

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado Lunes 28 de Julio del 2025



**EUGENIA ANDREASEN, CARLOS BUDNEVICH, KEVIN COWAN, JUAN PABLO MEDINA Y
ANDREA TOKMAN**

Los riesgos geopolíticos han disminuido en las últimas semanas, gracias a un acuerdo de cese al fuego entre Irán e Israel, despejando por el momento una de las fuentes de incertidumbre presentes en la última reunión de política monetaria. En contraste, la política arancelaria de EE. UU. se ha convertido nuevamente en la principal fuente de incertidumbre para la economía global. Por un lado, el gobierno estadounidense anunció un nuevo paquete de aranceles, que incluiría un eventual arancel de 50% a las importaciones de cobre. Por otro, se han ido anunciando acuerdos comerciales con países específicos y con la UE, que han generado alivio a los inversionistas, a pesar de que implican niveles de aranceles sustancialmente mayores a los vigentes en marzo.

En paralelo, la aprobación de la reforma fiscal en el Congreso Americano consolidó un escenario de altos déficits fiscales, altas tasas de interés de largo plazo y un debilitamiento del dólar en los mercados globales. Por su parte, los precios de las importaciones en Estados Unidos y la compresión de márgenes empresariales apuntan a que las empresas americanas han estado absorbiendo el costo de los aranceles – lo que sugiere alzas futuras de precios y bajas en la actividad e inversión.

De esta manera, para la economía global, se confirma un escenario base de menor actividad en el mediano plazo.

En el plano doméstico, si bien la actividad ha sorprendido con mayor dinamismo al esperado en los últimos meses, esto se asocia principalmente a factores temporales de demanda y factores sectoriales de oferta. El consumo permanece estancado, reflejando el bajo dinamismo del mercado laboral, y la actividad no minera permanece débil. Por su parte, la inflación ha sorprendido a la baja, y las expectativas de inflación a diciembre de este año se han reducido en comparación con el primer trimestre de este año y se encuentran firmemente ancladas en el horizonte de política.

En este contexto, el GPM recomienda reducir en 25pbs la TPM (a 4.75%), retomando la convergencia a su nivel neutral, y condicionando el ritmo futuro de dicha convergencia a la evolución de la inflación y actividad local, y a los desarrollos en la economía global.

Luego de un período de relativa calma, el 7 de julio el gobierno de Estados Unidos volvió a activar la discusión arancelaria, postergando la entrada en vigencia de los aranceles al 1 de agosto y anunciando aranceles a Japón y a Corea del Sur. El día siguiente, anunció aranceles adicionales a un segundo grupo de países, incluyendo un arancel de 50% a Brasil, además de un arancel de 50% al cobre. En las semanas siguientes, se anunciaron acuerdos comerciales con Indonesia, Filipinas y Japón, que se suman al ya anunciado acuerdo con China. El fin de semana se anunció un acuerdo con Unión Europea similar al alcanzado con Japón. Si bien estos acuerdos arancelarios han generado un alivio en los inversionistas, al ser menores que los anunciados en abril, contemplan aranceles de entre 15 y 19%, considerablemente mayores a los aranceles efectivos en marzo. Se estima que, con los anuncios vigentes hasta la semana pasada, los aranceles promedio en Estados Unidos llegarían a un promedio de 20,2% (3,8% en marzo) el nivel más alto desde el año 1911 (fuente: Yale Budget Lab).

Sumado a lo anterior, se consolida la preocupación sobre la trayectoria creciente de la deuda del gobierno de EE. UU., al haberse aprobado el proyecto de ley fiscal. Se estima que este proyecto agrega al menos tres trillones de USD al déficit fiscal durante los próximos 10 años, en un contexto donde el déficit del 2025 ya se estimaba por sobre el 6% del PIB. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal de EE. UU. se siguen reflejando en la valoración del dólar y las tasas de interés de los bonos del tesoro. Así, el dólar se ha depreciado en términos multilaterales del orden de 9% en lo que va del 2025, mientras que la tasa de interés los bonos del tesoro de EE. UU. a 20 años se han mantenido a niveles cercanos a 5% en las últimas semanas.

