

La actividad económica local resiente los recientes shocks climáticos postergando su reactivación, mientras la implementación de los fondos generacionales para las AFP marca un hito estructural. En el plano internacional, el mercado laboral estadounidense mantiene tracción y el petróleo escala a niveles de 90 USD/b, reactivando tensiones sobre las tasas largas a nivel global.

Editorial

La actividad en Chile se mostró deprimida en julio, recogiendo un fuerte retroceso de minería, caídas en manufacturas y servicios y un comercio prácticamente estancado. Si bien la caída de 1,5% anual en el Imacec da cuenta de una economía todavía debilitada, se reconocen efectos que fueron más allá de lo previsto por la suspensión de actividades y servicios por algunos días en el norte del país, en respuesta a condiciones climáticas extremas. Ello no quita, de cualquier manera, que la economía aún reconoce problemas estructurales que limitan su desempeño. La Megarreforma, próxima a implementarse, aliviaría los más urgentes.

Más allá de las cifras de actividad, tal como se había comprometido, esta semana fue publicado el nuevo régimen de inversiones de las AFP, bajo el marco de los fondos generacionales. Entendiendo que se trata de un cambio sustantivo, la propuesta original fue sometida a comentarios de expertos y actores del mercado financiero. El grueso de sus recomendaciones fue incorporado, lo que asegura una adecuada transición al nuevo régimen, sin mayores interrupciones en el mercado. Es importante hacer ver que la implementación del nuevo marco comienza en marzo 2027, con un plazo de tres años para completarla.

Del lado externo, el petróleo vuelve a ser protagonista. La escalada en los ataques entre EEUU e Irán llevó su precio a valores en torno a 90 US\$/b, presionando al alza las tasas de interés y a la baja las bolsas. El retorno de un bono del Tesoro a 10 años escaló hasta 4,8%, su valor más alto en veinte años. Contribuyó a ello cifras de creación de empleo en EEUU muy por sobre lo previsto, señalando que la dinámica en el mercado laboral habría recuperado tracción. Bien sabemos que el alto nivel de las tasas largas incomoda al secretario del Tesoro de EEUU, que hace unas semanas anunciaba la compra de bonos de más largo plazo, con el propósito de aplanar la curva de rendimiento. Con ello buscaba bajar el costo de financiamiento de inversiones, particularmente en el mercado inmobiliario, que viene mostrando señales de una sostenida debilidad. Ciertamente, este objetivo no lo ha conseguido. Habrá que seguir atentos a los próximos desarrollos, marcados por una mayor volatilidad en tasas y tensiones geopolíticas que en lo último se han exacerbado.

