



Presiones inflacionarias externas resurgen, mientras la economía local pierde impulso

23 de julio de 2026
Gerencia de Estudios

Es el momento



Puntos destacados

- **La escasez de combustibles refinados sigue amplificando las presiones sobre la energía.** El WTI supera nuevamente los USD 90 el barril y el Brent alcanza los USD 100 el barril, mientras que el diésel y la gasolina suben más que el crudo por restricciones en refinación.
- **Los riesgos inflacionarios globales aumentan también por alimentos.** A las tensiones geopolíticas se suman riesgos climáticos asociados a El Niño y factores de oferta que siguen empujando los precios agrícolas.
- **Las tasas largas vuelven a subir y las expectativas de política monetaria se desplazan al alza.** En EE.UU., el dato favorable de inflación de junio podría ser transitorio, dado el reciente repunte de la energía y los alimentos.
- **El tipo de cambio en Chile se deprecia hasta cerca de \$950 al cierre de este informe.**
- **La sorpresa inflacionaria local se concentró en alimentos.** El IPC de junio fue 0,0% m/m, por sobre lo esperado, llevando la inflación anual a 4,3%.
- **Las expectativas inflacionarias aumentan en el corto plazo, pero permanecen ancladas a dos años.** Por ello, mantenemos una pausa prolongada esperada de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4,5%, con una corrección al alza en nuestra proyección de inflación.
- **La actividad sigue débil y el mercado laboral continúa deteriorándose.** El Imacec de mayo acumuló cinco caídas interanuales consecutivas, con minería y pesca como principales lastres, mientras el desempleo desestacionalizado sube a 9,2%.
- **Recortamos nuestra proyección de crecimiento para 2026.** Los nuevos datos apuntan a una economía más cerca de expandirse 1,0% este año, aunque las perspectivas para 2027 siguen siendo más favorables, apoyadas por la inversión y una menor base de comparación.



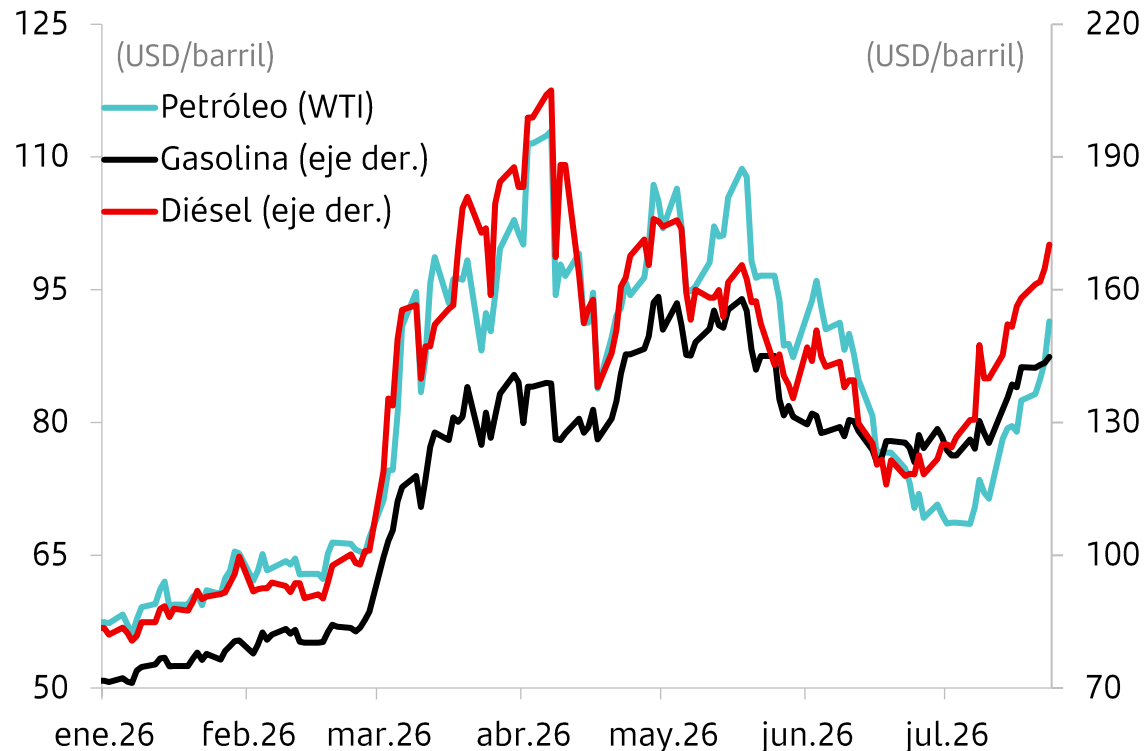
Panorama Internacional



La escasez de combustibles refinados amplifica las presiones alcistas sobre los precios de la energía

- El WTI supera los USD 90/barril (+22% último mes), mientras que el Brent se cotiza por sobre los USD 100/barril (+28% mensual), reflejando una mayor prima de riesgo asociada a la tensión en Medio Oriente.
- El ajuste ha sido significativamente más intenso en los combustibles refinados, especialmente en diésel (+44% mensual), lo que evidencia restricciones en la capacidad global de refinación.
- La combinación de riesgos geopolíticos, inventarios reducidos de destilados y refinerías operando cerca de máxima capacidad continúan tensionando los mercados de combustibles refinados, impulsando los márgenes de refinación a máximos históricos.

Precios de combustibles y productos refinados (1)



Margen de refinación (2)



(1) Gasolina (RBOB) expresada originalmente en USD/galón (conversión: 1 barril = 42 galones). Diésel expresado en USD/tm (conversión: 1 barril = 7,45 toneladas métricas).

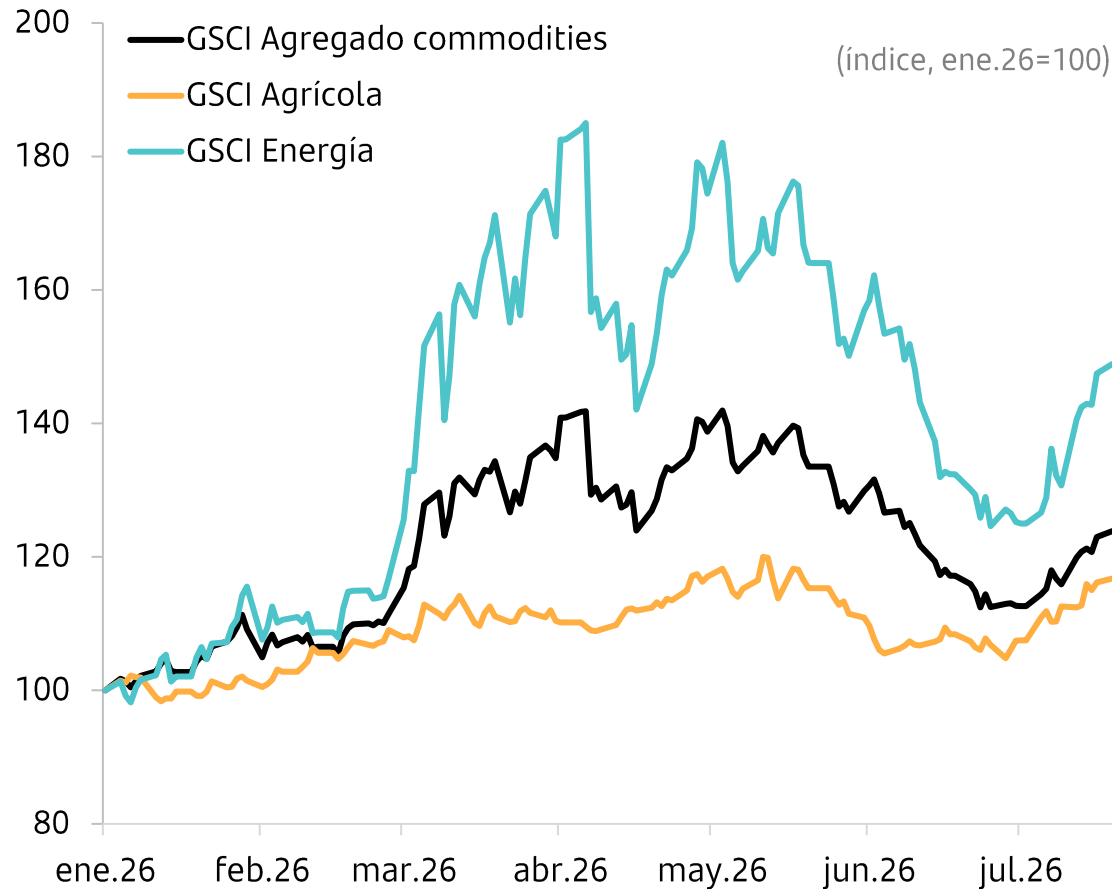
(2) Margen de refinación o 'Crack spread': refleja el margen teórico de refinación de convertir 3 barriles de crudo en 2 de gasolina y 1 de diésel. Es una referencia estándar de la rentabilidad del sector refinador.

