

Bci Weekly



Inflación en Chile alcanza un 2,8% a/a en enero, su menor nivel desde inicios de 2021, y último Imacec llevaría a alcanzar un crecimiento de 2,3% en 2025. Deterioro fiscal se acrecienta. En EEUU, expectativas mejoran con un empleo aún débil.

Sergio Lehmann
Economista Jefe
Corporación Bci

Francisca Pérez
Economista
Principal

Antonio Moncado
Economista
Senior

Daniel Navarrete
Economista
Senior

María Isidora Undurraga
Economista

1

La dinámica de los mercados globales ha estado condicionada por una anomalía estadística y un hito de gobernanza monetaria en EE.UU. Por un lado, la ausencia del dato oficial de las nóminas no agrícolas, postergado debido al cierre gubernamental de fines de 2025, ha dejado al mercado navegando con indicadores parciales. En este vacío, las cifras de empleo ADP, que anotaron apenas 22 mil nuevos puestos, sugieren un enfriamiento mayor al previsto, aunque el dinamismo del sector servicios que muestra el ISM actúa como contrapeso. En paralelo, la confirmación de Kevin Warsh como nominado para presidir la Fed a partir de mayo ha sido recibida con alivio y cautela. Warsh, reconocido por un perfil técnico sólido y una trayectoria históricamente hawkish, proyecta a la vez un pragmatismo necesario para el ciclo actual. Su visión de "recortes de tasa acompañados de una reducción agresiva del balance" sugiere un cambio de régimen hacia una política más ortodoxa pero flexible ante las ganancias de productividad por IA, lo que ha estabilizado las expectativas de largo plazo pese a la incertidumbre fiscal.

2

En el plano local, la economía chilena cerró 2025 con un crecimiento preliminar de 2,3%, impulsado por un Imacec de diciembre en 1,7% a/a, que sorprendió por la resiliencia del consumo y el comercio. Este dinamismo de la demanda interna contrasta con la debilidad de la minería, que restó tracción al cierre de año. No obstante, el escenario de convergencia se consolida con la reciente publicación del IPC de enero, que anotó una variación de 0,4% m/m, permitiendo que la inflación anual se ubique por debajo del 3,0%. Este dato, sumado a un panorama para 2026 fortalecido por un precio del cobre que se estabiliza en torno a los 5,85 USD/lb, otorga un flujo de divisas clave para la estabilidad del peso. Asimismo, la escena política doméstica ha aportado certidumbre; la conformación de un gabinete y subsecretarios con un marcado sello técnico para la administración entrante ha sido bien internalizada por los activos locales, permitiendo que el tipo de cambio se mantenga acotado cerca de los 860 \$/USD, mientras el mercado consolida la expectativa de que el Banco Central llevará la TPM a 4,25% durante el primer trimestre.

1. Chile: IPC de enero resulta en línea con lo esperado e IPC anual cae por debajo de la meta del 3% del Banco Central.

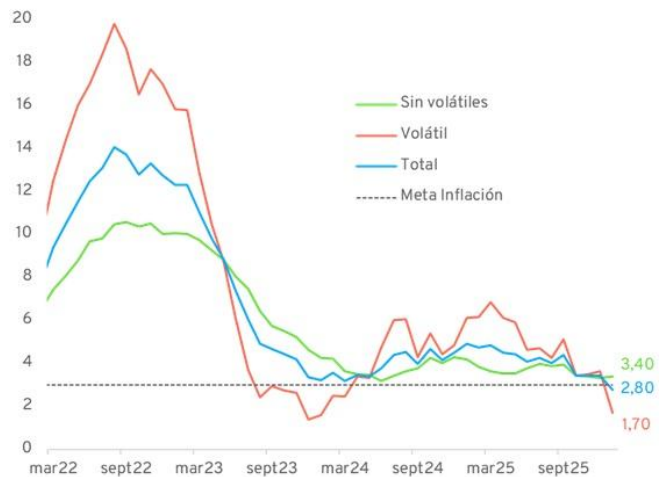
El IPC de enero aumentó 0,4% m/m, en línea con las expectativas de mercado, ubicando así a la variación anual en 2,85, por debajo de la meta del 3% del Banco Central. El IPC sin volátiles y el IPC sin alimentos y energía, ambos aumentaron 0,7% m/m, dejando la variación anual en 3,4% y 2,7%, respectivamente. Por su parte, el IPC de energía disminuyó 1,4% m/m, con una variación anual de solo 0,2%. En detalle, 10 de las 13 divisiones aportaron incidencias positivas y 3 negativas. Se destacan los aumentos en bebidas alcohólicas y tabaco (3,1% m/m), de donde se destacan los precios de vinos y cervezas, salud (1,2% m/m), gastos comunes (4,5% m/m) y bebidas gaseosas (3,8% m/m). Por otro lado, la división transporte disminuyó 1,3% m/m, de donde se registran descensos importantes en gasolina (-3,3% m/m) y transporte aéreo internacional (-17,6% m/m), ambos claramente afectados por la apreciación del peso chileno. A esto se suma la inesperada caída en vestuario y calzado (-0,6% m/m), a pesar de los descuentos ofrecidos en diciembre.