Sergio Lehmann

Economista Jefe
Corporación Bci

Francisca Pérez

Economista
Principal

Antonio Moncado

Economista
Senior

Daniel Navarrete

Economista
Senior

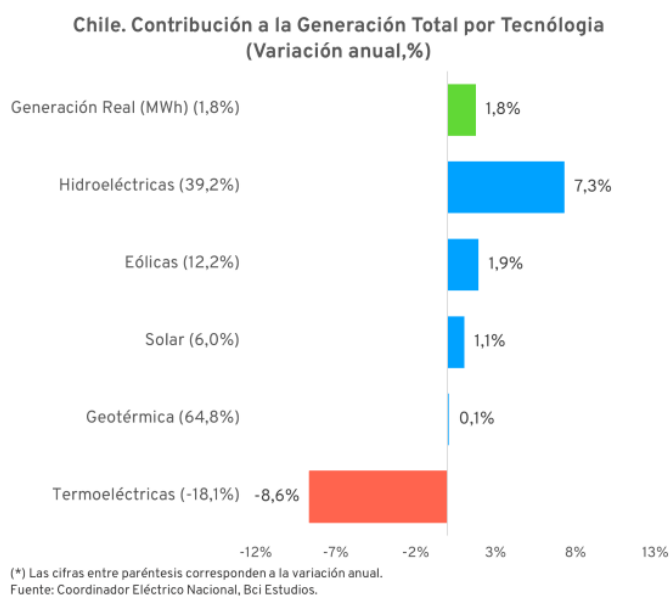
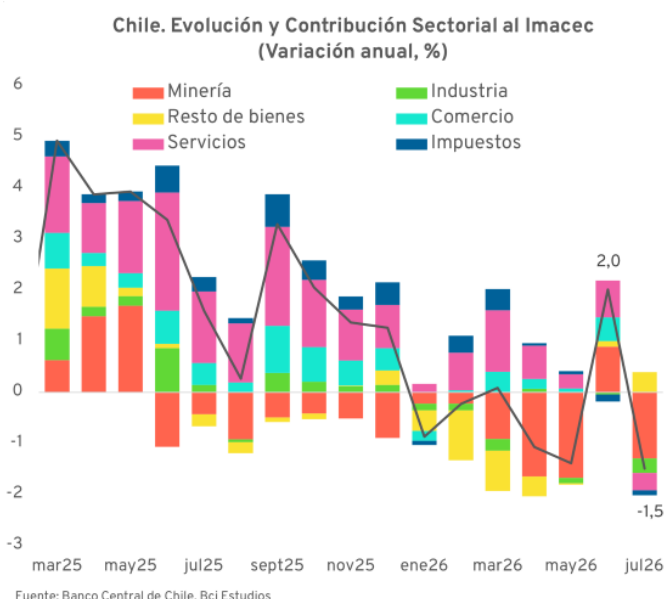
María Isidora

Undurraga
Economista



1. Chile. Shocks climáticos interrumpen el repunte económico y postergan la recuperación.

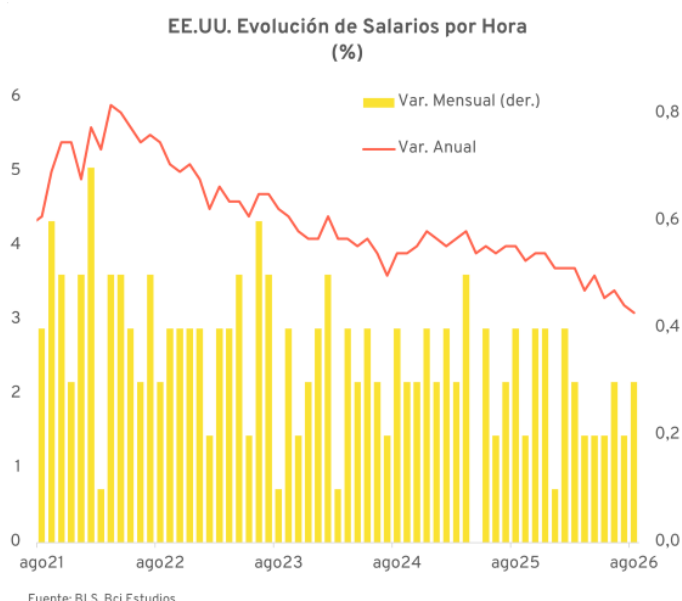
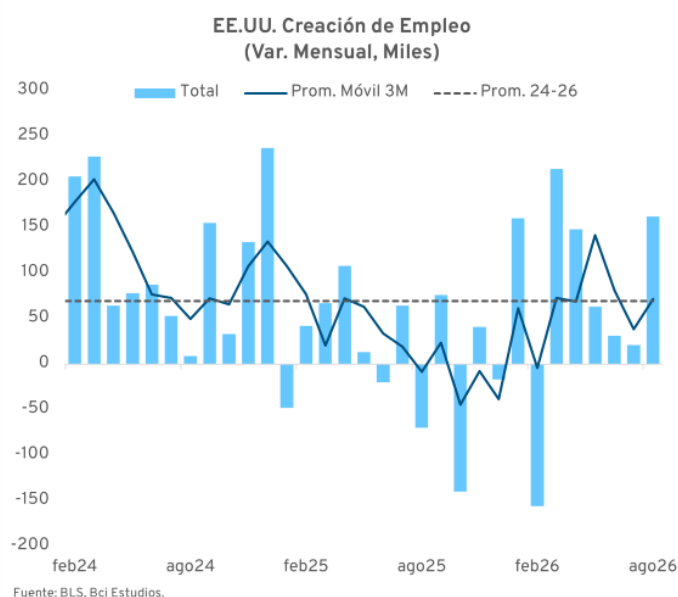
Luego de cinco meses de caídas consecutivas, la expansión del Imacec en junio parecía marcar el esperado punto de inflexión del ciclo contractivo. Sin embargo, este renovado optimismo chocó frontalmente con la realidad del mes de julio, donde la actividad económica registró una caída de 1,5% a/a y 1,7% m/m. Este retroceso estuvo condicionado por los efectos del fenómeno de El Niño, cuyos frentes climáticos adversos no solo agudizaron los problemas en sectores como la pesca y el agro, sino que tuvieron un impacto transversal. La minería, la principal afectada, se desplomó un 9,3% a/a debido al cierre de faenas, afectación logística por cortes de rutas y menores leyes del mineral. Asimismo, los servicios, que venían actuando como soporte del ciclo contractivo, sucumbieron a este shock cayendo un 0,7% a/a, arrastrados por la suspensión de clases que castigó la actividad de educación por menor prestación de servicio, además de disrupciones en el transporte de carga y pasajeros. La industria manufacturera (-3,1% a/a) también sufrió por la menor disponibilidad de insumos que ha afectado durante todo el año, mientras que el comercio sorteó la caída (+0,7% a/a), pero evidenció los efectos de la menor afluencia de público y complicaciones en la distribución mayorista. La gran excepción fue la agrupación Resto de Bienes que incluye a EGA, que creció un 3,4% a/a. Este avance se sustentó directamente en la mayor acumulación hídrica que disparó la generación hidroeléctrica que anotó una expansión de 39,2%, reemplazando la generación termoeléctrica de mayor costo que cayó un 18,1%.