Persisten las señales de que la actividad y comercio globales se debilitarían a futuro, configurando perspectivas de crecimiento menores para este año y el próximo. Si bien esta desaceleración no ha ocurrido tan rápido como se esperaba, las proyecciones del crecimiento del PIB global para este año y el próximo se han reducido respecto a lo esperado hace seis meses, con una desaceleración particularmente marcada para EE. UU. Así, la OECD redujo en junio sus proyecciones de crecimiento global para los años 2025 y 2026 a 2,9% (cifras de 3,1% y 3,0% en marzo) y las proyecciones de EE. UU. para el 2025 y 2026 a 1,6% y 1,5% (cifras de 2,2% y 1,6 en marzo). Por su parte, el FMI ya había reducido en abril las proyecciones de crecimiento global en 0,5% para este año y 0,3% para el próximo, con ajustes a la baja de 0,9% y 0,4% para EE. UU.

La inflación en EE. UU. subió a 2,7 % anual en junio, levemente por sobre las expectativas de 2,6 % de los analistas encuestados por Bloomberg. Los analistas de mercado esperan que la Reserva Federal mantenga las tasas en julio, con la primera baja de tasas en setiembre. Los datos de inflación y la estabilidad de los precios de importaciones FOB sugieren que las empresas americanas están absorbiendo los mayores costos por los aranceles y que están postergando el traspaso de dichos costos a sus clientes. Esto es consistente con las caídas de márgenes reportadas en algunas empresas listadas. Hacia adelante esto debiese traducirse en menor inversión y mayor inflación.

En China, los indicadores de actividad económica se siguen mostrando resilientes a la guerra comercial, apuntaladas por una política fiscal expansiva y condiciones monetarias expansivas. Sin embargo, para el 2025 se espera un menor crecimiento que el año 2024, producto del impacto los aranceles impuestos por EE. UU. y el proceso de ajuste en el sector inmobiliario residencial.

En las últimas semanas – y de la mano de una tregua entre Irán e Israel -- los precios del petróleo, que habían escalado a mediados de junio, han vuelto a niveles cercanos a 65 USD/Bbl. Por su parte, muchos de los precios en los mercados financieros globales no están reflejando la incertidumbre comercial. Tanto el VIX como el MOVE están hoy en los menores niveles del año, mientras que la mayoría de las bolsas globales han mostrado ganancias en el último mes (y en lo acumulado del año).

A nivel interno, la actividad y demanda nacional han mostrado resiliencia a pesar de la alta incertidumbre global. En el IPOM de junio el Banco Central revisó levemente al alza el crecimiento del PIB para 2025 hasta un rango de 2,0-2,75% (1,75-2,75% en IPOM de marzo). Para 2026 y 2027, el Banco Central mantiene su rango de crecimiento en 1,5-2,5%. Esta alza es consistente con las mayores expectativas de crecimiento para el 2025 de la EEE, que suben desde un 2,2% en marzo a un 2,3% en julio. Detrás de este ajuste al alza para el 2025 está un mejor desempeño para el comienzo del año y alzas en las expectativas para la inversión minera y energética, que compensan el menor dinamismo proyectado para las exportaciones.

En lo más reciente, la actividad ha sorprendido con mayor dinamismo al esperado. Este se asocia principalmente a factores temporales de demanda como el turismo de compras, y factores sectoriales de oferta como la inversión minera. Sin embargo, el consumo permanece estancado, reflejando el bajo dinamismo del mercado laboral, y la actividad no minera permanece débil.

El mercado laboral chileno sigue dando señales de debilidad al compararlo con su dinámica previa a la pandemia. El número de ocupados ha permanecido virtualmente sin cambios desde fines del año 2024. Además, la tasa de desempleo se ubicó en 8,9% en los trimestres móviles marzo-mayo, 6 décimas porcentuales mayores que en igual trimestre móvil del 2024. Por su parte, las remuneraciones reales se han mantenido creciendo a un ritmo relativamente estable en torno a 3,5% anual.