Fuentes: Bloomberg y Santander.

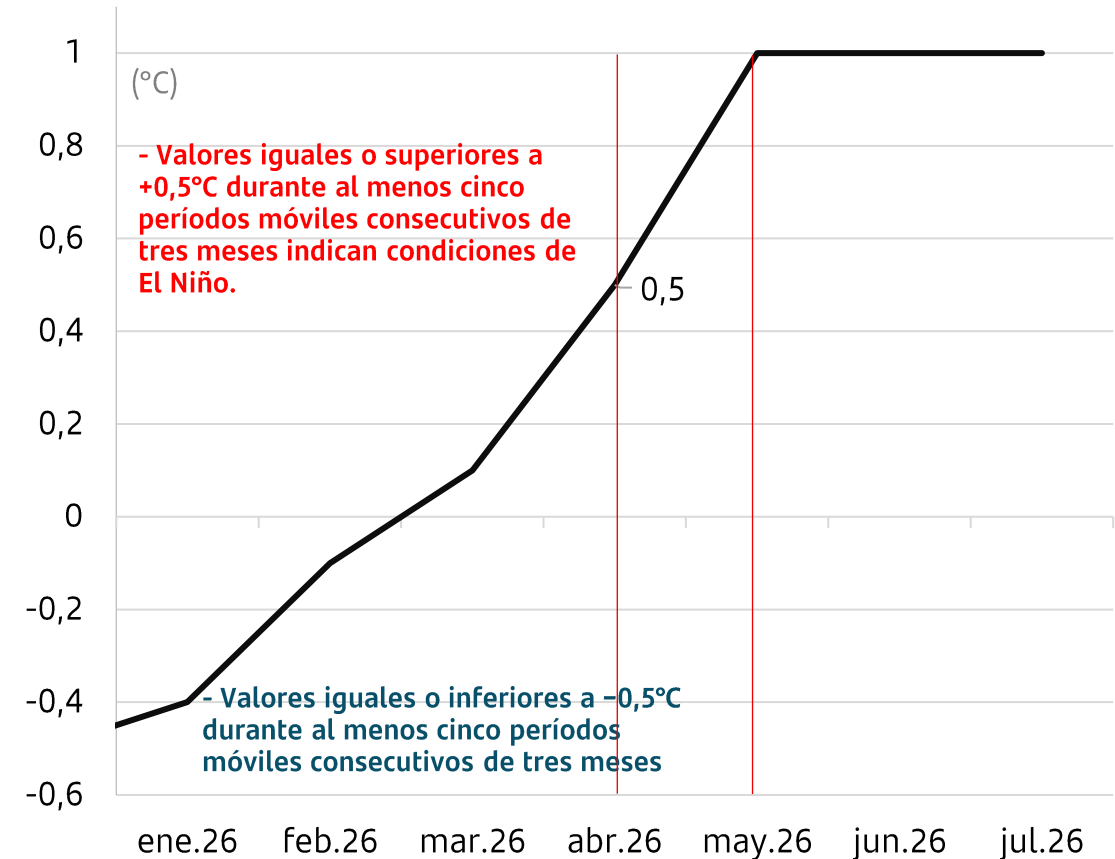
Los riesgos inflacionarios globales también aumentan ante nuevas presiones en alimentos

- Los productos agrícolas también registran aumentos significativos, favorecidos por riesgos climáticos asociados a El Niño, tensiones geopolíticas y factores de oferta específicos.

Índices agregados de materias primas



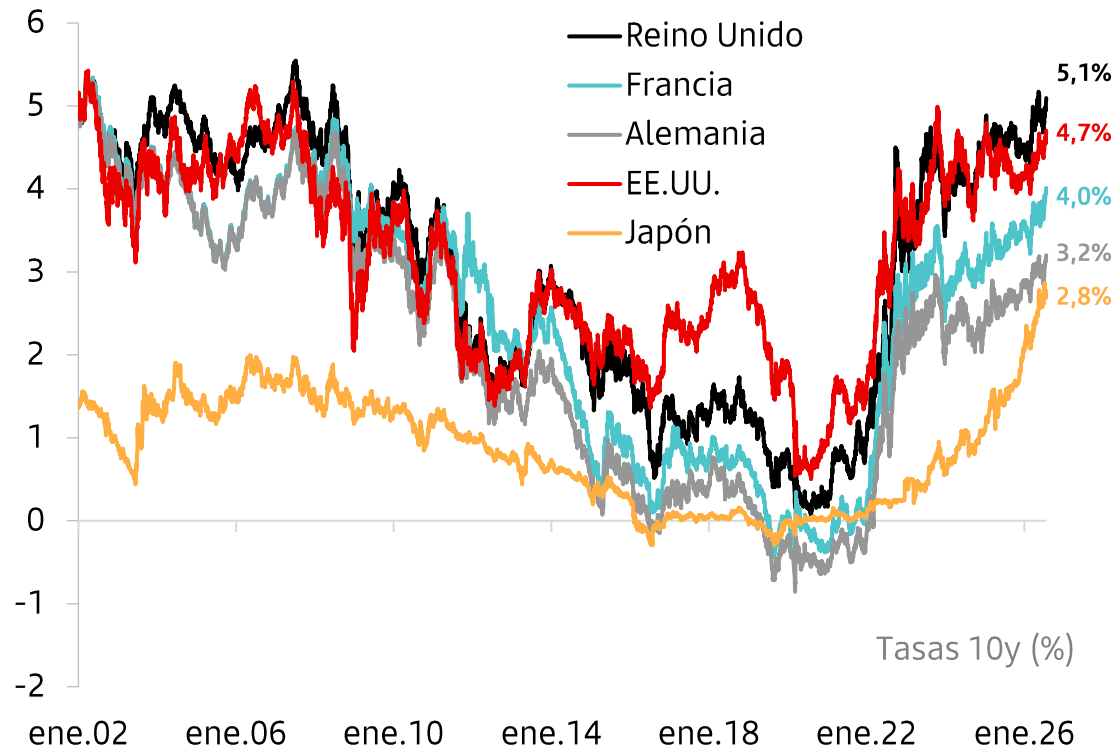
Oceanic Niño Index (ONI) (1)



