



INFORME GEMINES N°544

Enero 2026

COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

Marcela Ruiz-Tagle O.

ÍNDICE

ÍNDICE.....	2
DESTACAMOS	3
1.- PANORAMA GENERAL: FAVORABLES CONDICIONES PARA UN CAMBIO DE RUMBO	5
2.- TEMA ESPECIAL: DISEÑADO PARA LA DEBILIDAD. EL PROBLEMA DE LIDERAZGO DE LA COMISIÓN EUROPEA	9
3.- COYUNTURA NACIONAL.....	13
3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: AJUSTE DE EQUILIBRIO	13
3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: MEJORES PERSPECTIVAS.....	14
3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES:SE CONFIRMA LA DEBILIDAD DEL MERCADO LABORAL.	16
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA:SE CONSOLIDA LA BAJA EN LA INFLACIÓN	17

INFORME GEMINES

Nº544

DESTACAMOS

Panorama General

- La llamada "luna de miel" será corta. Es central que el gobierno entrante, junto con anunciar una agenda corta realizable, cuente con una muy buena política comunicacional, que transmita a la población una sensación de avance en temas particularmente sensibles, (Pág. Nº5).
- La degradación de la política, la fragmentación parlamentaria y la falta de líderes que sean contraparte en las negociaciones legislativas con el ejecutivo, hacen particularmente desafiante el avance en la agenda de gobierno, (Pág. Nº6).
- Entre los factores positivos que ayudarán al nuevo gobierno cabe destacar el extraordinario nivel de nuestros términos de intercambio y su contribución a aliviar las cuentas fiscales, (Pág. Nº6.)
- Contribuye también el que ya está en curso una suerte de círculo virtuoso en la economía, con mejores expectativas económicas, importante recuperación de la inversión, efecto positivo sobre el empleo, el ingreso y, en definitiva, sobre el ritmo de crecimiento económico, (Pág. Nº7).
- El avance en materia de seguridad será lento, lo mismo que en políticas sociales en salud, vivienda o educación. Aquí la estrategia comunicacional también cobra mucha importancia, de manera de destacar avances y sostener la confianza de la población en mejoras graduales pero sostenidas, (Pág. Nº8).

Tema Especial

- "Las normas fiscales de la UE exigen un déficit presupuestario inferior al 3% del PIB. En 2015, la Comisión dio a Francia dos años más para reducir su déficit por debajo de ese nivel, pero no lo hizo. Al preguntársele por qué la Comisión había ignorado las infracciones francesas, Juncker declaró a la televisión francesa que lo hacía "porque es Francia". La credibilidad de la regla fiscal europea desapareció luego de esto y del caso de Alemania que también incumplió la norma, (Pág. Nº9).
- En medio de la crisis existencial que atraviesa la Unión Europea, destaca un hecho curioso: la recientemente reelegida presidenta de la Comisión Europea es Ursula von der Leyen, una política cuyo historial como ministra de Defensa de Alemania fue ampliamente considerado desastroso, (Pág. Nº9).
- La selección de figuras poco destacables y maleables para dirigir la Comisión no es accidental; es una característica de la estructura de la UE. Los líderes nacionales en el Consejo Europeo proponen un candidato, que debe ser aprobado por el Parlamento Europeo. El proceso favorece a los políticos que provocan menos objeciones. En pocas palabras, la UE no selecciona a sus mejores líderes, sino a los menos objetables, (Pág. Nº10).

Coyuntura Nacional

- Los fundamentos de nuestra economía validan el ajuste a la baja que registra el tipo de cambio, ajuste que lo sitúa ahora más cercano a su nivel de equilibrio de largo plazo, (Pág. N°13).
- Se ha iniciado un círculo virtuoso de inversión, empleo e ingreso, que a lo largo de los próximos trimestres permitirá anotar un ritmo de crecimiento algo superior a la tendencia, (Pág. N°14).
- La desaceleración en el crecimiento del empleo y el incremento en la tasa de desocupación desestacionalizada, junto a la evolución de otros indicadores, como la tasa de participación laboral, la tasa de empleo y la participación del empleo informal, configuran un escenario de características preocupantes en el mercado laboral por el escaso dinamismo que presenta, (Pág. N°16).
- Considerando la acelerada recuperación de la demanda interna, particularmente del consumo, desde el segundo trimestre del año pasado y conducta más cauta de la Reserva Federal que anticipa solo un recorte este año (dos según el mercado), parece innecesario y peligroso reducir la TPM con tanta celeridad en un mundo, además, sujeto a un nivel elevado de incertidumbre, (Pág. N°18).

1.- PANORAMA GENERAL: FAVORABLES CONDICIONES PARA UN CAMBIO DE RUMBO.

Es habitual que las expectativas económicas mejoren cada vez que se producen cambios en la conducción política del país. Revisando las encuestas de opinión, el inicio de todos los últimos gobiernos ha estado acompañado por el optimismo de una parte mayoritaria de la población, que espera un avance sustantivo en resolver los temas que le aquejan con la llegada de una nueva administración.

