

Sergio Lehmann

Economista Jefe
Corporación Bci

Francisca Pérez

Economista
Principal

Antonio Moncado

Economista
Senior

Daniel Navarrete

Economista
Senior

María Isidora Undurraga

Economista

Los indicadores sectoriales en Chile sorprenden al alza, sugiriendo un punto de inflexión en la actividad y dejando atrás el piso del ciclo contractivo, pese a que el mercado laboral mantiene claras señales de holgura. En renta fija, las tasas de mercado se elevan y divergen de nuestra visión fundamental. En el plano internacional, Estados Unidos muestra un sólido desempeño en su demanda interna mientras la Fed mantiene cautela en su política monetaria.

Editorial

Concluye una semana en donde la política monetaria, tanto en Chile como en EEUU, fueron protagonistas. Si bien en ambos casos se mantuvieron las tasas de referencia, según lo anticipado, el tono de cautela predomina. El precio del petróleo ha vuelto a subir, para ubicarse en lo último, para situarse el WTI en torno a 85 US\$/b, frente al recrudecimiento de los ataques EEUU-Irán. Esto ha llevado a nuevas preocupaciones sobre la inflación, lo que ha presionado al alza a las tasas de interés. Los bancos centrales seguirán con cuidado los desarrollos antes de definir sus próximos movimientos. Prevemos que hacia fin de año la Fed eleve su tasa de política en 25pb, reconociendo la mayor persistencia inflacionaria, mientras que nuestro banco central tendría espacio para un recorte en la primera parte de 2027, de forma de llevar la tasa a su valor neutral.

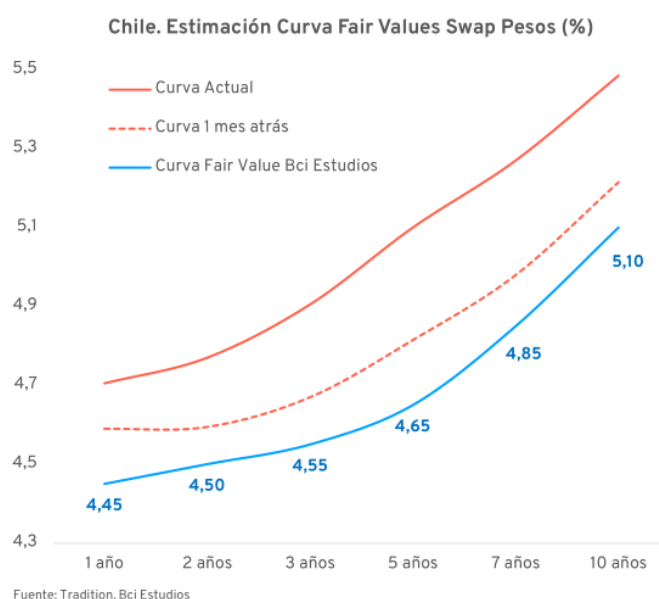
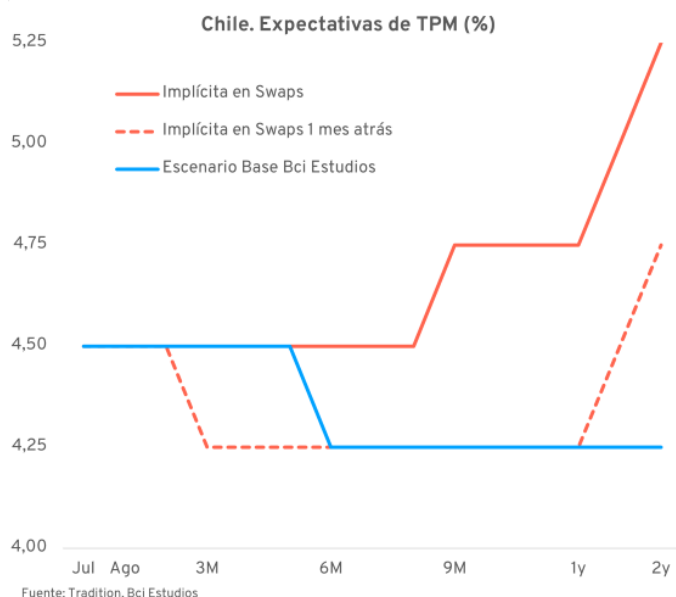
Es importante hacer ver que Kevin Warsh, presidente de la Fed desde mayo pasado, ha ido implementando cambios en las comunicaciones, generando alguna controversia. En primer lugar, elimina el sesgo o guía al mercado respecto de la política monetaria. Eso podría introducir alguna mayor volatilidad en las tasas de mercado, en respuesta a los datos económicos que se vayan publicando. Ha señalado, además, que más que el PCE subyacente para definir la política de la Fed, le acomoda la medida de PCE que publica la Fed de Dallas, la que poda movimientos extremos, sacando del cálculo precios volátiles. Esa lectura es hoy día 2,4% anual, casi 1% por debajo del registro PCE subyacente.