Chile. IPC de Enero 2026 por División (Var. mensual, %)



Fuente: INE, Bci Estudios

Chile. Inflación total y analíticos (Var. anual, %)



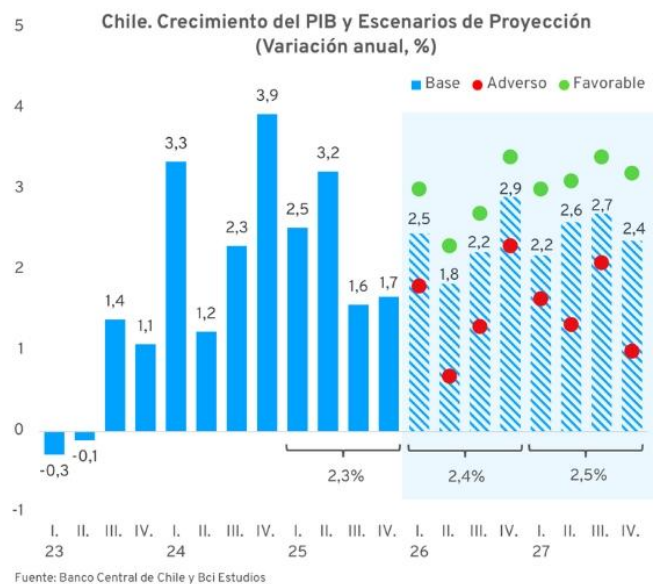
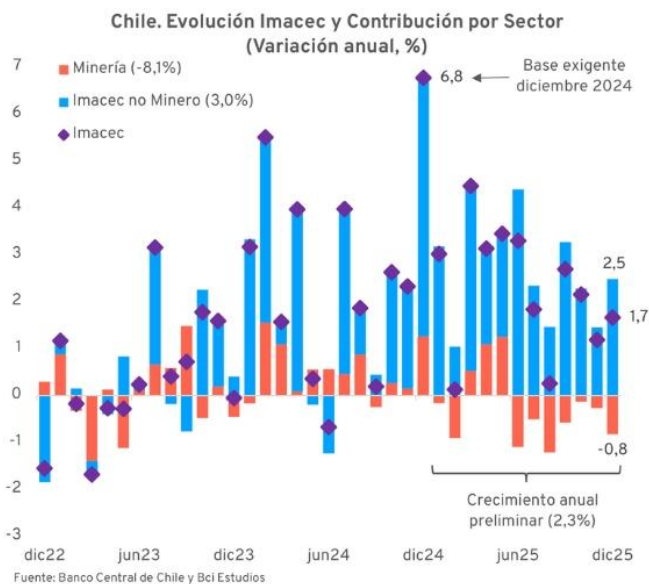
Fuente: Banco Central de Chile, Bci Estudios.

Desde Bci Estudios proyectamos que la inflación se va a mantener por debajo de la meta del 3% durante todo el primer semestre del año, con riesgos importantes que se prolongue hasta el tercer trimestre. Se estima que incluso podría llegar a 2,5% a/a en algunos meses. De esta forma, esperamos que, durante el primer trimestre, el Banco Central disminuya la TPM en 25pb, para ubicarla en 4,25%.