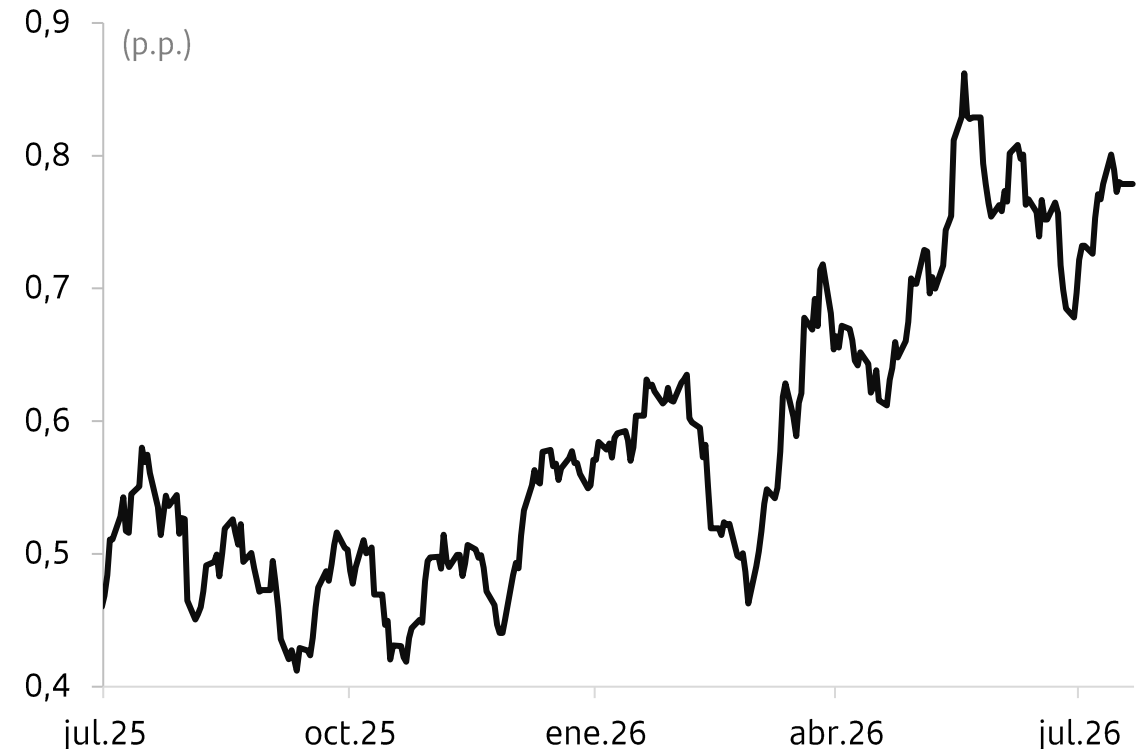
Las tasas largas vuelven a subir ante una mayor prima por plazo y persistente incertidumbre global

- Los rendimientos soberanos a 10 años registraron nuevas alzas durante el último mes, con movimientos particularmente relevantes en Europa y Reino Unido.
- En EE.UU., la tasa a 10 años se ubica en torno a 4,7%, registrando un avance de más de 30 pb en el último mes.
- La prima por plazo en EE.UU. se mantiene cerca de máximos recientes, contribuyendo al empinamiento de la curva y a condiciones financieras más restrictivas.

Tasas a 10 años en principales economías



Prima por plazo de la tasa a 10 años de EE.UU. (1)

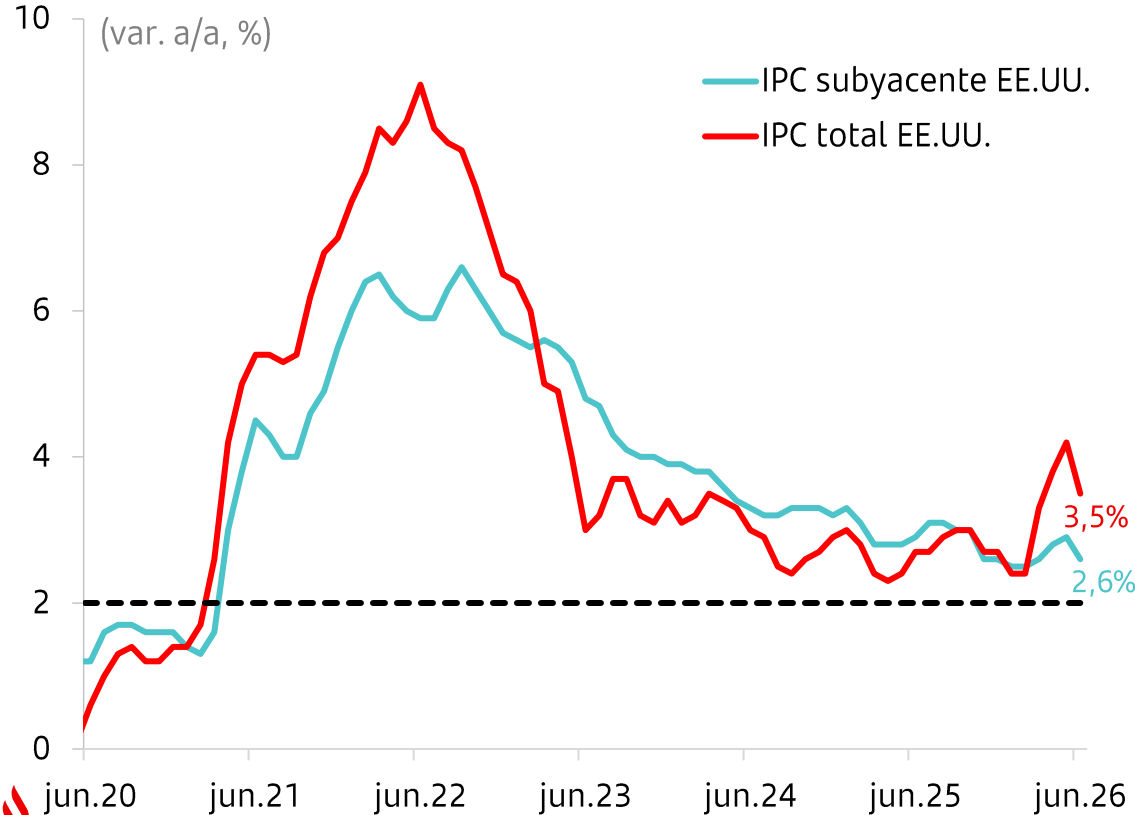


(1) Prima por plazo del Treasury a 10 años (modelo Kim-Wright) corresponde a la estimación del term premium (prima por plazo) de un bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años cero cupón según el modelo de Kim-Wright, elaborado por la Reserva Federal.
Fuentes: Stanford HAI (AI Index Report 2026), U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg y Santander.