En materia de actividad local, de acuerdo las cifras publicadas por el INE en materia de comercio y producción industrial, se reconocen mejoras en el margen, sugiriendo que el Imacec de junio habría marcado un alza de 1,7% anual. Estimamos que hacia los próximos meses iremos viendo cifras más robustas. Esta mirada es coherente con lo señalado por el Banco Central en su comunicado tras la reunión de política de esta semana. Si bien se reconoce que el crecimiento del primer semestre estuvo bajo lo anticipado, hacia lo que viene veríamos un repunte de la mano de la inversión y en la producción de recursos naturales.



1. Renta Fija. Banco Central decide mantener TPM en 4,5%, mostrando cautela respecto del escenario externo y su impacto en inflación. Tasas del mercado de renta fija se elevan, al tiempo que nuestra visión fundamental sugiere correcciones a la baja.

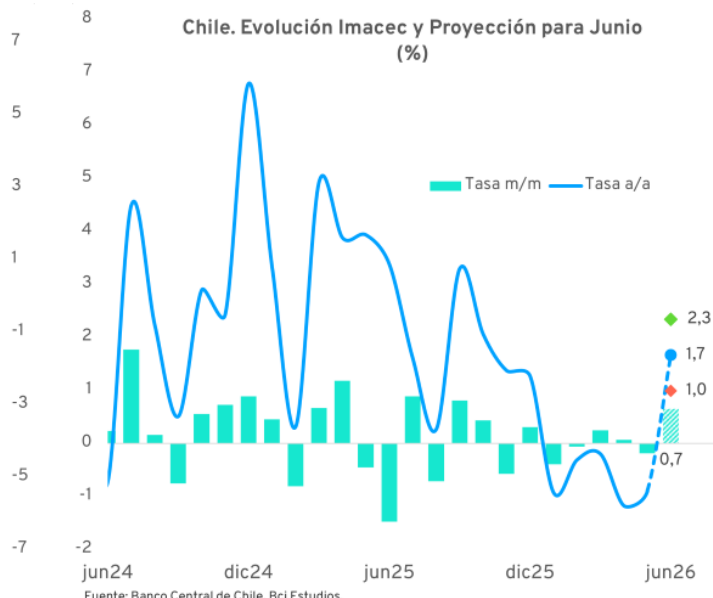
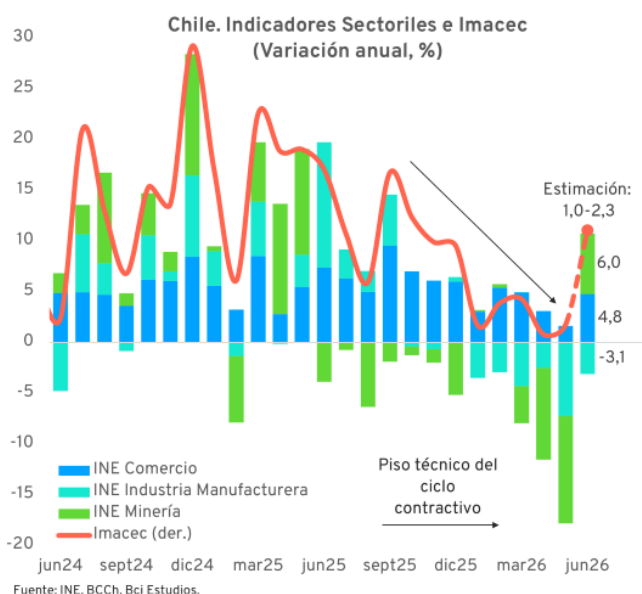
Esta semana la atención estuvo puesta en las decisiones de política en Chile y EEUU, aunque más allá de la expectativa de mantención sobre las tasas de referencia, el mercado esperaba definiciones en términos de actividad e inflación, luego del resurgimiento de las tensiones en Medio Oriente y los mayores precios del petróleo. En este contexto, a nivel local, el Banco Central mantuvo la cautela en su orientación de política, señalando que la inflación se ubicó por encima de lo esperado en el último IPoM, junto a señales de moderación en la actividad. En este contexto, vemos que la mantención en el actual nivel se extenderá durante este año, para retomar la convergencia hacia su nivel neutral de 4,25% a comienzos del próximo año. La recuperación en las expectativas inflacionarias asociadas a mayores presiones de oferta, tanto del lado de gasolinas como alimentos, ha motivado importantes alzas en los niveles de tasas en el mercado de renta fija. Con ello, la expectativa implícita en estos precios considera alzas en TPM que distan con holgura de nuestra visión fundamental.