Lo que también muestran los estudios de opinión es que, una vez asumido el nuevo gobierno, dicho entusiasmo y optimismo tienden a diluirse, cada vez más pronto y con mayor intensidad. La llamada "luna de miel" es cada vez más corta. ¿Será esta vez distinto? ¿Logrará el Gobierno de José Antonio Kast sostener un apoyo político significativo por más tiempo que sus predecesores?

A continuación, mencionamos elementos favorables y desfavorables que nos permiten configurar un escenario probable para lo que será el comienzo del próximo gobierno.

Las Peligrosas Expectativas

El electorado ha cambiado. Las personas tienen un bajo grado de identificación con ideologías o proyectos políticos partidarios. El cambio pendular en el apoyo a izquierdas o derechas no responde a un apoyo específico a tal o cual sector, responde más bien, en la gran mayoría de los votantes, a buscar en la otra orilla una posibilidad de solución a los temas que no fue capaz de resolver el gobierno en curso.

En línea con lo anterior, las altas expectativas de cambio, propias de la campaña presidencial, se transforman ahora en el principal desafío para el próximo gobierno. Tal cual le sucedió al gobierno saliente, que venía a cambiarlo todo, porque todo estaba mal hecho, al entrante le será muy difícil mostrar, en poco tiempo, un avance relevante en los temas que más preocupan a la población, llámese seguridad interna y crisis migratoria; crecimiento económico y empleo; y crisis en Salud (listas de espera) y Vivienda (déficit habitacional y problemas de acceso). La gente busca soluciones "en tiempo real". Las redes sociales actúan como cajas de resonancia para amplificar todo lo que se hace mal o no se cumple.

Ante la dificultad de avanzar en mejoras visibles en los temas prioritarios, es central que el próximo gobierno se ponga una agenda de corto plazo que sí pueda cumplir, y que su política comunicacional sea eficiente en mostrar lo que se está haciendo, de manera de mantener la ilusión de mejoras futuras, clave para sostener el apoyo ciudadano.

La Degradación de la Política

La fragmentación política complica la gobernabilidad. Los partidos políticos son cada vez más débiles y tienen muy poca capacidad de liderar las necesarias negociaciones en torno a la agenda legislativa. A lo largo de los últimos años esto se ha traducido, en la práctica, en una suerte de parlamentarismo de facto. Sólo para recordar, cuando los primeros gobiernos de la concertación implementaron la llamada política de los acuerdos, era gracias a la existencia de pocos partidos políticos, con liderazgos definidos, lo cual permitía avanzar con rapidez y eficacia en la búsqueda de acuerdos. Desde el gobierno había grandes negociadores, recordemos a Edgardo Boeninger, mientras en la oposición había líderes capaces de comprometer el apoyo parlamentario requerido para un determinado proyecto legislativo.

Así, el escenario político actual es mucho más desafiante. Construir acuerdos es muy complejo, toda vez que se requiere de una negociación muy atomizada, lo que significa eternizar los plazos del proceso legislativo, impidiendo avanzar en la agenda del ejecutivo. Por ello, el próximo gobierno debe priorizar una agenda de medidas que no requieran modificaciones legales. En los casos que sea indispensable, por ejemplo, en cambios en la carga tributaria, se debe realizar un proceso de negociación previo al envío del proyecto, de manera de contar con una base de apoyo mínimo que le de mayor viabilidad.

De más está decir que si se logra avanzar, de aquí a marzo, aprobando las reformas políticas tendientes a acotar el número de partidos y a evitar el “discolaje”, sería un gran aporte a la gobernabilidad del próximo período presidencial.

Con todo, la futura oposición está muy golpeada luego de la dura derrota electoral, en proceso de reflexión y en busca de un “proyecto” que le permita levantar una nueva propuesta de gobierno a futuro. La posibilidad de que el Partido Comunista y parte del Frente amplio “capturen” nuevamente al socialismo democrático, incluida la Democracia Cristiana, es muy baja, toda vez que la experiencia del último gobierno fue muy costosa.

Por último, la centro izquierda y la izquierda más dura no pueden desentenderse de los “dolores” de la población en materias de seguridad, economía, empleo o políticas sociales. Hacerlo, oponiéndose sistemáticamente a la agenda legislativa del gobierno, les puede resultar políticamente muy costoso.

Los Elementos Favorables

En lo macroeconómico, la economía chilena está ordenada. La Inflación dentro del rango objetivo, la tasa de interés de política monetaria cerca de su rango neutral, y cuentas externas muy favorables, con alto superávit comercial y bajo déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. Parte de la fortaleza de nuestras cuentas externas obedece a condiciones muy positivas en nuestros términos de intercambio, con un precio del cobre en niveles históricos.