El 8 de julio Trump anticipó un arancel de 50% al cobre, adelantando las conclusiones de una investigación iniciada en febrero para analizar si las importaciones del cobre representaban una amenaza a la seguridad de EE. UU. El anuncio generó un fuerte aumento en el precio del metal, y una importante brecha entre los precios en los principales mercados de metales. A fines de la semana pasada los futuros del cobre en Nueva York llegaron a 5,9 USD/lb mientras que los precios spot en Londres se ubicaron en 4,47 USD/lb, impulsados por un fuerte incremento de importaciones de EE. UU que buscaban anticiparse al arancel. Aún falta la confirmación de dicho arancel, y no se conocen el detalle respecto a cuáles productos de cobre se aplicará el arancel. Sin embargo, es probable que en el mediano plazo el impacto sobre el precio del cobre se vea mitigado por la baja elasticidad de la demanda de los importadores estadounidenses. Con todo, no se puede descartar que la mayor incertidumbre en el mercado del cobre tenga un impacto en las inversiones mineras en Chile.

El valor del dólar en pesos subió de 930 a cerca de 970 posterior a los anuncios recientes de aranceles, para bajar en los últimos días a 951. La bolsa chilena se ha mantenido relativamente estable en las últimas semanas. Por su parte, el crédito de consumo muestra una leve recuperación en los últimos meses, en contraste con el decrecimiento real del crédito comercial.

Finalmente, la inflación en Chile ha evolucionado favorablemente. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) del junio anotó una variación mensual de -0,4%, bajo las expectativas de mercado. En términos interanuales, la inflación total y subyacente en junio se ubicaron, respectivamente, en 4,1 y 3,8%. La dinámica inflacionaria subyacente muestra heterogeneidad entre bienes y servicios no volátiles. Así, mientras la variación anual de los bienes sin volátiles fue 2,9% en junio, la de los servicios sin volátiles se ubicó en 4,4%. Ambos indicadores muestran una leve aceleración, luego de 5 meses de bajas, lo que pone una nota de cautela en los avances futuros que se puedan lograr en el frente inflacionario.

Con todo, las expectativas de inflación al horizonte de dos años se han consolidado en 3%. En efecto, luego de que la Encuesta de Operados Financieros (EOF) contemplara expectativas de inflación a 24 meses levemente superiores a 3% al comienzo de este año desde mayo estas expectativas han vuelto a situarse en la meta de 3%. En el caso de las predicciones de inflación a 23 meses provenientes de la Encuesta de

Expectativas Económicas (EEE), estas se encuentran invariablemente en 3% desde marzo del 2023. A un año, las expectativas de inflación también han venido reduciéndose desde los registros de comienzos de año. Este comportamiento de las expectativas inflacionarias da señales de que los efectos de segunda vuelta del alza de tarifas eléctricas se perciben como acotados.

Con todo, para la economía global, se confirma un escenario base de menor actividad en el mediano plazo, donde siguen latentes los riesgos de un escalamiento en la guerra comercial. En el plano doméstico, si bien la actividad ha sorprendido con mayor dinamismo al esperado en los últimos meses, éste se asocia principalmente a factores temporales de demanda y factores sectoriales de oferta. El consumo permanece estancado, reflejando el bajo dinamismo del mercado laboral, y la actividad no minera permanece débil. Por su parte, la inflación ha sorprendido a la baja, y las expectativas de inflación a diciembre de este año se han reducido en comparación desde el primer trimestre de este año y se encuentran firmemente ancladas en el horizonte de política.

En este contexto, el GPM recomienda reducir en 25pbs la TPM (a 4,75%), retomando la convergencia a su nivel neutral, y condicionando el ritmo futuro de dicha convergencia a la evolución de la inflación y actividad local, y a los desarrollos en la economía global.