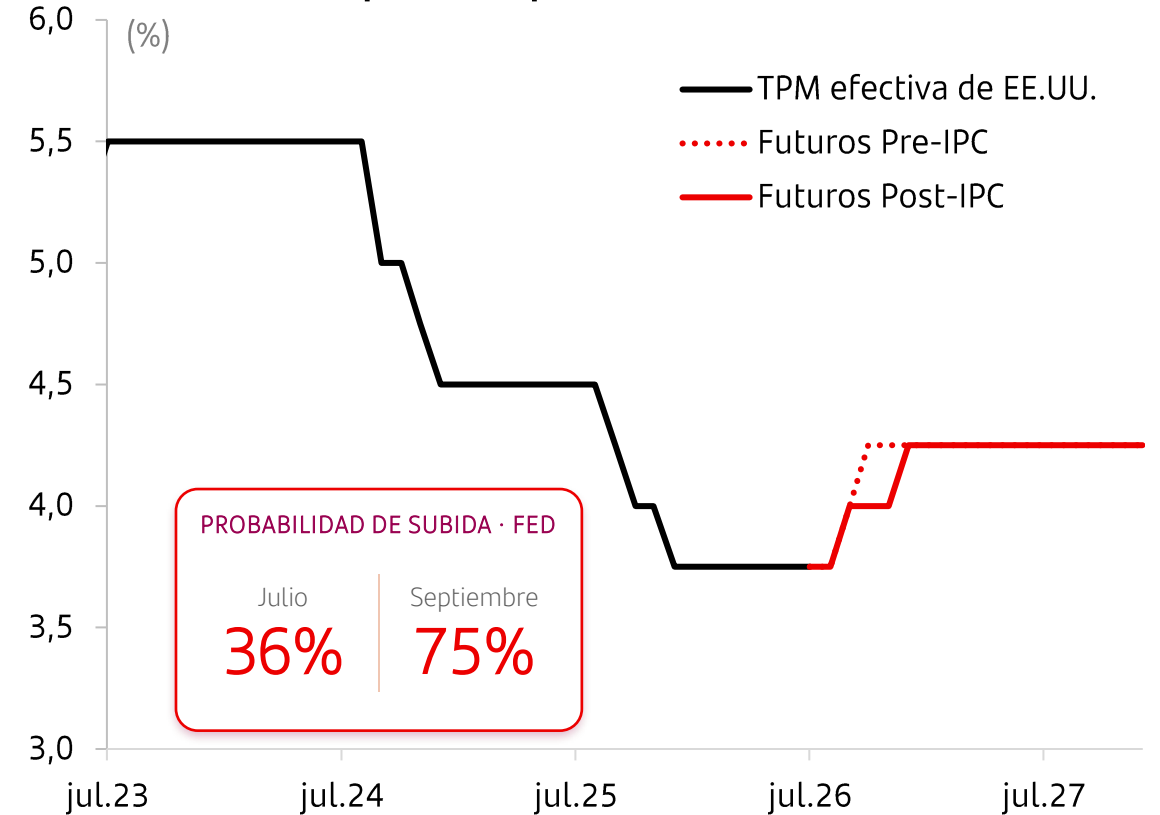
EE.UU.: La sorpresa favorable del IPC de junio podría ser transitoria ante el repunte reciente de energía y alimentos

- El IPC de junio sorprendió favorablemente (-0,4% m/m), impulsado principalmente por una fuerte caída en los precios de los combustibles, mientras la inflación subyacente mostró nula variación mensual.
- Tras el dato, el mercado redujo las expectativas de un ajuste inmediato por parte de la Fed, desplazando hacia septiembre la mayor probabilidad de una nueva subida de tasas.
- Sin embargo, el reciente repunte de los precios de la energía y alimentos introduce riesgos de reaceleración inflacionaria durante los próximos meses.

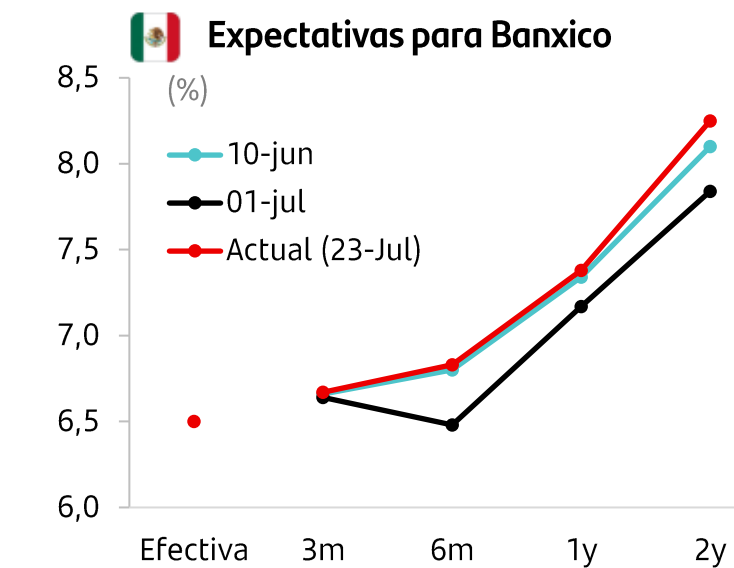
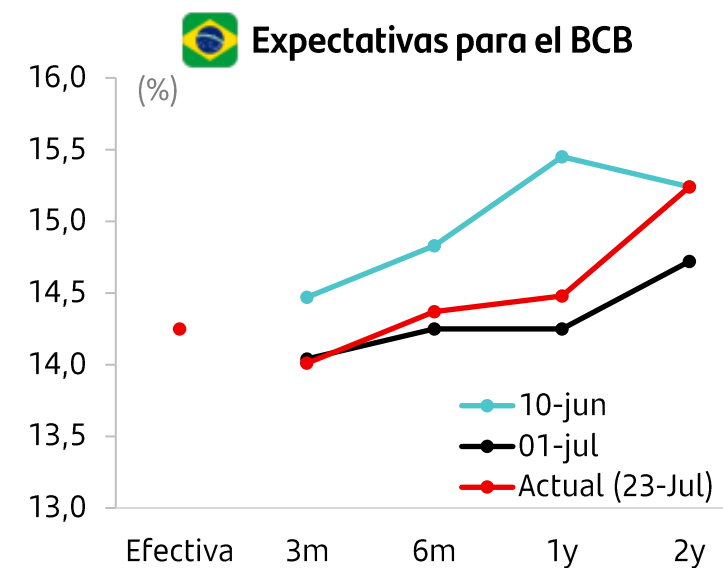
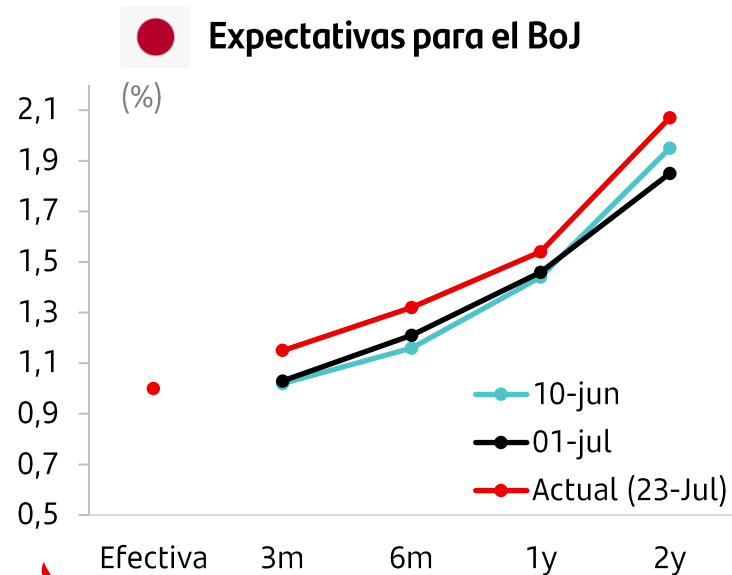
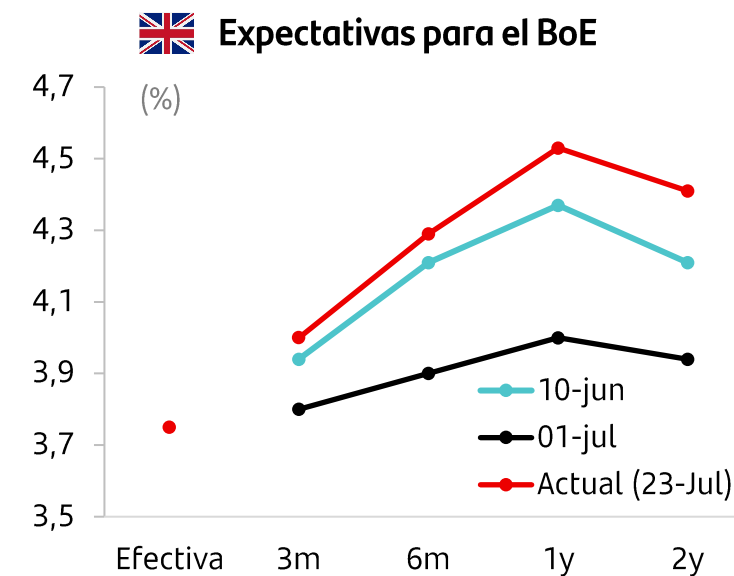
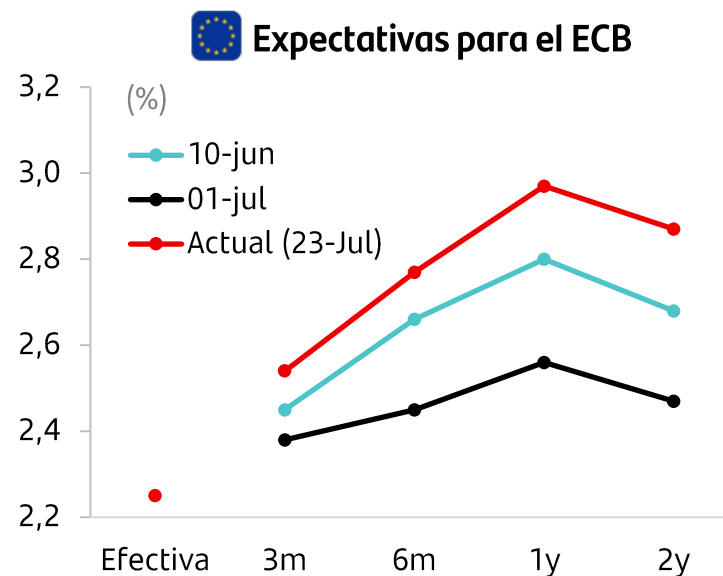
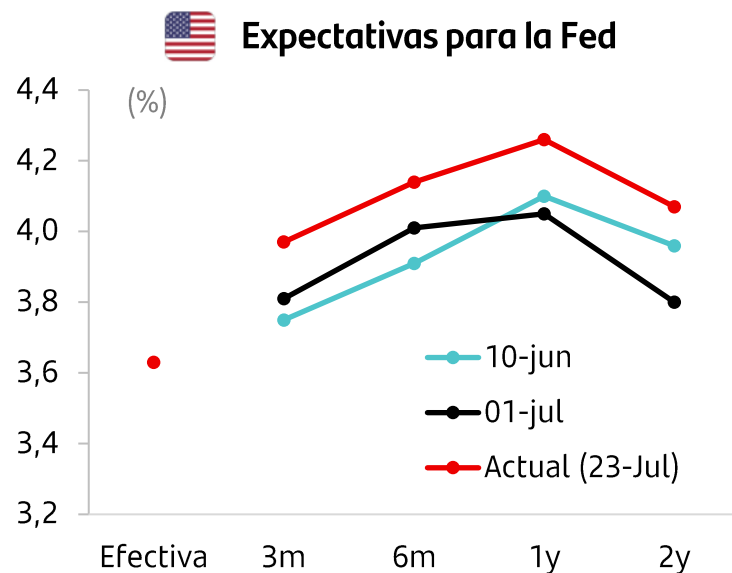
Inflación en Estados Unidos