Dichos muy favorables términos de intercambio se traducirán en mayores ingresos fiscales que, en un escenario medio, ni optimista ni pesimista, podrían significar hasta US\$ 3.000 millones adicionales, es decir, cerca de un 1 % del PIB. Aunque, por la regla fiscal, dichos ingresos adicionales no podrían gastarse, sí se pueden utilizar para reducir deuda y/o acumular recursos en los muy castigados fondos soberanos.

Con todo, en la medida que el mayor precio del cobre tenga un componente más permanente, ello derivaría en una revisión al alza en los precios de referencia del comité de expertos, lo que significaría mayores ingresos estructurales. De ser así, recortar impuestos, particularmente los corporativos, sería más factible, en la medida que significa menos esfuerzos en disminuir otras partidas de gasto.

A este favorable entorno macro es fundamental sumar un avance relevante en temas microeconómicos, particularmente en lo regulatorio. Acotar la llamada “permisología”, simplificar y restar discrecionalidad al proceso de aprobación de proyectos, es esencial para contribuir al despegue más sostenido de la inversión. Ello no sólo debe referirse a grandes proyectos, debe aplicarse a toda escala, desde la apertura de un restaurante, hasta la recepción de una obra habitacional.

El Círculo Virtuoso ya en Curso

Relacionado con lo anterior, y también con el efecto del cambio político sobre las expectativas empresariales, se ha despertado un círculo virtuoso que se inició con la inversión, que crece con fuerza ya desde el tercer trimestre de 2025, detrás de lo cual poco a poco se observará un impulso en el empleo, el ingreso y el consumo. En definitiva, están dadas las condiciones para despertar un mayor ritmo de crecimiento.

En particular, es relevante la trayectoria que mostrará la capacidad de compra de las familias, lo cual tiene un importante impacto sobre la percepción de bienestar de la población, y su apoyo al gobierno. Así, respecto a los elementos que inciden sobre la trayectoria del consumo de los hogares, entre lo negativo está el mercado laboral, que sigue débil, afectado por el alza del salario mínimo, un aumento en la cotización previsional y la reducción de jornada laboral. La tasa de desempleo se ha estacionado sobre el 8 % por un largo período de tres años, y costará mucho volver a niveles cercanos al 7,0 %, que era el promedio de tendencia pre-estallido.

La masa salarial está bastante estancada, con lenta recuperación de las remuneraciones reales y un virtual estancamiento del empleo. Sobre esto, no podemos esperar una rápida recuperación en el empleo, salvo que la aplicación de políticas que tiendan a la recuperación de la inversión en el sector inmobiliario realice un aporte relevante en la actividad de la construcción habitacional, muy intensiva en mano de obra.

Entre los elementos favorables, las expectativas de los hogares respecto al futuro de la economía han registrado un salto positivo muy relevante, mientras el costo del crédito de consumo debería bajar algo más. El acceso al crédito mejorará de la mano del empleo, mientras la importante caída del tipo de cambio se traducirá en un impulso al comercio, de la mano de la caída en el componente importado de la canasta de consumo de los hogares.

En definitiva, el panorama económico se muestra favorable, lo que sin duda realizará un aporte relevante a sostener el apoyo ciudadano al nuevo gobierno.

Los desafíos de mediano y largo plazo

Avances importantes en materia de seguridad son extremadamente difíciles de alcanzar. La dinámica que ha adquirido la criminalidad, capturando instituciones y sofisticando su accionar, hace pensar que en esta materia es central que el gobierno acote las expectativas ciudadanas. Sin embargo, desde el punto de vista de la aprobación de la población, tan importante como detener el incremento de los delitos, es tener una sólida política comunicacional en torno a los avances que se vayan logrando. Una buena comunicación puede contribuir a disminuir la percepción negativa que tiene la población sobre los avances en esta materia.

En lo referente a las políticas sociales, tampoco podemos esperar un cambio rápido en políticas públicas en salud, vivienda o educación. Cualquier mejora en estas áreas tomará su tiempo, toda vez que el diseño de nuevas políticas requiere muchas veces de cambios legales, y aquellas que se pueden hacer por la vía administrativa, se deben hacer a partir de las instituciones públicas con las que contamos, que han mostrado inefficiencia y en muchos casos captura por parte de grupos de interés.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.- TEMA ESPECIAL: DISEÑADO PARA LA DEBILIDAD. EL PROBLEMA DE LIDERAZGO DE LA COMISIÓN EUROPEA.

La Unión Europea suele ser vista como un ejemplo a seguir por el proceso de integración que se inició en los años 50 del siglo pasado. Probablemente lo fue durante algún tiempo, pero, en la actualidad, es más bien lo contrario y reproduce en la organización supranacional muchos de los vicios que se han instalado desde hace muchos años en los países que la componen. En este artículo, Luis Garicano¹ reseña los problemas de la UE y la debilidad de la Comisión, siempre presidida por funcionarios débiles y manejables para los países más grandes o grupos de estos. Puede parecer un tema lejano para Chile, pero la debilidad de los liderazgos es, también, parte de nuestros problemas y la admiración por el modelo europeo nos puede llevar a repetir sus errores.