2. Chile. Imacec de diciembre supera expectativas y consolida un crecimiento preliminar de 2,3% para 2025.

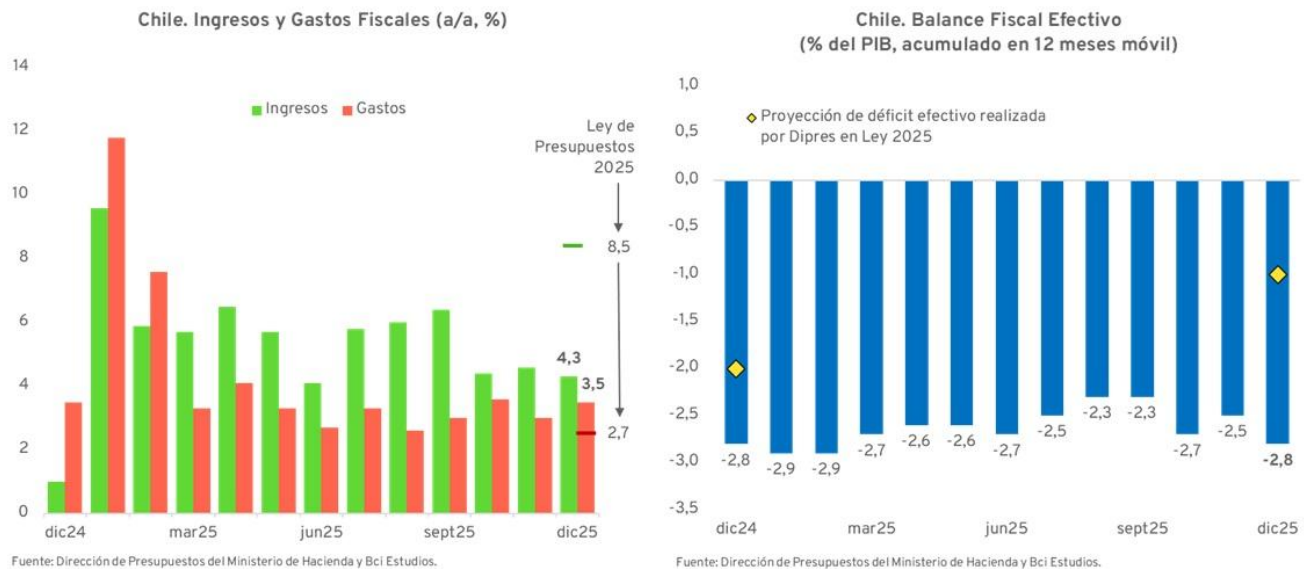
El Imacec de diciembre de 2025 registró un crecimiento de 1,7% a/a, ubicándose por sobre el consenso de mercado de 1,0%. En términos desestacionalizados, la economía anotó una expansión de 0,6% m/m, evidenciando un dinamismo relevante en el margen. Este resultado es destacable considerando la exigente base de comparación de diciembre de 2024, cuando la actividad se expandió un 6,8% a/a. A nivel sectorial, el dinamismo fue traccionado por el comercio, que creció un robusto 6,6% a/a, con aportes positivos en todos sus componentes. Resaltó el comercio mayorista, impulsado por ventas de maquinaria, equipos y alimentos, esto último favorecido por una positiva temporada frutícola. El comercio minorista mostró resiliencia en vestuario y canales online, mientras que el automotor repuntó por mayores ventas. La industria acompañó esta tendencia con un alza de 2,0% a/a, vinculada al procesamiento de alimentos, encadenado al buen resultado agropecuario. En contraste, la producción minera cayó un 8,1% a/a debido a una menor extracción y caída en las leyes de mineral, restando 0,8 pp al índice total. No obstante, la solidez de la demanda interna se reflejó en el Imacec no minero, que anotó una expansión de 3,0% a/a.



Bajo este último registro mensual, 2025 concluye con un crecimiento anual preliminar de 2,3%, destacando la expansión de 2,8% en el componente no minero. Cabe precisar que la cifra definitiva será dada a conocer con la publicación de las Cuentas Nacionales el próximo 18 de marzo. En dicha instancia, nuestra visión sugiere espacio para revisiones en un rango de +/- 0,1 pp, lo que situaría el PIB anual entre 2,2% y 2,4%, como consecuencia del ajuste en la estimación trimestral y la actualización de los años base (2023 y 2024). El principal soporte estructural durante el periodo fue el sector servicios, que con una participación superior al 50% del PIB registró una expansión de 2,5% anual, junto a un sector comercio que consolidó un crecimiento superior al 6,0%. Hacia 2026, proyectamos una gradual aceleración en el dinamismo económico llegando a un 2,4%. Sectores que exhibieron rezagos, tales como minería y generación eléctrica, liderarían el repunte de la actividad. Por el lado de la minería del cobre, la entrada en régimen de inversiones históricas materializadas en 2025, sumada a un entorno de precios elevados, serán positivos para la producción. Por su parte, el sector eléctrico se verá favorecido por una mayor capacidad instalada proveniente de nuevos proyectos de ERNC, sumado a que ambos sectores enfrentarán bases de comparación menos exigentes. Asimismo, el sector construcción mostraría una reactivación paulatina, favorecida por el avance del ciclo de flexibilización monetaria y las expectativas de una agilización en la permisología por parte de la administración entrante.