Expectativas para la Fed Fund Rate



Las expectativas de tasas vuelven a desplazarse al alza en las principales economías

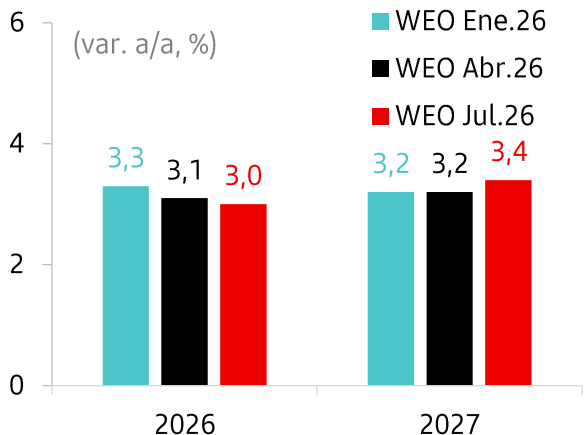


FMI: crecimiento global resiliente, pero con mayor divergencia entre regiones

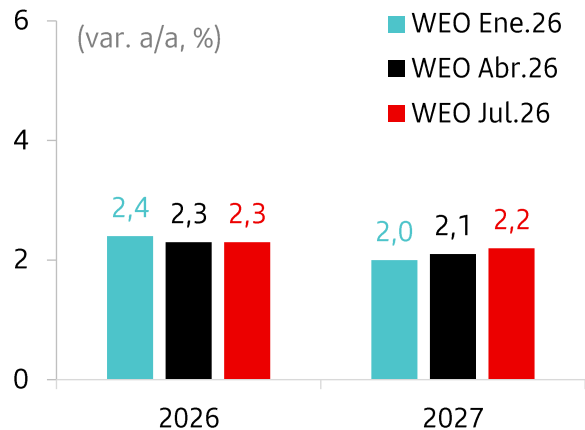
Proyecciones de crecimiento del PIB



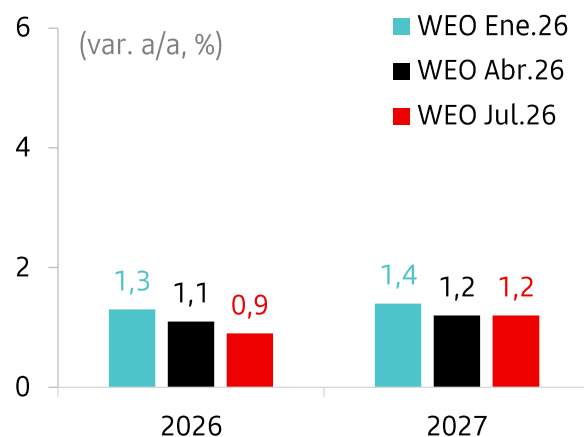
Mundo



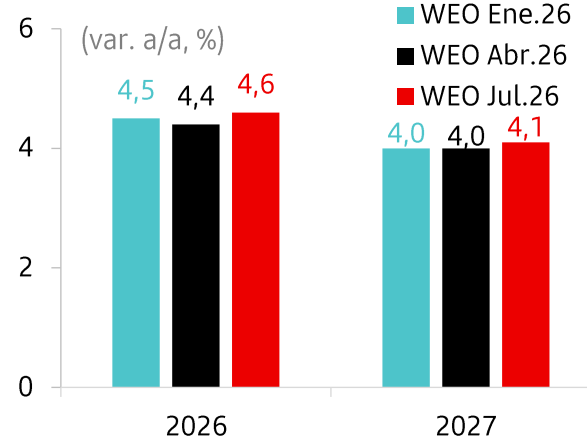
EE.UU.