Con ello, la estimación de los niveles fair value para la curva swap nominal, da cuenta de un espacio de ajuste a la baja relevante en estos instrumentos. En particular, vemos que el nivel fair value para un swap en pesos a 2 años se ubicaría en torno a 4,5%, a 5 años en 4,65%, y a 10 años en 5,1%. Estos niveles se encuentran cercanos a 35pb por debajo del nivel actual de mercado, ampliando su distancia tras el ajuste en expectativas de inflación. Finalmente, del lado de la curva de bonos también se observan espacios de caída en la curva nominal, considerando que los fair value de la parte larga, se encuentran algo por encima de lo previsto hace algunos meses, debido a internalización de mayores premios asociados al mayor endeudamiento requerido por el gobierno, que se encuentra en discusión, junto a un escenario fiscal más estrecho. Estimamos con ello, un fair value para un BTP-10 en torno a 5,6%.

2. Chile. Indicadores sectoriales marcan punto de inflexión y consolidan tracción en la actividad económica en el margen, vislumbrando que el piso del ciclo contractivo ya ocurrió.

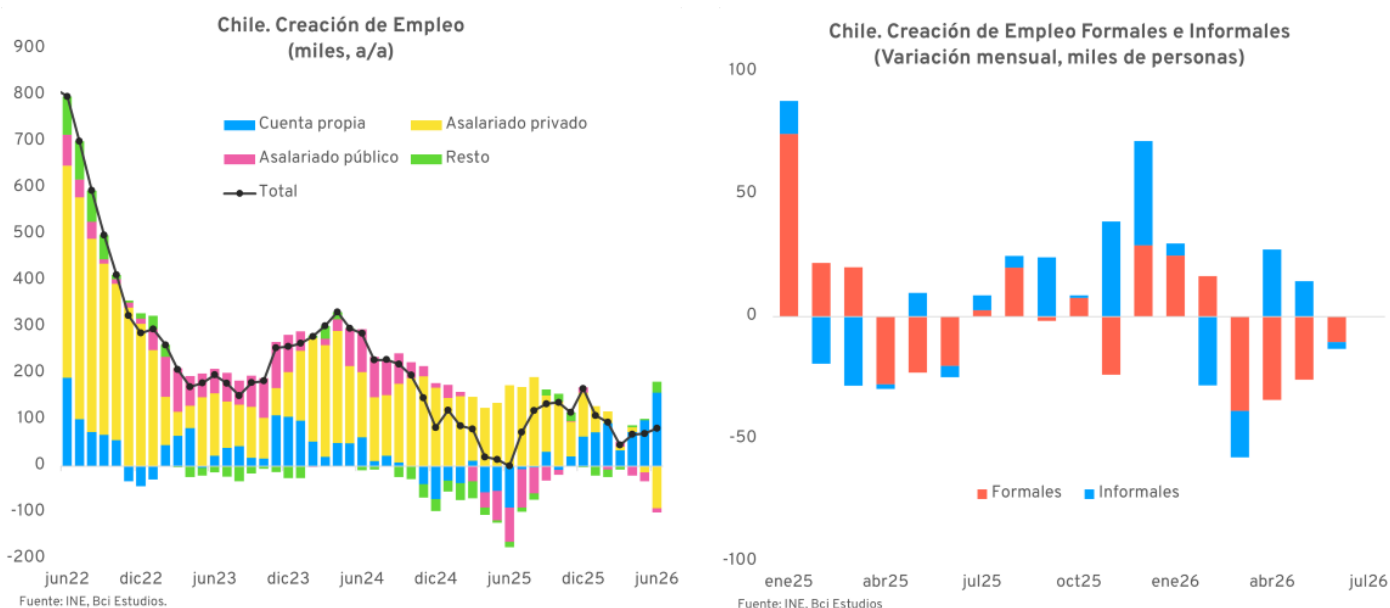
La publicación de los indicadores sectoriales correspondientes a junio de 2026 dio cuenta de un repunte generalizado en los principales motores de la economía real, superando ampliamente las expectativas del consenso de mercado. El Índice de Producción Industrial (IPI) anotó una expansión de 1,3% a/a, cifra considerablemente superior a la contracción de -3,5% a/a proyectado por el consenso del mercado. Este desempeño favorable estuvo sustentado en el dinamismo del Índice de Producción Minera, que registró un avance de 6,0% a/a debido a un mayor tratamiento físico de cobre, logrando absorber la caída de -3,2% a/a en el sector manufacturero, el cual también moderó su contracción frente al -5,0% a/a previsto. Por su parte, la actividad comercial evidenció una recuperación importante al expandirse un 4,8% a/a a precios constantes, traccionada por la aceleración del índice minorista (IACM), que avanzó un 5,1% a/a frente al 3,0% de las proyecciones. Al interior de la división comercial, los componentes automotriz y mayorista se expandieron un 11,1% a/a y 4,7% a/a, respectivamente, amortiguando el retroceso de -2,6% a/a en las ventas de supermercados revelando que aún las holguras en la demanda interna vinculado con el consumo habitual permanecen presentes.