3. Chile. Cierre fiscal preliminar da cuenta de déficit efectivo de 2,8% del PIB, evidenciando nuevamente una sobreestimación de ingresos y mayores gastos a los definidos en la Ley de Presupuestos.

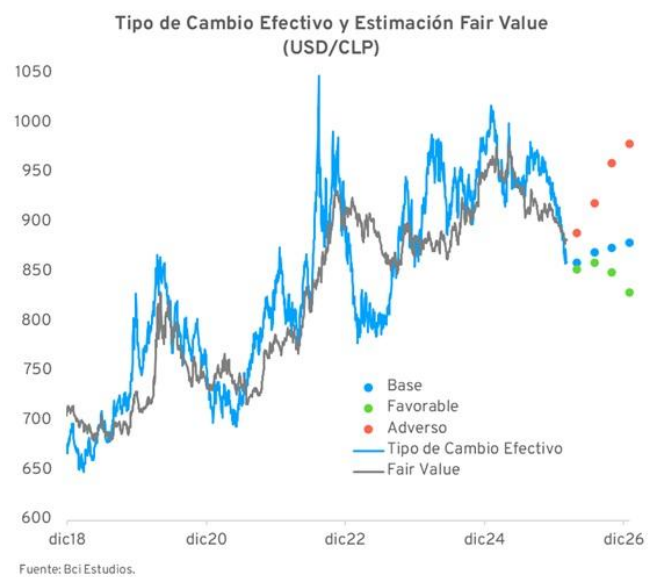
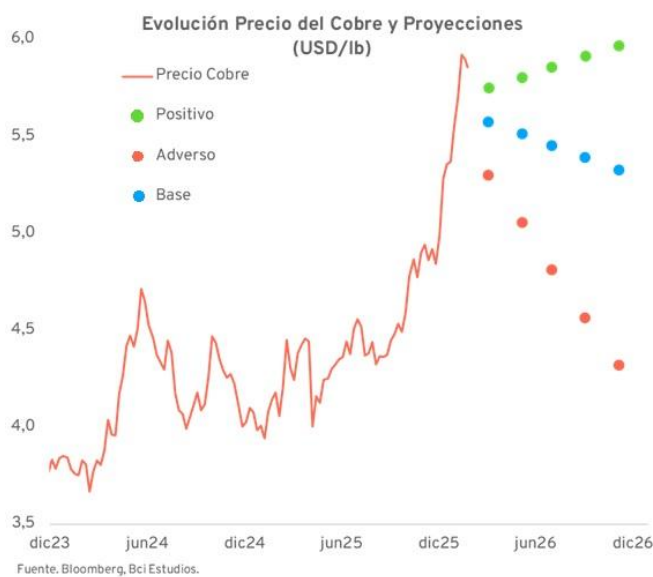
Esta semana, el Ministerio de Hacienda y la Dirección de Presupuestos (Dipres) presentaron las cifras del Informe de Ejecución Presupuestaria a diciembre 2025, lo que constituye el cierre preliminar de cifras fiscales, previo a la publicación del PIB 2025 de Cuentas Nacionales por parte del Banco Central en marzo próximo. En esta oportunidad, la autoridad dio cuenta de un déficit efectivo de 2,8% del PIB, cifra que supera ampliamente el déficit de 1% del PIB con el que fue presentada la Ley de Presupuestos 2025, y mayor al 2% del PIB estimado en el último IFP 3T25. Detrás de esta cifra, vemos que los ingresos fiscales crecieron un 4,3% real durante el año pasado, lo que devela nuevamente una sobreestimación de esta variable respecto de las proyecciones con las que fue elaborada la Ley. A juicio de la autoridad, la desviación de los ingresos se debió a 4 factores: menor recaudación por el impuesto de primera categoría pagado por los contribuyentes del régimen general de impuesto a la renta; efectos puntuales en los más grandes contribuyentes de pagos provisionales mensuales de impuesto a la renta; apreciación cambiaria que redujo los ingresos de componentes que se determinan en dólares; y una caída en la recaudación del Impuesto Adicional pagado por contribuyentes que envían dinero al exterior.