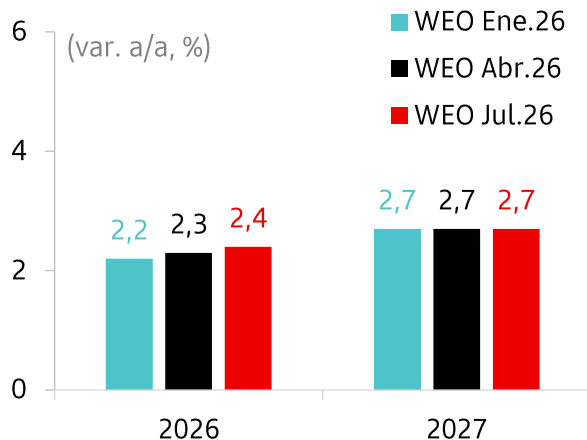
Zona Euro



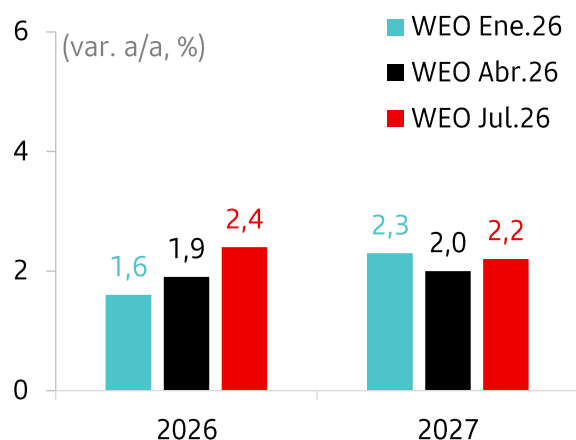
China



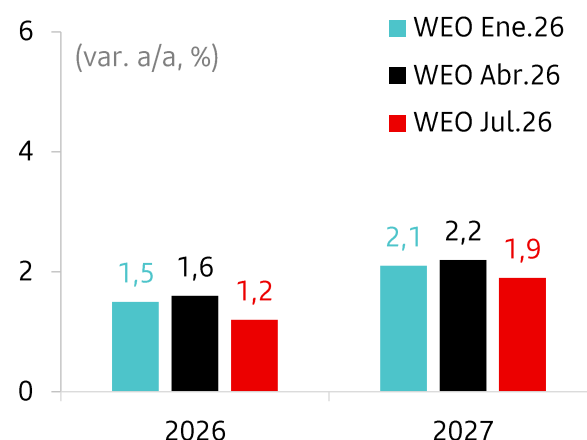
Latam



Brasil



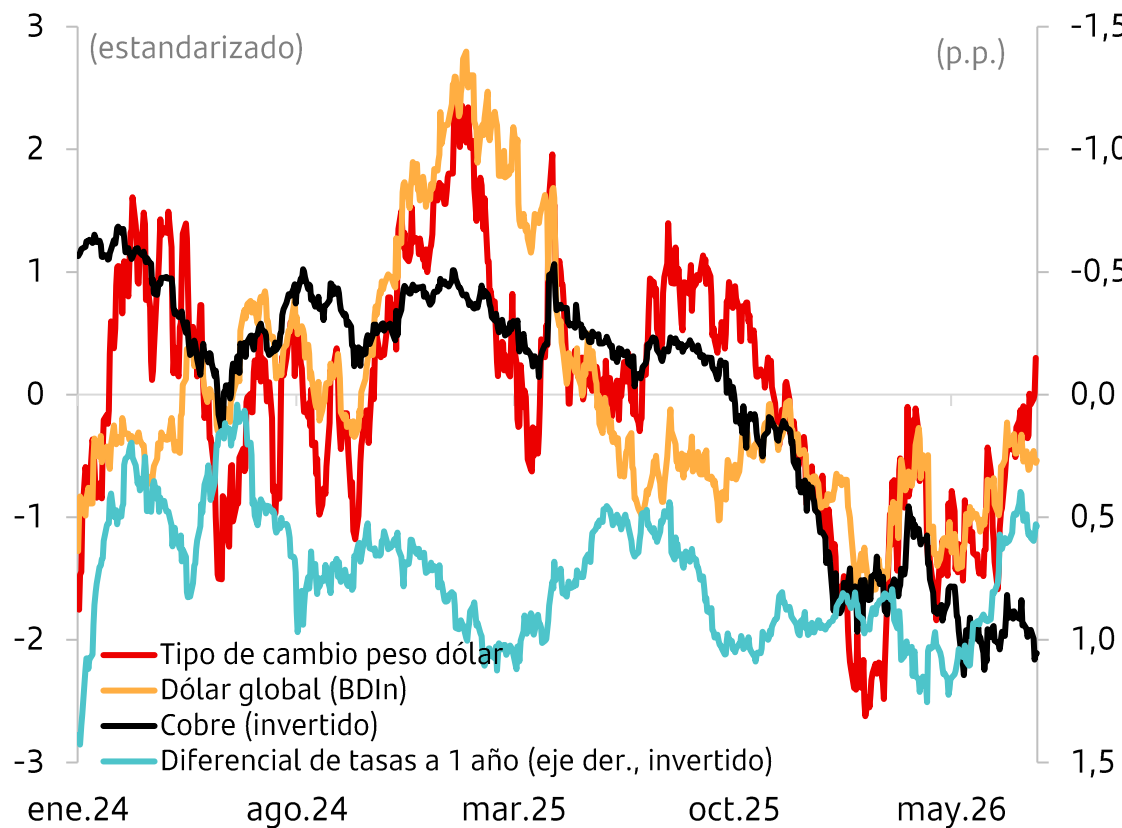
México



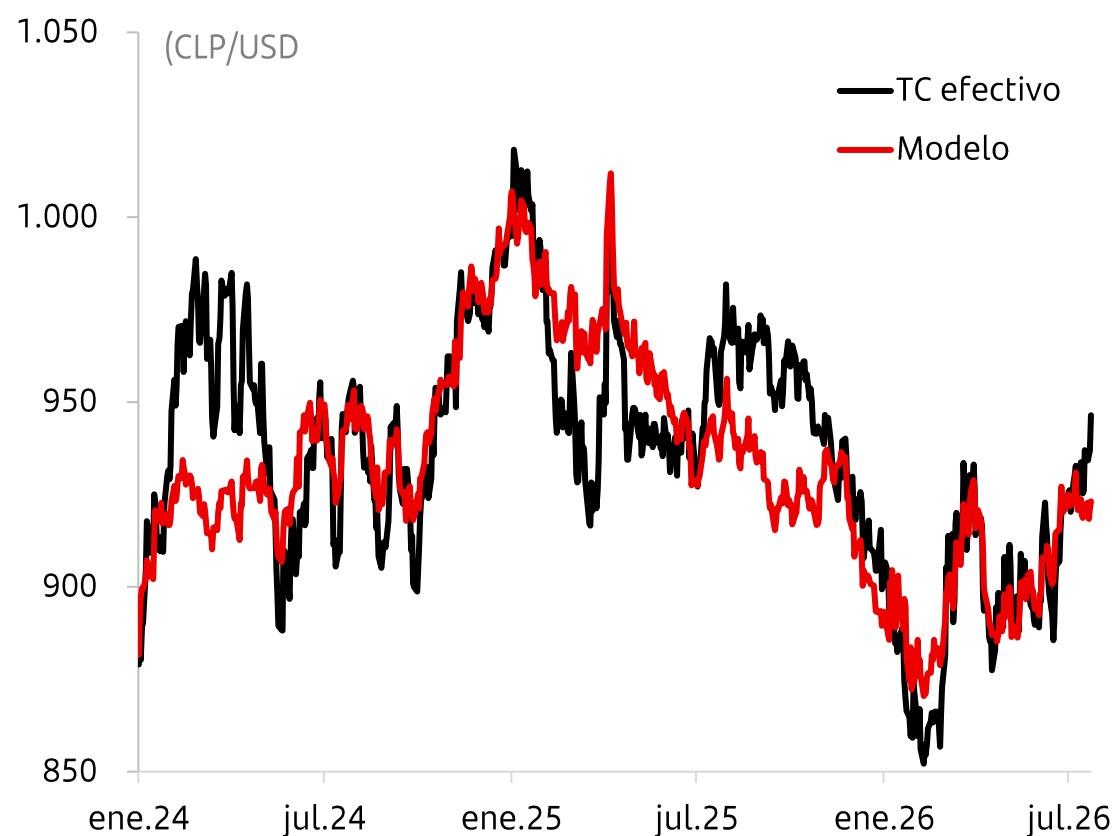
Tipo de cambio continuó depreciándose

- El tipo de cambio (CLP/USD) se ha depreciado respecto del mes anterior, influido principalmente por la reactivación de las tensiones geopolíticas internacionales, ubicándose en torno a los \$950 al cierre de este informe.
- Hacia adelante, esperamos una apreciación gradual del peso hasta niveles cercanos a \$900 al cierre del año, condicionada a una moderación de dichas tensiones y a que la Reserva Federal mantenga sin cambios su Tasa de Política Monetaria en el corto plazo.