Con estos resultados, el esperado ciclo de reactivación se posterga en el margen, consolidando una proyección de crecimiento del PIB acotado para el año. A corto plazo, el escenario mantiene un sesgo bajista debido a la amenaza de nuevos embates climáticos, ya que existe una preocupación latente por eventuales lluvias primaverales que podrían comprometer la temporada frutícola y generar nuevas paralizaciones operativas. No obstante, el panorama estructural sugiere que el piso del ciclo contractivo, independiente de este fenómeno transitorio, comienza a despejarse hacia adelante. Se proyecta que durante el segundo semestre las disrupciones de oferta se irán disipando gradualmente, favorecido por una matriz energética de mayor valor agregado y por bases de comparación menos exigentes, habilitando una recuperación paulatina. Esta trayectoria económica será más dinámica gracias a importantes catalizadores de largo plazo, donde se contabiliza un robusto catastro de inversión a materializar de USD 95.149 millones para el quinquenio 2026-2030, y la reciente aprobación de proyectos de ley, que permitiría reducir la burocracia estatal y aumentar la competitividad del país.

2. EE.UU. Sólidas cifras del mercado laboral en agosto, creación de empleo se muestra saludable.

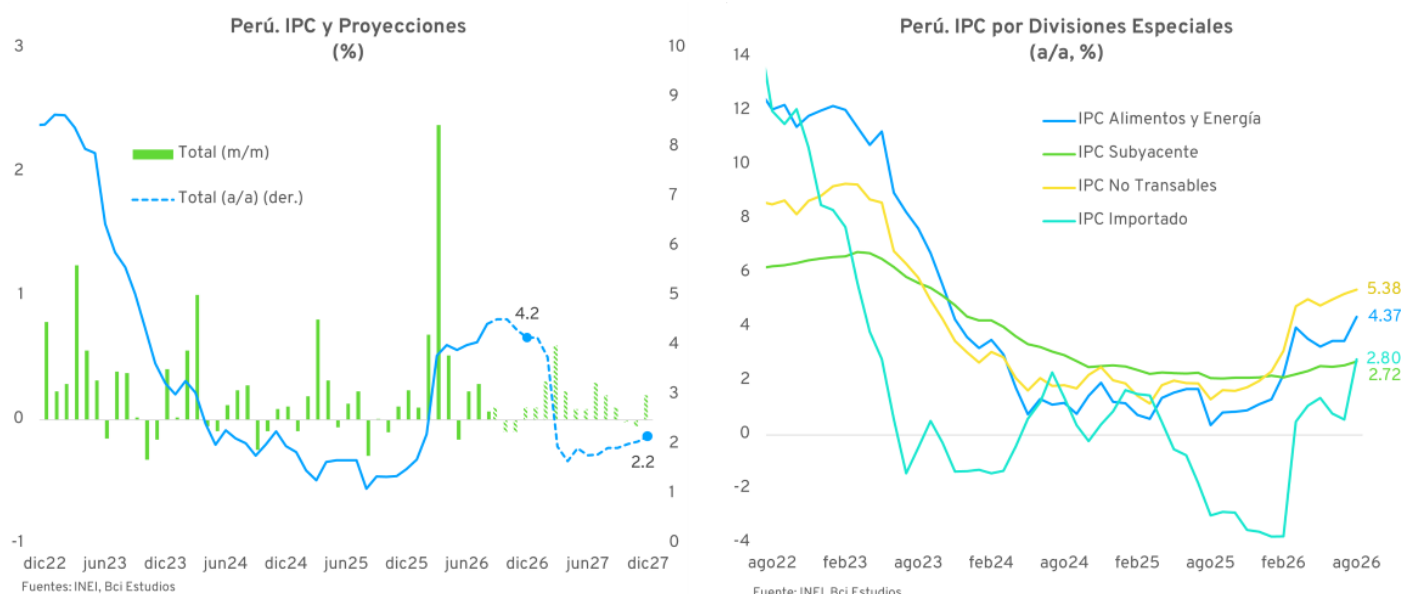
Las nóminas no agrícolas de agosto, más conocidas como payrolls, sorprendieron al alza con la creación de 162 mil empleos -muy por encima de los 55 mil previstos-, acompañadas por una revisión al alza conjunta de 55 mil empleos para los dos meses previos. Por sectores, las principales alzas provienen de Ocio y Hospitalidad (+62 mil), Gobierno (+35 mil) y Educación y Salud (+29 mil). En contraste, por segundo mes consecutivo se observó destrucción de puestos en Actividades Financieras (-11 mil), al tiempo que el sector de Información anotó una caída de 23 mil empleos. Un punto relevante es que, hasta al menos 2023, la economía estadounidense generaba cerca de 160 mil empleos mensuales cuando crecía en torno a su ritmo tendencial; sin embargo, durante los últimos dos años se aprecia un cambio estructural en esa tendencia. El promedio de creación entre 2024 y agosto de 2026 se ubica en 69 mil empleos y, a pesar de ello, la actividad económica continúa creciendo cerca de su tendencia, lo que da cuenta de que ya no se requeriría crear tantos empleos como antes. ¿La razón? Durante el último año hemos presenciado una marcada caída en la tasa de participación laboral, desde un 62,5% en enero de 2025 hasta un 61,6% en agosto. De acuerdo con la Reserva Federal de St. Louis, esto se asocia al envejecimiento demográfico, revisiones metodológicas en el cálculo poblacional y una menor participación de los tramos de 25-54 y 55-64 años. De este modo, con esta última lectura de payrolls, el promedio móvil de tres meses se ubicó en 71 mil empleos -un nivel en torno al nuevo ritmo saludable-, lo que eliminaría el riesgo a la baja sobre el mercado laboral, aun cuando este ha mostrado bastante volatilidad en el período reciente.