Del lado de los ingresos, pese al ajuste concretado en 2025, el gasto mostró un crecimiento real de 3,5%, por encima del 2,7% de crecimiento considerado en la Ley, y mayor al 2,6% presentado en el último IFP. Con estas cifras, la situación fiscal preocupa, principalmente porque el déficit estructural previsto para 2025 estará por encima del déficit efectivo, y ampliará su desvío respecto de la meta actual. Con ello, y tal como hemos planteado en Bci Estudios, la próxima administración tendrá nulas holguras de expansión real del gasto, haciendo necesaria una contracción importante de forma de retomar la senda de cumplimiento fiscal, la que impone una convergencia a balance estructural de 0% del PIB hacia 2029. Con este incumplimiento, vemos necesario la reducción de cerca de US\$4.500 millones en el gasto durante este año, de forma de aproximarse a los objetivos planteados acorde a la actual gradualidad de convergencia a la meta.

4. Chile: Tipo de cambio y cobre 2026, entre fundamentos récord y búsqueda de cambios estructurales

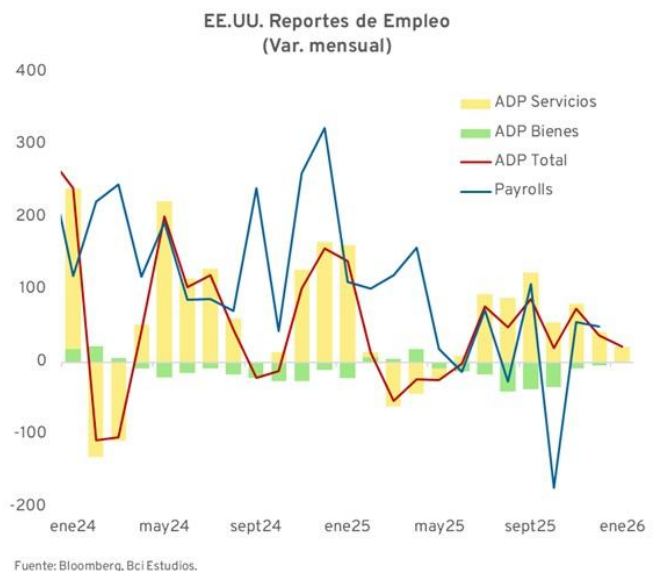
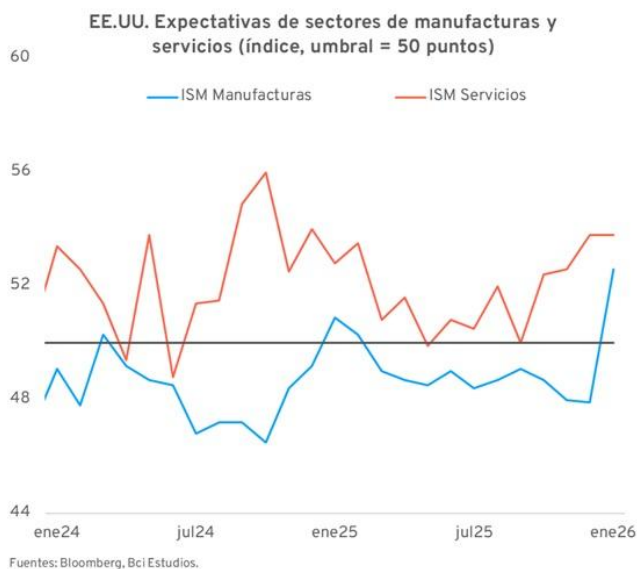
El mercado global del cobre atraviesa un cambio de paradigma, habiendo alcanzado máximos de 6,3 USD/lb a inicios de este año. Este rally, que consolidó un incremento anual superior al 40%, ha sido impulsado por una demanda inelástica traccionada por la infraestructura para Inteligencia Artificial, la transición energética y el gasto en defensa. Este dinamismo choca con una oferta tensionada por diversos accidentes y factores operativos en yacimientos clave para el abastecimiento global. El optimismo reciente fue exacerbado por el fenómeno del *front-loading* en EE.UU., donde los inventarios escalaron más de un 350% durante 2025 ante la incertidumbre arancelaria derivada del "*Liberation Day*", lo que restringió la disponibilidad en el mercado spot y elevó las primas por riesgo. A pesar de esta bonanza, mantenemos una postura de cautela, nuestro escenario base proyecta una corrección hacia un fair value de 5,2 USD/lb, convergiendo a 5,3 USD/lb a fines de año una vez que se disipe la presión de los flujos especulativos. En Chile el desafío es estructural, ya que el 81% de la inversión minera se limita únicamente a mantener operaciones vigentes ante el agotamiento de yacimientos. Aprovechar este rally requerirá impulsar nuevos proyectos que incrementen la oferta en el mediano plazo.