"Las normas fiscales de la UE exigen un déficit presupuestario inferior al 3% del PIB. En 2015, la Comisión dio a Francia dos años más para reducir su déficit por debajo de ese nivel, pero no lo hizo. Al preguntársele por qué la Comisión había ignorado las infracciones francesas, Juncker declaró a la televisión francesa que lo hacía "porque es Francia". La credibilidad de la regla fiscal europea desapareció luego de esto y del caso de Alemania que también incumplió la norma.

En medio de la crisis existencial que atraviesa la Unión Europea, destaca un hecho curioso: la recientemente reelegida presidenta de la Comisión Europea es Ursula von der Leyen, una política cuyo historial como ministro de Defensa de Alemania fue ampliamente considerado desastroso.

Durante el mandato de von der Leyen en el Ministerio de Defensa alemán (2013-2019), la Bundeswehr cayó en un estado de total indisposición. La ambición del ejército alemán se redujo al objetivo de contar con una sola brigada operativa, cuyo despliegue fuera de sus fronteras tardaría al menos un mes. Los soldados alemanes utilizaron escobas pintadas de negro para simular ametralladoras durante una "Fuerza de Tarea Conjunta de Muy Alta Disponibilidad" de la OTAN debido a la escasez de equipo. Menos del 30% de los aviones de combate, helicópteros y tanques alemanes estaban operativos. Cuando dejó el cargo, ni un solo submarino alemán estaba en condiciones de navegar.

El artífice de este desastre ahora lidera sus esfuerzos de rearme. El caso de von der Leyen no es excepcional. Desde principios de siglo, la Comisión Europea ha estado dirigida por una serie de líderes débiles como José Manuel Barroso, Jean-Claude Juncker y, ahora, Von der Leyen. Barroso dejó la economía y las finanzas de Portugal sumidas en el caos antes de ascender a Bruselas tras dos años como primer ministro. Juncker, no casualmente el tercer presidente del pequeño estado de Luxemburgo, admitió abiertamente que la Comisión aplicaba las normas de forma selectiva, basándose en la conveniencia política en lugar de en las obligaciones de los tratados.

¹ [Designed for Weakness. The European Commission's leadership problem](#), publicado el 2 de octubre de 2025 en Silicon Continent

Los líderes establecen agendas, toman decisiones difíciles, dirigen fondos e inspiran confianza, o no. La costumbre de la UE de elegir líderes débiles tiene graves consecuencias.

El Proceso Favorece El Compromiso.

La selección de figuras poco destacables y maleables para dirigir la Comisión no es accidental; es una característica de la estructura de la UE. Los líderes nacionales en el Consejo Europeo proponen un candidato, que debe ser aprobado por el Parlamento Europeo. El proceso favorece a los políticos que provocan menos objeciones. En pocas palabras, la UE no selecciona a sus mejores líderes, sino a los menos objetables.

Los líderes nacionales quieren una Comisión que Ejecuta políticas sin cuestionar su autoridad. Un presidente de Comisión fuerte podría convertirse en un centro de poder rival, eclipsándolos y obligándolos a rendir cuentas como "guardianes de los Tratados". Al seleccionar líderes con poco capital político, ambición modesta o historiales irregulares, los gobiernos nacionales se aseguran de que la Comisión permanezca subordinada. Por eso, los líderes nacionales con experiencia rara vez se convierten en presidentes de la Comisión.

La elección de von der Leyen en 2019 fue un claro ejemplo. Las cualidades que la convirtieron en una ministra de defensa mediocre —una concentración en la retórica sobre los resultados y una incapacidad para desafiar los intereses creados— fueron precisamente las que la convirtieron en una presidenta de la Comisión aceptable.

Tras las elecciones europeas, el favorito era el candidato principal del PPE, Manfred Weber. Sin embargo, el presidente francés, Emmanuel Macron, lo vetó. El principal rival, Frans Timmermans, fue bloqueado por los países del Grupo de Visegrád (República Checa, Eslovaquia, Hungría y Polonia) debido a su papel en las disputas sobre el Estado de derecho. Tras un maratón de negociaciones de tres días, von der Leyen emergió no por sus calificaciones, sino porque representaba la vía de menor resistencia. Cuando dejó el Ministerio de Defensa alemán, su reputación quedó tan dañada que su futuro político en Alemania parecía sombrío. Para la canciller Angela Merkel, ascenderla a Bruselas fue... Una solución conveniente: eliminó a un aliado debilitado de la política nacional e instaló a un representante alemán dócil en la Comisión.

Un filtro democrático podría haber detenido estas maniobras: el Parlamento Europeo, del que entonces Garicano era miembro. El Parlamento llevaba tiempo impulsando el proceso de Spitzenkandidat (mejor candidato), en el que el líder de una lista parlamentaria ganadora se convierte en presidente. A pesar de nuestras dudas, confirmamos a von der Leyen. Su estrecha victoria —por tan solo nueve votos— subrayó su condición de compromiso, no de elección inspiradora.