La tasa de desempleo, por su parte, se mantuvo sin cambios en 4,1%, mientras que la tasa de participación aumentó levemente hasta un 61,6%. Los salarios mostraron un crecimiento en línea con lo previsto, de 0,3% m/m y 3,1% a/a, aunque se corrigieron a alza algunas cifras previas, dando cuenta de un sesgo al alza en la inflación. De todas formas, el promedio de los últimos seis meses de la variación mensual se ubica en 0,23% m/m, lo que, de sostenerse, podría ser consistente con un crecimiento anualizado de los salarios del 2,0%. En suma, la economía refleja un empleo saludable. Con esto, la Reserva Federal se mantendrá muy atenta a la próxima publicación de inflación el 11 de septiembre para definir el rumbo de la política monetaria, donde si la cifra se muestra al alza, le daría la razón a quienes poseen una visión más hawkish. En Bci Estudios, anticipamos que la tasa de interés se mantendrá sin cambios en lo que resta del año; sin embargo, los riesgos al alza provienen de renovadas presiones en los precios de la energía asociadas al conflicto en Medio Oriente.

3. Perú. IPC de agosto se eleva por efecto base y presiona la cautela del BCRP.

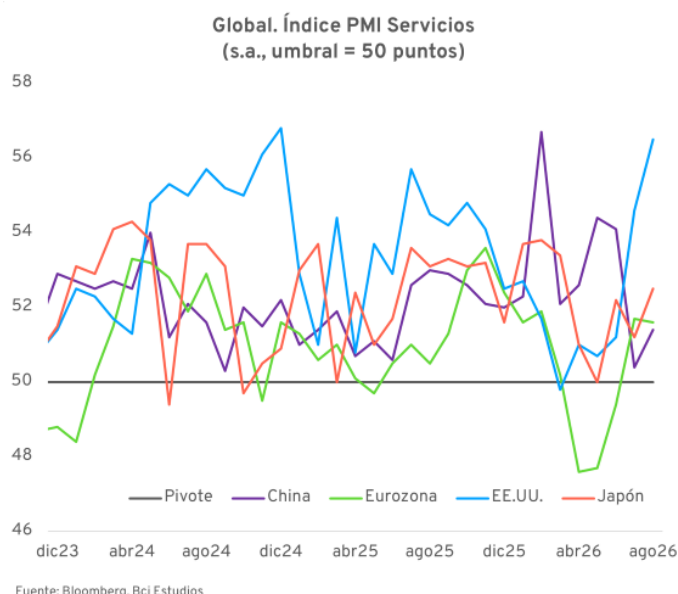
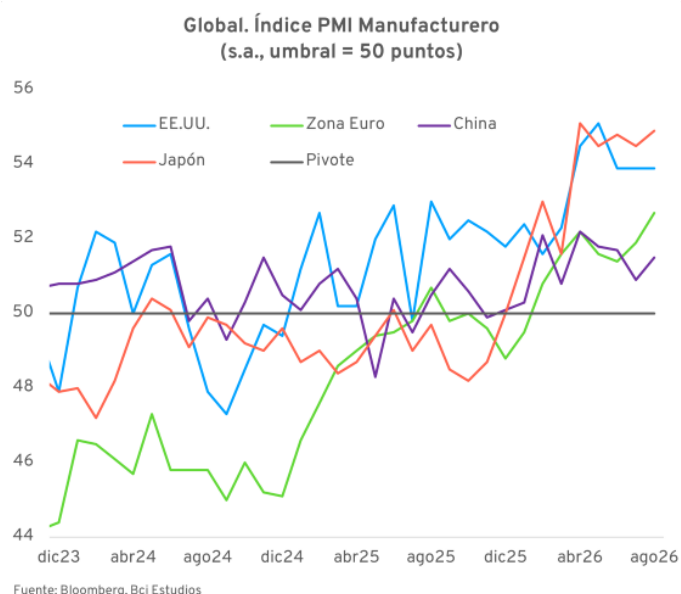
En agosto, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Lima Metropolitana registró una variación de 0,07% m/m, ubicándose algo sobre las estimaciones de mercado, aunque es una desaceleración respecto al mes previo. Así la tasa anual se elevó a 4,44% a/a impulsada principalmente por un efecto base desfavorable. El resultado estuvo explicado por la contracción en Alimentos y Bebidas no Alcohólicas (-0,66% m/m) ante la normalización de la oferta avícola y caídas en frutas, sumada a una clara moderación en servicios (-0,07% m/m), por menores precios de pasajes aéreos e interprovinciales. Los que lograron compensar las alzas en energía y transportes, el reajuste en las tarifas de electricidad residencial (+3,99% m/m) y el alza en petróleo diesel y gasohol (+11,5% m/m y +8,36% m/m, respectivamente). De este modo, el IPC sin alimentos y energía fue de 0,02% m/m (4,51% a/a).