En cuanto al mercado cambiario, proyectamos que el tipo de cambio convergerá hacia los 880 CLP/USD para finales de 2026. Esta trayectoria refleja una estabilización de los términos de intercambio, que alcanzaron niveles récord, y un estrechamiento del diferencial de tasas con la Reserva Federal. Por el lado de los flujos, los agentes no residentes han realizado compras cercanas a los US\$4.650 millones desde la primera mitad de enero, rearmando posiciones de *carry trade* ante un escenario político que ya internaliza un próximo gobierno "*market friendly*". No obstante, una apreciación mayor hacia niveles de 830 CLP/USD solo sería viable si la nueva administración logra implementar cambios estructurales profundos, como la reducción del impuesto corporativo al 23% y apuntalar la llamada "permisología", principal traba a la inversión y al crecimiento de nuestra economía. En definitiva, aunque el rally del cobre otorga un alivio fiscal y un efecto riqueza transitorio, el peso chileno requiere de fundamentos locales sólidos para sostener su apreciación. Sin reformas que destraben la inversión, la paridad tenderá a corregir al alza a medida que el precio del metal regrese a sus niveles de equilibrio de largo plazo. Así, esperamos un 2026 cerrando con un precio del cobre en 5,3 USD/lb y un tipo de cambio en 880 CLP/USD.

5. EEUU. ISM no manufacturero da cuenta de un dinamismo que se mantiene, ante una mayor producción que es compensada por menores pedidos y empleo. Por su parte, empleo ADP decepciona en enero al evidenciar creación de 22 mil puestos de trabajo.

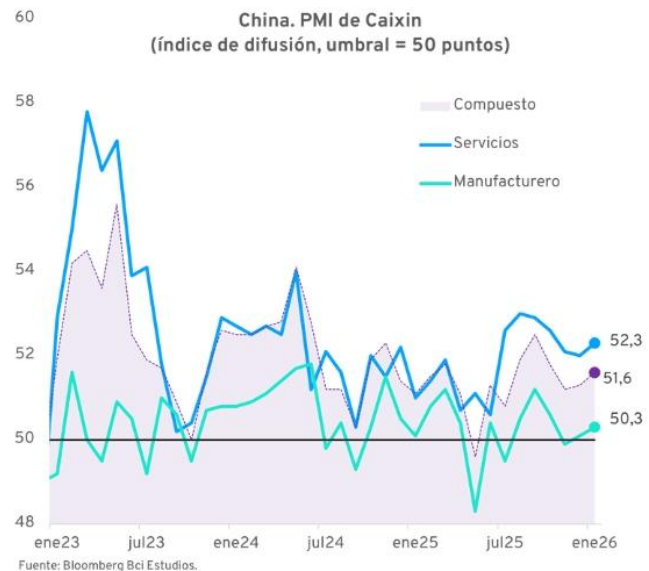
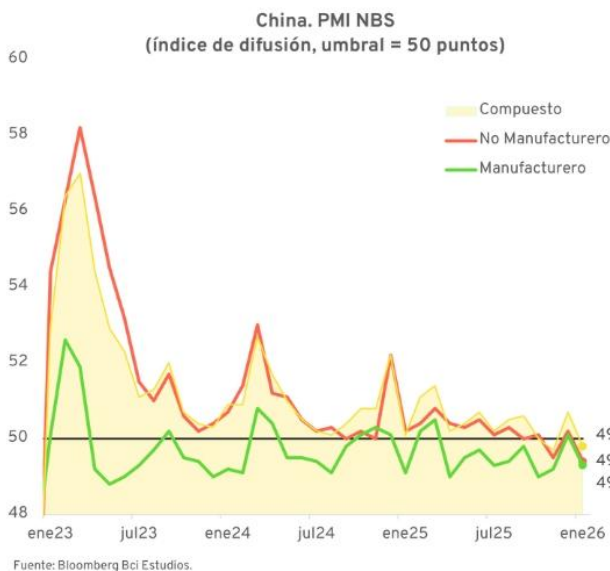
Las cifras de actividad y empleo que conocimos esta semana dan cuenta de un resultado mixto entre el dinamismo de la actividad y la situación del empleo privado. A nivel de expectativas, el índice ISM de servicios mantuvo los 53,8 puntos observados en su registro previo, ante una producción más dinámica que fue compensada con menores pedidos y un empleo que retrocede. A esto se suma, el positivamente sorpresivo registro ISM de manufacturas, el que se ubicó en 52,6 puntos, y que ubica al índice nuevamente en zona de expansión por primera vez tras casi un año. Detrás de esta cifra, se observa un fuerte crecimiento en los nuevos pedidos y un avance en el índice de producción, ambos con el mayor crecimiento en casi 4 años.