Desde Bci Estudios, proyectamos un Imacec para junio en torno a 1,7% a/a [1,0%-2,3%] y 0,7% m/m, marcando formalmente el punto de inflexión de la actividad económica tras tocar el piso técnico del ciclo contractivo en los meses previos, favorecido por un efecto calendario de un día hábil adicional. Este resultado sectorial configuraría una contracción para el PIB del 2T26 en torno a -0,2% a/a, registrando una expansión desestacionalizada de 0,3% t/t que disipa temores de recesión técnica y un resultado acumulado cercano -0,3% para el 1S26. Estas cifras serán confirmadas de forma preliminar por el instituto emisor este lunes y consolidadas en las cuentas nacionales el próximo 18 de agosto. Nuestra visión sugiere que este desempeño es consistente con cerrar el año con un crecimiento económico en torno al 1,0%. No obstante, la disipación de la transitoriedad de los shocks de oferta previos entrega mejores perspectivas para la segunda mitad del año e introduce un leve sesgo al alza hacia un resultado marginalmente superior al 1,0% anual. En este escenario estimamos que el potencial fin del ciclo contractivo y un efecto base más favorable permitirán consolidar la convergencia de la actividad. Hacia adelante se espera que la resiliencia del comercio y el dinamismo de la producción minera, sustenten el necesario ajuste en la absorción de holguras hacia una fase expansiva.

3. Chile. Mercado laboral mantiene su deterioro con una tasa de desempleo en 9,4%, y una destrucción de empleo en lo que va del año.

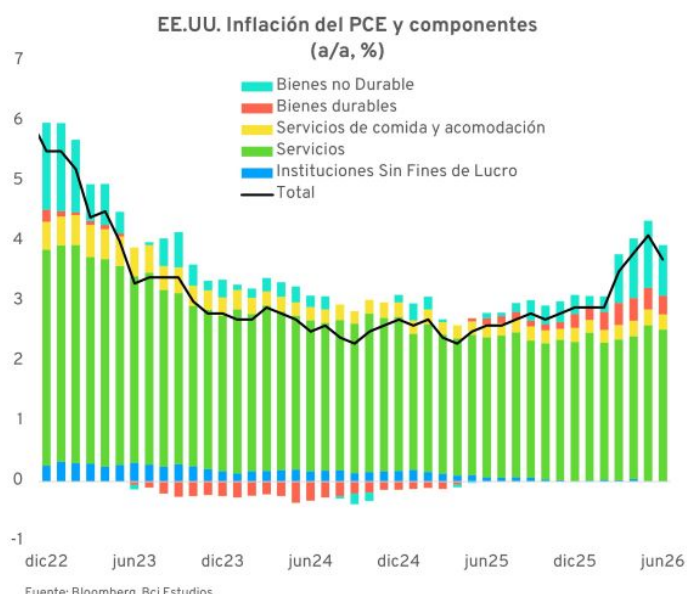
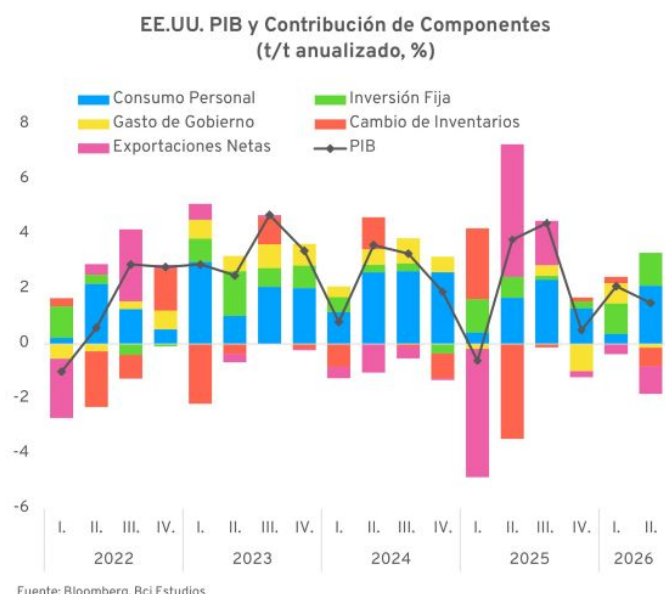
El mercado laboral mantiene señales claras de debilidad estructural. En el trimestre móvil abril-junio, la tasa de desempleo se posicionó en 9,4% -su nivel más elevado desde junio de 2021-, mientras que la serie ajustada por estacionalidad se ubicó en 9,3%, ambas sin variaciones respecto al periodo previo. Por su parte, la tasa de participación no muestra cambios significativos en 62,3%. En materia de calidad de la ocupación, la tasa de informalidad alcanzó un 27,0%, reflejando una marcada divergencia en la composición del empleo: una expansión de 4,7% a/a en los ocupados informales frente a una contracción de 0,5% a/a en el empleo formal.