Hacia adelante, anticipamos una disipación paulatina de los choques en energía, de precios importados y una menor presión inflacionaria sobre el margen a medida que la demanda y los servicios mantengan su ritmo de normalización. Bajo este escenario, proyectamos que la inflación total cerraría el año en 4,2% a/a, permaneciendo por encima del rango meta del Banco Central de Reserva del Perú. En consecuencia, prevemos que el BCRP mantendrá un sesgo en las decisiones del directorio, evaluando una posible alza de 25pb en sus próximas reuniones.

4. Global. Divergencia en indicadores PMI refleja resiliencia en servicios y debilidad manufacturera ante presiones de costos.

El clima de negocios global mostró un desempeño heterogéneo durante agosto, marcado por una desaceleración industrial que contrasta con el dinamismo del sector servicios. En EE.UU., el PMI Manufacturero del ISM descendió a 54,6 puntos, en línea con el PMI de S&P Global que se mantuvo estable en 53,9 puntos en medio de cuellos de botella y mayores precios. Sin embargo, la actividad agregada se vio compensada por el sector servicios estadounidense, que aceleró a 56,5 puntos. En la Zona Euro, el PMI Compuesto se mantuvo estable en 52,0 puntos, con un sector manufacturero aún contenido y presiones inflacionarias que persisten, evidenciadas por un IPP que alcanzó un 5,8% a/a impulsado por la energía. Por su parte, en Asia, Japón exhibió un repunte generalizado en el margen: el PMI Manufacturero escaló a 54,9 puntos traccionado por la demanda vinculada a la inteligencia artificial, mientras que el PMI de Servicios aumentó situándose en 52,5 puntos. Finalmente, China registró una recuperación acotada en los servicios (51,4 puntos), pero el débil impulso del sector exportador y las presiones de costos mantienen contenida la actividad manufacturera general.



Desde Bci Estudios, proyectamos que la actual divergencia sectorial limitará las holguras de capacidad en el corto plazo, consolidando un escenario de ajuste asimétrico en la economía global. El dinamismo sostenido en los servicios, particularmente en EE.UU. y Japón, es consistente con una demanda interna que aún mantiene tracción, pero que a su vez ejerce resistencia sobre la rápida convergencia inflacionaria. A esto se suma el encarecimiento de los insumos energéticos derivados de la tensión geopolítica en Medio Oriente, con un petróleo WTI cotizando por sobre los 92 USD/b, lo que dificulta el anclaje de expectativas de precios. En este escenario estimamos que los principales bancos centrales, incluyendo la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, mantendrán una postura de cautela frente a la persistencia inflacionaria de los costos, postergando recortes en sus tasas de referencia. Hacia adelante se espera que el crecimiento global dependa críticamente de la resiliencia del mercado laboral y del superciclo tecnológico, factores que deberán compensar la falta de dinamismo en la demanda interna china y el estancamiento estructural europeo.

5. Chile. Nuevo régimen de inversiones para las AFP

Tal como se había legalmente establecido, la Superintendencia de Pensiones publicó el 1 de septiembre pasado el nuevo régimen de inversión de las AFP, bajo el marco de los fondos generacionales. Esto es parte de la reforma al sistema de pensiones promulgada hace ya un año y medio. La propuesta original de régimen fue sometida a comentarios de parte de expertos y actores del mercado, de forma de que su implementación no generara fricciones y ajustes no deseados en el sistema financiero. Prácticamente todas las observaciones fueron recogidas, lo que da seguridad de que la transición al nuevo régimen será sin mayores contratiempos.