¿Por qué yo (Garicano), como eurodiputado, voté a favor de confirmarla? Responder a esta pregunta revela por qué es tan difícil cambiar Europa. La UE está gobernada por una gran coalición de centroderecha, liberales y socialistas. En lugar de una contienda ideológica, el principal objetivo del Parlamento es preservar este centro pro europeo, preservar lo que el comisario Josep Borrell llamó memorablemente «nuestro propio jardín ordenado» de la jungla invasora. Como eurodiputado liberal, consideraba que nuestra principal tarea era construir un cortafuegos contra el auge de los partidos anti integracionistas y populistas. Creía que rechazar al candidato al Consejo habría desencadenado una crisis institucional, otorgando la victoria a las fuerzas que buscaban paralizar la Unión. Nuestro voto, mi voto, fue una decisión defensiva para evitar el caos: mantener el centro, incluso si eso significaba aceptar a una líder elegida por su debilidad.

Pero esta necesidad de mantener el centro y aprobar leyes mediante acuerdos amplios y políticas de coalición, algo que siempre aprecié en Bruselas, neutraliza el debate político y la posibilidad de exigir responsabilidades. La lucha política fundamental en Bruselas es entre los partidos que gobiernan prácticamente en toda Europa contra la extrema derecha y la extrema izquierda. Cualquier desviación es una traición.

El primer mandato de Von der Leyen reveló sus límites. A pesar de hablar de una "Comisión geopolítica", la respuesta de su administración a los grandes desafíos fue sistemáticamente débil. En su función principal de garantizar que los países cumplan con las obligaciones de los tratados, la Comisión ha sido más una funcionaria obediente que una "guardiana de los tratados". En el mercado único, las acciones por infracción se redujeron un 21 % en cuatro años, mientras que las barreras comerciales aumentaron. La actual crisis fiscal de Francia sería impensable si la Comisión hubiera aplicado las normas fiscales, como reconoció memorablemente el presidente Juncker (véase la cita inicial de esta publicación). Al gastar los fondos de recuperación, von der Leyen se negó a supervisar las condiciones legales para el desembolso. No logró frenar la debacle de los "superbonos" en Italia ni suspender los pagos a España cuando este incumplió sus compromisos al aprobar una reforma de las pensiones que profundizó su déficit estructural.

Para que la UE tenga líderes más fuertes, los incentivos deben cambiar. Mientras los gobiernos nacionales consideren una amenaza a un presidente de la Comisión fuerte, promoverán candidatos de compromiso débiles.

Varias reformas podrían alterar esta dinámica. La elección directa del presidente crearía un líder con un mandato continental. El pleno respeto del proceso de Spitzenkandidat también otorgaría legitimidad democrática.

Históricamente, los Estados miembros solo han cedido poder a Bruselas bajo presión. El riesgo actual es que las crisis se agraven y debiliten a la propia Unión. La reelección de Von der Leyen demuestra la durabilidad de este sistema. A pesar de su trayectoria, era una figura reconocida que los Estados miembros consideraban que podían gestionar, precisamente lo que el proceso busca encontrar.

Un liderazgo débil en la Comisión no es un defecto del sistema europeo; es una característica. Hasta que los europeos no exijan una Unión más fuerte con un liderazgo responsable, serán gobernados por líderes elegidos no por su excelencia, sino por su capacidad para desenvolverse en el mínimo común denominador de la política europea.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.- COYUNTURA NACIONAL

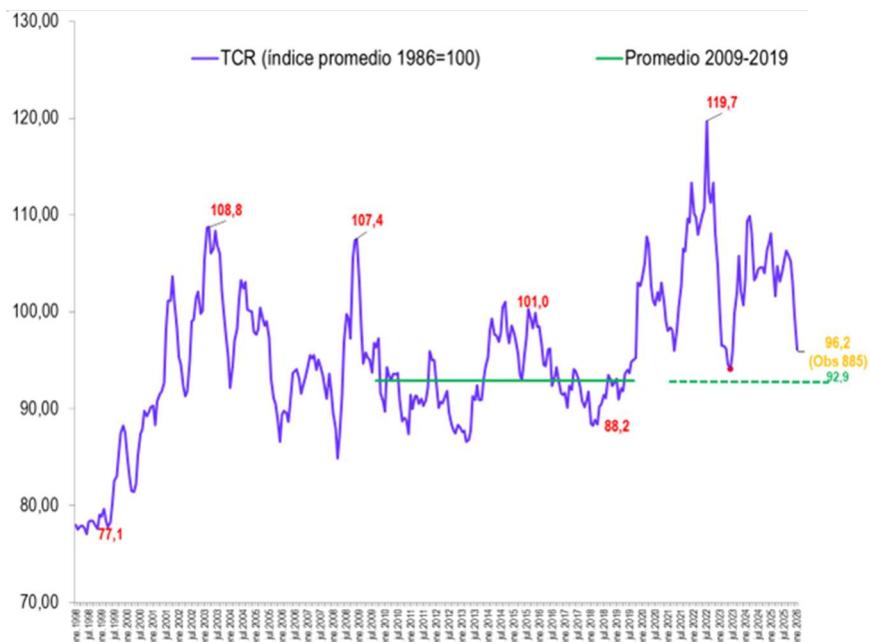
3.1.- CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: AJUSTE DE EQUILIBRIO