Fundamentales del tipo de cambio (1)



Tipo de cambio efectivo vs. modelo de fundamentales (2)



(1) Broad Dollar Index (BDIn): Es un promedio ponderado del valor cambiario del dólar estadounidense frente a las monedas de un grupo amplio de sus principales socios comerciales. Diferencial de tasas a 1 año entre la tasa de Chile y la de Estados Unidos. (2) Modelo de fundamentales basado en Cowan et al. (2006).

Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile y Santander.

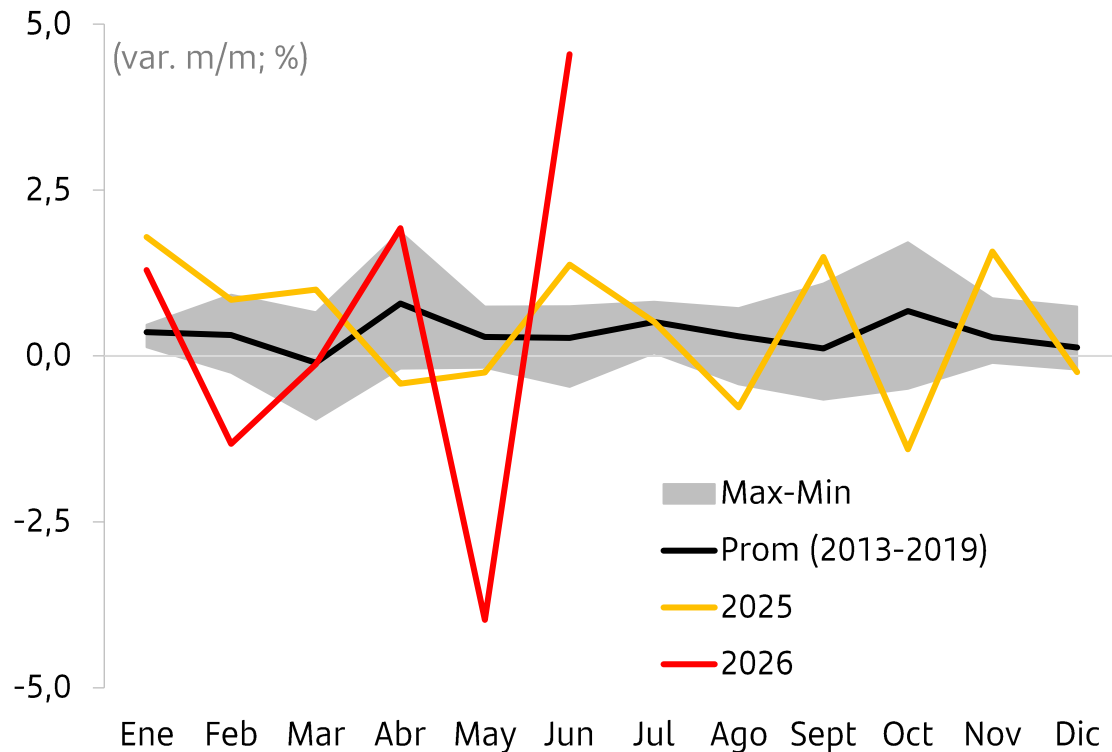
Panorama Local



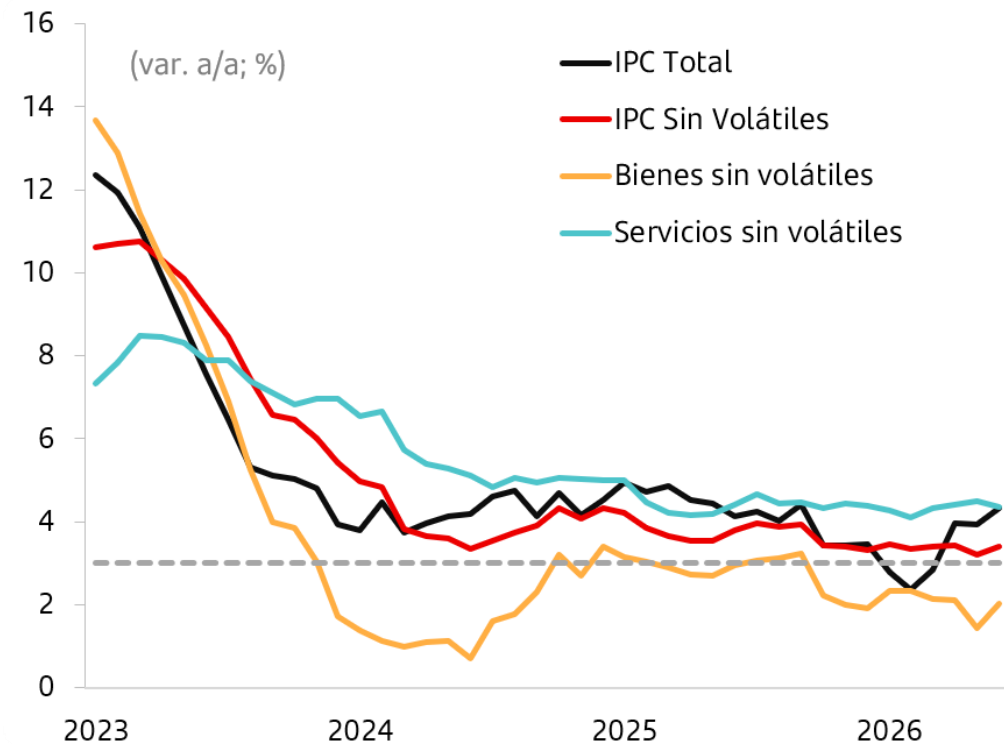
La sorpresa inflacionaria al alza se concentró en alimentos

- El IPC de junio registró una variación de 0,0% m/m, por sobre las expectativas del mercado (-0,2% m/m), elevando la inflación anual hasta 4,3%.
- La sorpresa se concentró en algunos alimentos y combustibles, destacando el rebote del precio del pan tras la caída observada el mes previo.
- Las medidas subyacentes continúan sin señales evidentes de efectos de segunda vuelta por el aumento de combustibles, ni presiones generalizadas por el lado de demanda.

Perfil índice de precio del pan



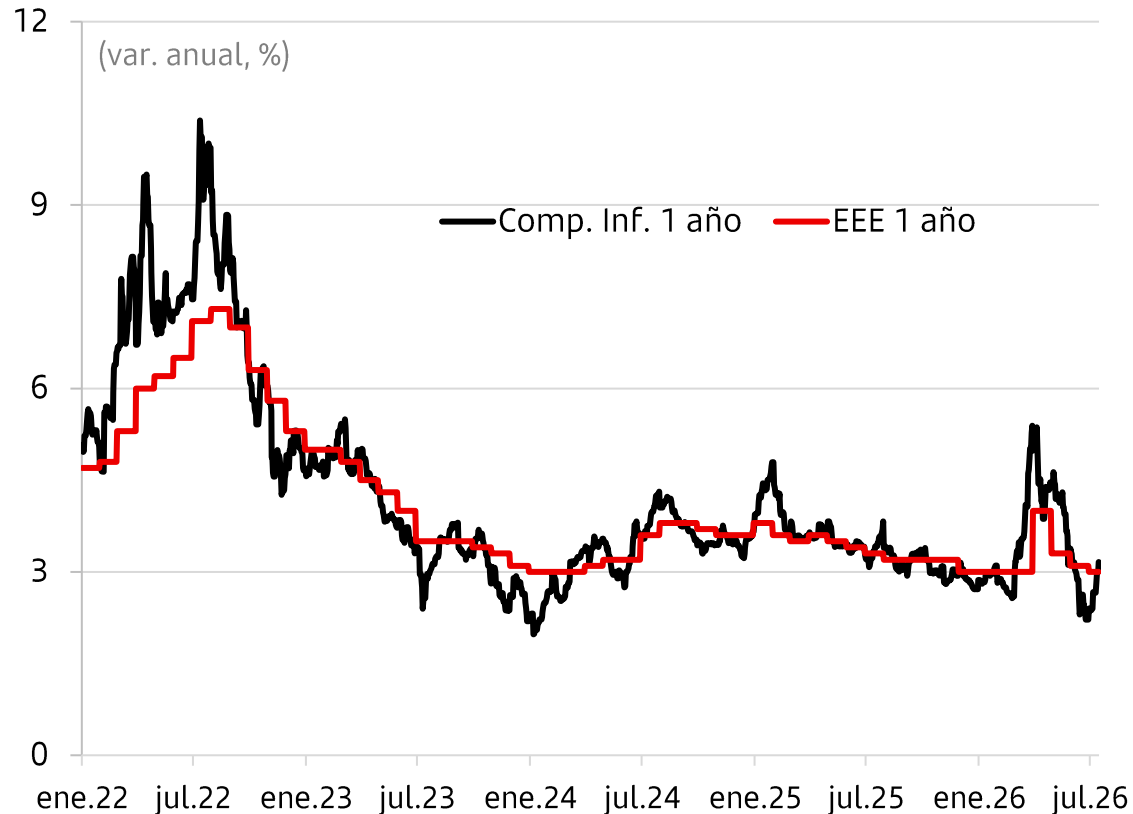
IPC total vs sin volátiles y componentes