El proceso de su implementación comienza el 1 de abril de 2027, para completarse en todas sus dimensiones el 31 de marzo de 2031. Habrá hasta ese entonces flexibilidad en las desviaciones para las bandas de inversión establecidas.

Entre los principales tópicos que se recogieron en la publicación final destaca:

- 1) Se incrementa el margen de tracking error, que en su versión preliminar era extremadamente estrecho. Ello obligaba a una acción pasiva de parte de las AFP, que debían alinearse casi por completo con el portafolio benchmark.
- 2) Se amplían las bandas de desviación en materia de retorno del portafolio, lo que permite administrar con mayor flexibilidad la volatilidad de corto plazo, sin tener que recurrir a aportes extraordinarios de capital.
- 3) Se eleva la exposición de límite de emisor bancario de instrumentos financieros, descomprimiendo las presiones que se generaban sobre algunos bancos, dada la conformación actual de portafolios de las AFP. De no haberse hecho el ajuste, habríamos visto implicancias sobre el costo de fondeo de los bancos.
- 4) Inversiones en activos de infraestructura e inmobiliarios pasan a ser parte solo del portafolio total de Activos Alternativos, liberando la limitación que se leía en la versión preliminar, que los incorporaba dentro del sub-límite Capital Privado. Ello da más espacio para invertir en estos activos y, por tanto, abrir espacios para una mayor rentabilidad en el portafolio total.

Glosario

Apreciación: Aumento en el valor de la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas.

Bonos de Gobierno: Instrumentos de deuda emitidos por entidades de Estado.

Commodities: Bienes físicos sin valor agregado y necesarios para la elaboración de productos más complejos. Se asocia con materias primas.

Déficit Fiscal: Condición financiera en que gastos realizados por el Estado son mayores que los ingresos percibidos.

Demanda Interna: Componente del Producto Interno Bruto por gasto. Incluye Consumo Privado, Consumo de Gobierno, Formación Bruta de Capital Fijo y Variación de Existencias.

Depreciación: Disminución en el valor de la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas.

Deuda Soberana/Deuda Pública: Conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a otro acreedor.

Flexibilización Cuantitativa (QE): Herramienta de política monetaria no convencional que busca aumentar la oferta monetaria a través de la compra de activos financieros.

Gasto Público: Consumo de Gobierno, relacionado con los recursos que desembolsa el Estado. Componente del Producto Interno Bruto por gasto.

Inflación: Aumento sostenido en el nivel de precios de bienes y servicios.

Meta inflacionaria: Esquema monetario asociado con la búsqueda de un nivel objetivo para la inflación dentro de un horizonte.

Normalización Monetaria: Proceso en el cual la política monetaria se acerca hacia niveles neutrales.

PIB: Producto Interno Bruto.

PIB Potencial: Producto Interno Bruto de corto plazo. Puede ser afectado por shocks transitorios.

PIB Tendencial: Producto Interno Bruto de mediano plazo. No afectado por shocks transitorios.

Política Monetaria Contractiva: Política efectuada por la autoridad monetaria destinada a reducir el tamaño de la oferta monetaria.

Política Monetaria Expansiva: Política efectuada por la autoridad monetaria destinada a incrementar el tamaño de la oferta monetaria.

Tasa de Desempleo: Nivel de desocupación entre la población económicamente activa.

Tipo de Cambio Real: Razón entre la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas incorporando la inflación local y externa.

TPM: Tasa de Política Monetaria.

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Bci Estudios.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de la División de Banco de Crédito e Inversiones denominada, Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de las inversiones o expectativas responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías. No obstante, esto no garantiza que las proraciones previstas se cumplan. Todas las opiniones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con el Banco, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los activos o instrumentos financieros mencionados en este informe y podría invertir o vender en esos mismos activos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.