Desde hace bastante tiempo veníamos sosteniendo, en el presente informe, que el nivel exhibido por el tipo de cambio estaba por sobre su equilibrio de largo plazo. El ajuste reciente lo lleva, en nuestro entender, a un nivel más acorde con los fundamentos de la economía.

Tenemos un nivel de superávit comercial cercano a los récords históricos, con US\$ 21.000 millones acumulados en 12 meses. Una recuperación del ahorro interno, lo que es consistente con un déficit en Cuenta Corriente por debajo del 3,0 % del PIB, y, lo que es central, una relación de términos de intercambio que se ubica en un nivel récord para los últimos 30 años.

Si a lo anterior agregamos la importante mejoría de expectativas respecto al desempeño futuro de la economía, con proyecciones al alza para la inversión y el crecimiento, tiene aún más sentido la baja del tipo de cambio. Por lo demás, las mejores expectativas han sido recogidas por el valor de los activos, con un notable rally al alza en el mercado bursátil.

**GRÁFICO N° 3.1
TIPO DE CAMBIO REAL
(ÍNDICE 1986 = 100)**



Fuente: Banco Central de Chile

Si lo medimos para un nivel de tipo de cambio observado de 885 pesos por dólar, el Tipo de Cambio Real (TCR) se sitúa en un valor de 96,2 para el índice con base 100 en 1986, según se observa en el gráfico de arriba. Dicho valor es todavía un 3,6 % superior a la media de la década pre-estallido, lo que como referencia indica que no es un nivel bajo. Por el contrario, las condiciones de nuestras cuentas externas son claramente más favorables que las observadas en dicho período de referencia, mientras los problemas que castigaban a nuestra economía en ese período, como el bajo ritmo de crecimiento de la inversión y el PIB, en la actualidad se ven algo mejor aspectados.

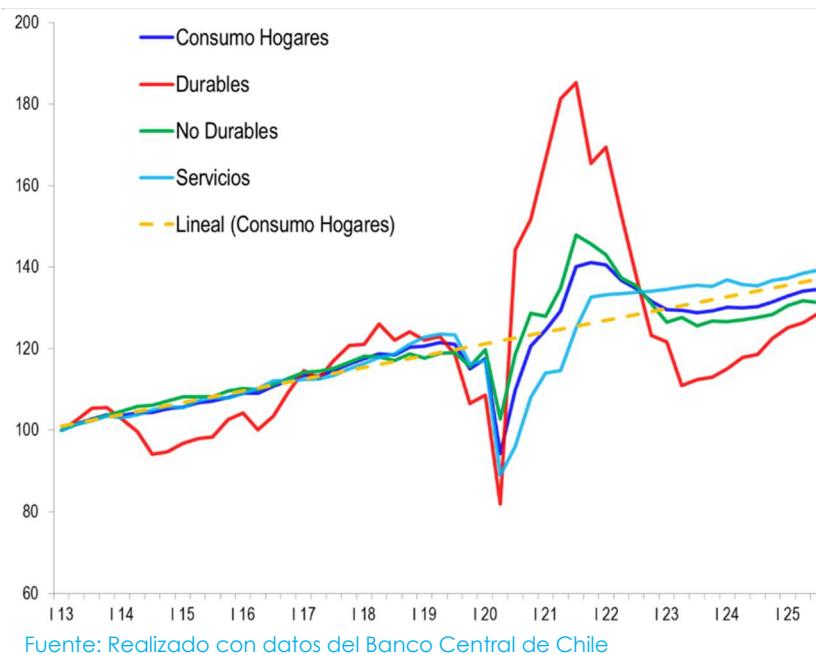
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: MEJORES PERSPECTIVAS

Aunque el crecimiento tendencial que estima el Banco Central sigue siendo bajo, algo menor al 2 %, ello no implica que transitoriamente no se pueda superar dicho número. El presente año están dadas las condiciones para un crecimiento algo mayor, de entre 2,5 y 3,3 %, pronostico que puede sustentarse cuando se revisa el comportamiento esperado para los componentes de la demanda agregada.

El consumo privado, por lejos el componente que más pondera en la demanda agregada, se expandiría algo por debajo del 3,0 %, gracias, principalmente, a que todavía no se recupera completamente la tendencia que traía previo a el estallido y la pandemia. Para tener una referencia, entre 2019 y 2025 el consumo ha crecido, usando una serie desestacionalizada, a un ritmo anual de sólo 1,7 %. Aunque el mercado laboral está débil, irá registrando una recuperación a lo largo del año, lo que, junto con la baja de la inflación y la dinámica de las remuneraciones, permitirá un crecimiento relevante en la masa salarial de la economía. Se agregan mejores expectativas económicas de los hogares y un costo del crédito que ha ajustado a la baja.