Aunque en doce meses se registra una creación neta de 82 mil puestos de trabajo, la dinámica en el margen ratifica el sesgo a la baja: durante el mes se destruyeron 13 mil empleos, anotando su quinta caída mensual consecutiva y acumulando una pérdida cercana a los 100 mil puestos en lo que va del año. Por categoría ocupacional, el crecimiento anual descansó íntegramente en los trabajadores por cuenta propia (+158 mil a/a), compensando la destrucción de empleo asalariado privado (-90 mil a/a) y público (-10 mil a/a). A nivel sectorial, la menor ocupación en minería, agricultura y administración pública fue amortiguada por avances marginales en manufactura, comercio y servicios.

4. EE. UU. La lectura preliminar del PIB se modera al 1,5% t/t anualizado, pero la demanda interna se mantiene sólida; la Fed mantiene tasas y reduce su forward guidance.

Esta semana se publicó la lectura adelantada del PIB del 2T26, el cual registró una expansión de 1,5% t/t anualizado, ubicándose por debajo de lo previsto por el mercado. Sin embargo, la cifra titular subestima la firmeza de la demanda interna subyacente, medida por las ventas finales a compradores domésticos privados, que se aceleró hasta un 3,9% t/t anualizado. El crecimiento fue impulsado principalmente por el consumo privado, que se recuperó un 3,2% t/t anualizado y aportó 2,12 pp al PIB total, favorecido por el dinamismo en servicios y el impacto positivo del Mundial de Fútbol de la FIFA. Por su parte, la inversión privada también se mostró dinámica con un avance del 3,0% t/t anualizado (donde la inversión fija no residencial escaló un 8,4%), empujada por el auge de la Inteligencia Artificial y una demanda de equipos que comenzó a extenderse a sectores industriales y de transporte. En contraste, las exportaciones netas restaron 1,0 pp al crecimiento total debido a un aumento de las importaciones de bienes de capital para IA y al adelanto de compras ante los nuevos aranceles. Por último, el gasto de gobierno también contribuyó negativamente en el margen. En suma, si bien estas cifras reflejan cierta moderación en el agregado, los componentes de demanda interna muestran un comportamiento sólido.



Por su parte, la Reserva Federal mantuvo la tasa de interés sin cambios en el rango 3,50%-3,75% en su reunión de julio, en línea con lo previsto. El escenario de cautela fue respaldado por el PCE, la medida de inflación preferida de la Fed, que aunque cayó 0,1% mensual en junio, se mantuvo en un persistente 3,7% interanual, donde además aumenta la incertidumbre producto de los renovados ataques en Medio Oriente. Esta constituye la quinta reunión consecutiva sin variaciones y la segunda bajo el mandato del nuevo presidente Kevin Warsh, quien ha consolidado un cambio de estilo en la institución. Esto último se reflejó en lo escueto del comunicado y en la intención de evitar un forward guidance rígido, al considerar que resta margen de maniobra a la política monetaria. Pese a esto, la entidad mantiene una postura cautelosa y dependiente de los datos, respaldada por una clara división interna donde tres miembros del comité votaron en disidencia a favor de un alza de 25 pb ante la persistencia de la inflación. Tras la publicación de las cifras económicas y el anuncio de la Fed, las expectativas del mercado sobre un eventual incremento de 25 pb se desplazaron hacia la reunión de diciembre.

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.