Contrasta este optimismo, las cifras de empleo privado ADP de enero, las que decepcionaron al mercado al evidenciar una creación de 22 mil puestos de trabajo, menos de la mitad de lo previsto por el mercado. Por su parte, la Oficina de Estadísticas Laborales postergó la publicación de las de empleo no agrícola de enero para el próximo 11 de febrero. De acuerdo con lo señalado por ADP, durante 2025 se crearon 398 mil empleos privados, cifra que contrasta con los 771 mil empleos creados en 2024. Con ello, el organismo da cuenta de una desaceleración continua y drástica en la creación de empleo durante los últimos 3 años, con un crecimiento salarial que se ha mantenido estable. Detrás del registro ADP de enero, se observa una creación de 74 mil empleos en servicios de educación y salud, mientras que servicios profesionales y empresariales mostraron una destrucción de 57 mil empleos.

6. China. Indicadores PMI evidencian divergencia sectorial y persistencia de debilidad en la demanda interna al inicio de 2026.

El índice PMI del sector manufacturero oficial de China (NBS) regresó a terreno de contracción en enero al situarse en 49,3 puntos, tras el registro de 50,1 en diciembre. Este retroceso estuvo impulsado por una caída en los nuevos pedidos (49,2) y una profundización en la contracción de los pedidos de exportación (47,8). Por su parte, el PMI no manufacturero oficial descendió a 49,4 puntos, afectado principalmente por un desplome en la actividad de construcción y una moderación en servicios. En contraste, los indicadores de PMI provistos por Caixin, mostraron una dinámica más resiliente, el PMI manufacturero subió a 50,3 puntos, acumulando ocho meses de expansión en nuevos pedidos, mientras que el PMI de servicios escaló a 52,3 puntos, superando las expectativas del mercado y extendiendo su fase de crecimiento por más de tres años. Con ello, el PMI Compuesto de Caixin se ubicó en 51,6 puntos, reflejando una mejora generalizada impulsada por ambos sectores al inicio del año.



La marcada divergencia entre los datos oficiales y privados, responde a la distinta composición de las muestras, donde el sector exportador y las Pymes, que es recogida por Caixin, muestra mayor tracción frente a las grandes empresas estatales registrado en el NBS, que se han visto más afectadas por la debilidad de la demanda interna, la inversión pública y el sector inmobiliario. Nuestra visión sugiere que, a pesar de la resiliencia en servicios, la fragilidad de los fundamentales persiste. La debilidad generalizada en el dato oficial, sumada a la presión en los márgenes operativos por el encarecimiento de las materias primas, provocó que el índice de expectativas de negocio sufriera su mayor caída mensual desde finales de 2022, ubicándose en 52,6 puntos. En este escenario estimamos que, si bien factores estacionales como el clima invernal y la proximidad del Año Nuevo Lunar influyen en el margen, la sostenibilidad de la recuperación en 2026 dependerá de nuevos apoyos de política económica. Proyectamos que la economía china mantendrá una trayectoria de desaceleración gradual, con un crecimiento estimado algo menor para el presente año respecto a 5,0% del 2025, en un contexto donde el resurgimiento de tensiones comerciales con EE.UU. podría dificultar el cumplimiento de los objetivos de las autoridades.