GRAFICO N° 3.2
TRAYECTORIA DEL CONSUMO, SERIE DESESTACIONALIZADA
 (Índice I Trimestre 2013 = 100)



El elemento más dinámico será la inversión, que ya registra un fuerte repunte desde el tercer trimestre de 2025, tendencia que, con menos intensidad, se sostendrá a lo largo del presente año, con una estimación de crecimiento del orden de 5 %. Al repunte en la inversión en maquinaria y equipo, ya observado, se agregaría una gradual recuperación en la inversión en construcción, lo que realiza un mayor aporte al producto, porque sus componentes principales no son importados.

El sector externo neto, sin embargo, podría restar algo al dinamismo, toda vez que se proyecta un mayor crecimiento de las importaciones (quantum) en relación a las exportaciones (quantum), mientras que el gasto público también crecería algo por debajo el crecimiento de la economía.

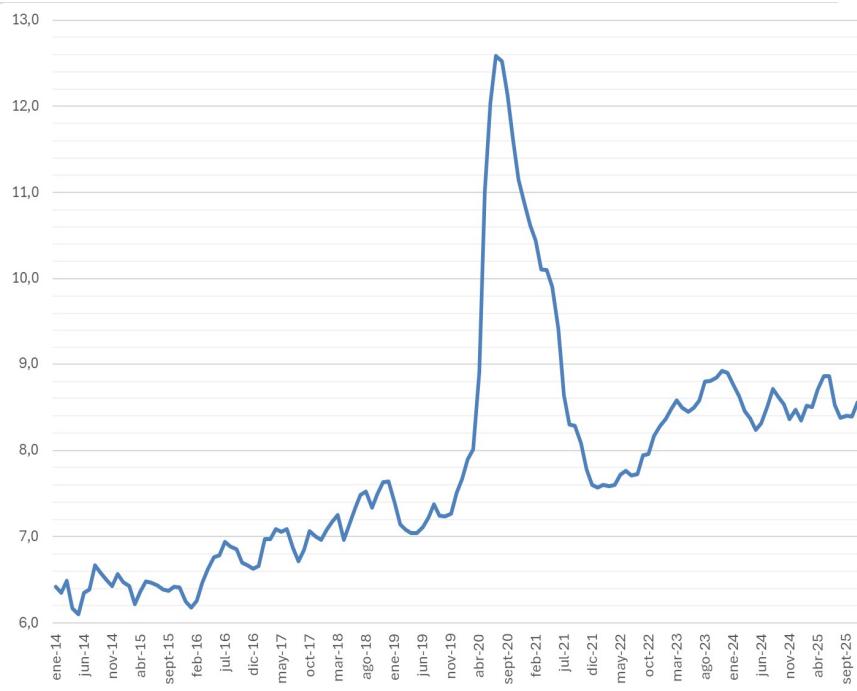
Con todo, se ha iniciado un círculo virtuoso de inversión, empleo e ingreso, que a lo largo de los próximos trimestres permitirá anotar un ritmo de crecimiento algo superior al de tendencia.

Tomás Izquierdo Silva
 tizquierdo@gemines.cl

3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: SE CONFIRMA LA DEBILIDAD DEL MERCADO LABORAL

Aunque la ocupación sigue creciendo en la medición anual, su variación mensual desestacionalizada volvió a ser negativa en noviembre luego de cuatro meses de crecimiento y la tasa de desempleo, medida de la misma forma, volvió a subir, situándose en 8,6%, la más elevada desde junio (Gráfico N°3.3). Esto, junto a la evolución de otros indicadores, como la tasa de participación laboral, la tasa de empleo y la participación del empleo informal, configuran un escenario de características preocupantes en el mercado laboral por el escaso dinamismo que presenta. Este panorama se agrava con la información recientemente publicada de la encuesta CASEN que muestra una deprimida situación laboral de los deciles más pobres, cuyo ingreso autónomo ha disminuido respecto a encuestas anteriores.

