutral (Figura 30).

Figura 30: Expectativas TPM: diciembre 2025 (% de observaciones)



Fuente: Encuesta de Operadores Financieros.

Proyecciones 2025-2026

Tras analizar la evolución reciente del escenario internacional y de la economía chilena, proyectamos que este año la economía crecerá 2,4. Desde el punto de vista de la inflación y de la política monetaria, los ajustes respecto de septiembre incorporan una revisión a la baja de la inflación, la que proyectamos que cerrará este año en 3,7%, mientras que seguimos esperando que la TPM cierre 2025 en 4,5% (Tabla 4).

Para 2026 revisamos levemente al alza (en 0,25%) el rango de crecimiento a 2,0%-3,0%, con sesgo al alza. Dicha proyección se enmarca en un escenario en el cual, en comparación a lo previsto en septiembre, se espera una mayor demanda interna, motivada por un mayor crecimiento de la inversión fija, además de un mayor impulso externo.

La proyección para el próximo año considera también que la inflación alcanza la meta del Banco Central durante los primeros meses y que la TPM se ubica en la parte media-alta de su rango neutral (4,0%/4,5%).

Tabla 4: Proyecciones 2025-2026

Variación %	2023	2024	2025	2026
PIB	0,5	2,6	2,4	2,0/3,0
Demanda interna	-3,7	1,3	4,3	3,2
Inversión fija	-0,1	-1,4	4,6	4,5
Consumo privado	-4,9	1,0	2,6	2,5
Exportaciones	0,1	6,6	4,2	3,0
Importaciones	-10,9	2,5	10,1	3,0
PIB mundial	3,1	3,2	3,2	2,9
Precio del cobre (cent. de dólar por libra)	385	414	445	450
Precio del petróleo WTI (dólares/barril)	78	76	65	60
Inflación Dic (%)	3,9	4,5	3,7	3,0
Inflación Promedio (%)	7,7	3,9	4,2	3,0
TPM Dic (%)	8,25	5,0	4,5	4,0/4,5

Fuente: Clapes UC.



clapesuc



@clapesuc



@clapes_uc



Clapes UC



ClapesUC



www.clapesuc.cl