**GRÁFICO N°3.3
TASA DE DESEMPLEO NACIONAL DEESTACIONALIZADA 2014-2025**



Fuente: INE

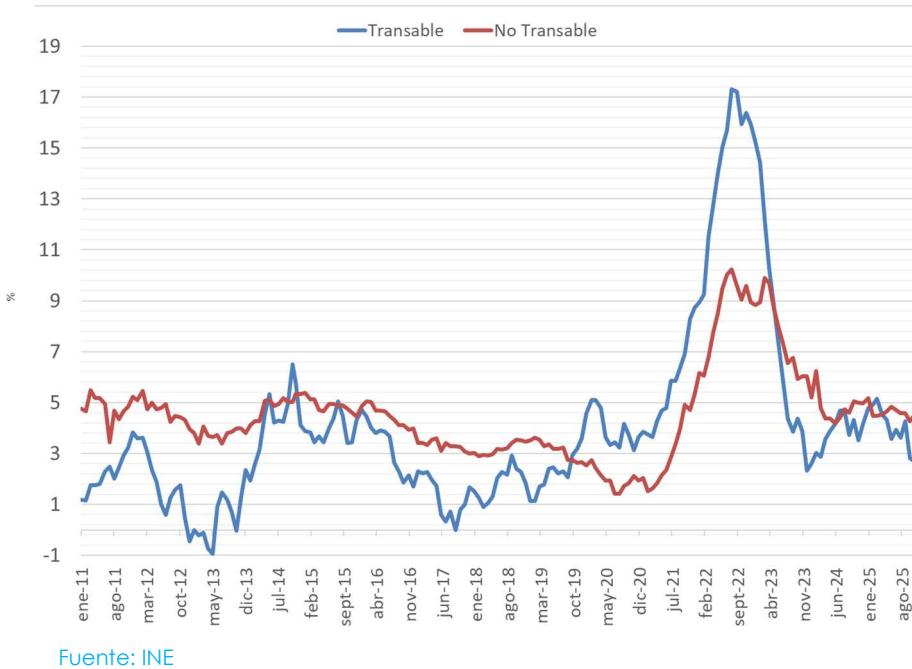
El panorama de las remuneraciones, por otro lado, se muestra bastante mejor que el del empleo en buena medida por la baja en la inflación que se ha traducido en una aceleración temporal en el crecimiento de las remuneraciones reales. Puntualmente, las remuneraciones reales aumentaron 0,9% en noviembre, su mayor alza desde junio, y 3,4% en doce meses, la mayor desde mayo pasado. Con estos datos, la masa salarial aceleró su crecimiento en doce meses a 4,6% en doce meses, la mayor desde noviembre de 2024. No obstante lo anterior, la masa salarial desestacionalizada registró una baja marginal en noviembre respecto del mes anterior, interrumpiendo tres meses consecutivos de alzas.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: SE CONSOLIDA LA BAJA EN LA INFLACIÓN

La inflación de diciembre fue algo más baja a lo esperado (-0,2%) con lo que el año cerró en 3,5%, un punto por debajo de la de 2024 y exhibiendo una clara tendencia a la convergencia con la meta de 3%, la que probablemente se alcance o supere en enero. Es evidente que estos resultados, mejores a los previstos en el IPOM de septiembre, se explican por el fortalecimiento del peso que, en promedio, bajó \$50 en diciembre respecto de agosto. El efecto del tipo de cambio es evidente en la inflación de transables (ver Gráfico N°3.4) y también en la de bienes sin volátiles. Es un hecho, también, que la inflación volátil, es decir, aquella más errática y que suele cambiar abruptamente en períodos cortos de tiempo, se ha desacelerado claramente en los últimos meses. En efecto, de moverse en niveles por sobre el 6% promedio durante el primer semestre de 2025, ha bajado a situarse en torno a 3,5% en los últimos tres meses. La inflación sin volátiles, por otro lado, que refleja las tendencias más persistentes de la inflación se redujo a 3,3% durante 2025 desde 4,3% en 2024.

GRÁFICO N°3.4
INFLACION TRANSABLE Y NO TRANSABLE 2011-2025



Fuente: INE

Por el contrario, la inflación de servicios sin volátiles y la de los no transables se mantiene elevada, en el caso de la primera fluctuando en torno a 4,5% prácticamente durante todo el año pasado. Algo similar sucedió con la inflación de los no transables, aunque con algo más de volatilidad.

En este contexto, es evidente el papel que ha jugado el fortalecimiento del peso en explicar la baja de la inflación, algo que no es controlado por el Banco Central excepto indirectamente a través del manejo de la TPM. Luego de una agresiva reducción de la TPM en 2024, siete veces y un total de 325 puntos base, el año pasado la reducción de la tasa básica acumuló 50 puntos base en dos recortes y se espera entre uno y dos adicionales durante 2025, sumando otros 50 puntos base.

Considerando la acelerada recuperación de la demanda interna, particularmente del consumo, desde el segundo trimestre del año pasado y conducta más cauta de la Reserva Federal que anticipa solo un recorte este año (dos según el mercado), parece innecesario y peligroso reducir la TPM con tanta celeridad en un mundo, además, sujeto a un nivel elevado de incertidumbre.

Aunque consideramos innecesario el recorte realizado en diciembre, tampoco se trata de un error garrafal, pero la prudencia sugiere que el Banco Central espere, por lo menos, hasta la reunión de junio antes de bajar nuevamente la TPM. No descartamos, por otro lado, que de materializarse el escenario positivo, que es la base de la mayoría de los análisis para la economía chilena, la discusión pase a centrarse, en la parte final del año, en cuando se producirá la primera subida de la TPM en 2027.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031