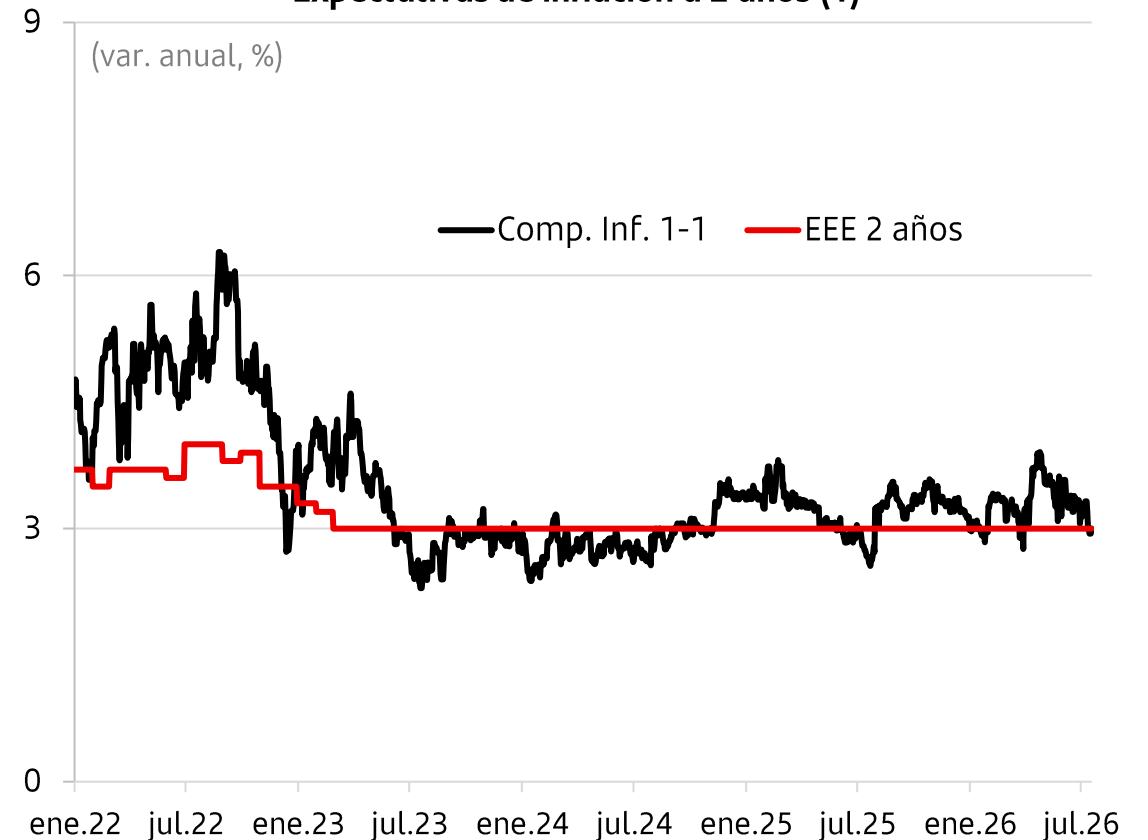
El aumento esperado de la inflación se concentra en el corto plazo

- Las expectativas de inflación a un año han aumentado durante las últimas semanas, en línea con el renovado repunte de los precios de la energía.
- En contraste, las expectativas a dos años permanecen cercanas a 3%, sin cambios relevantes respecto de meses previos.
- Las compensaciones inflacionarias y la Encuesta de Expectativas Económicas sugieren que el mercado continúa percibiendo estos riesgos como principalmente transitorios.

Expectativas de inflación a 1 año (1)

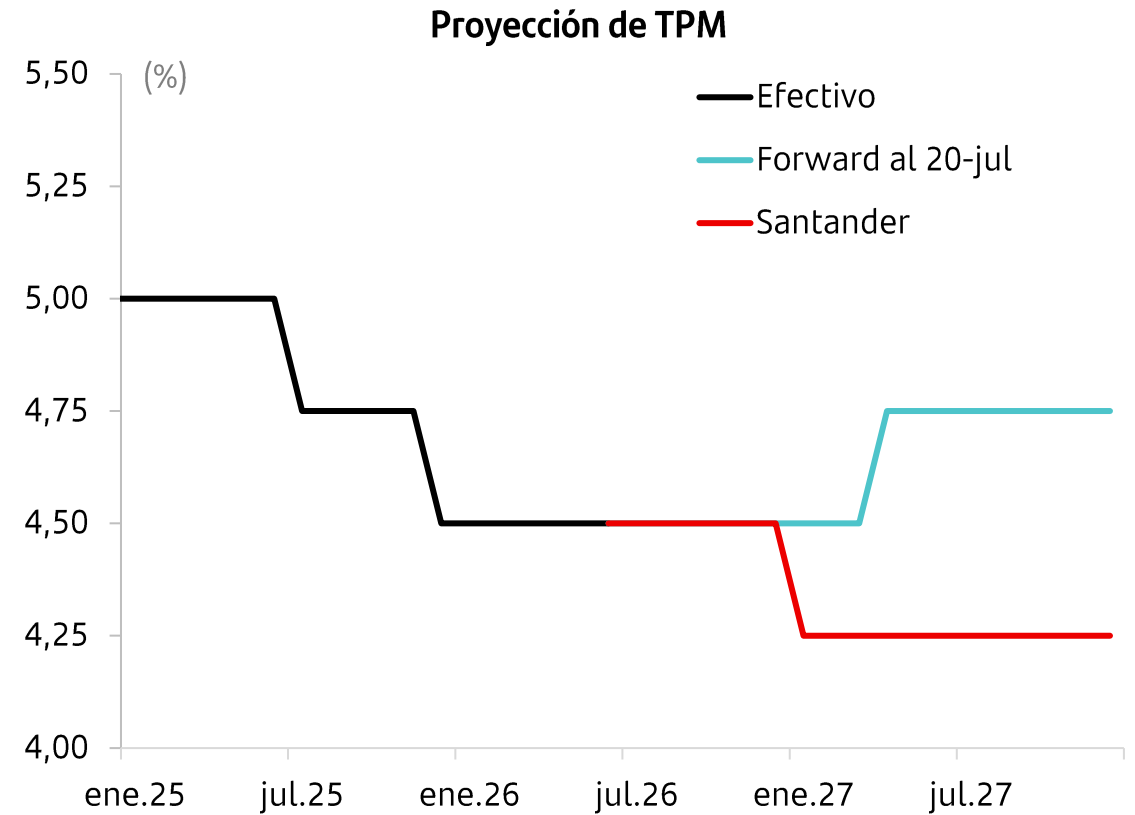
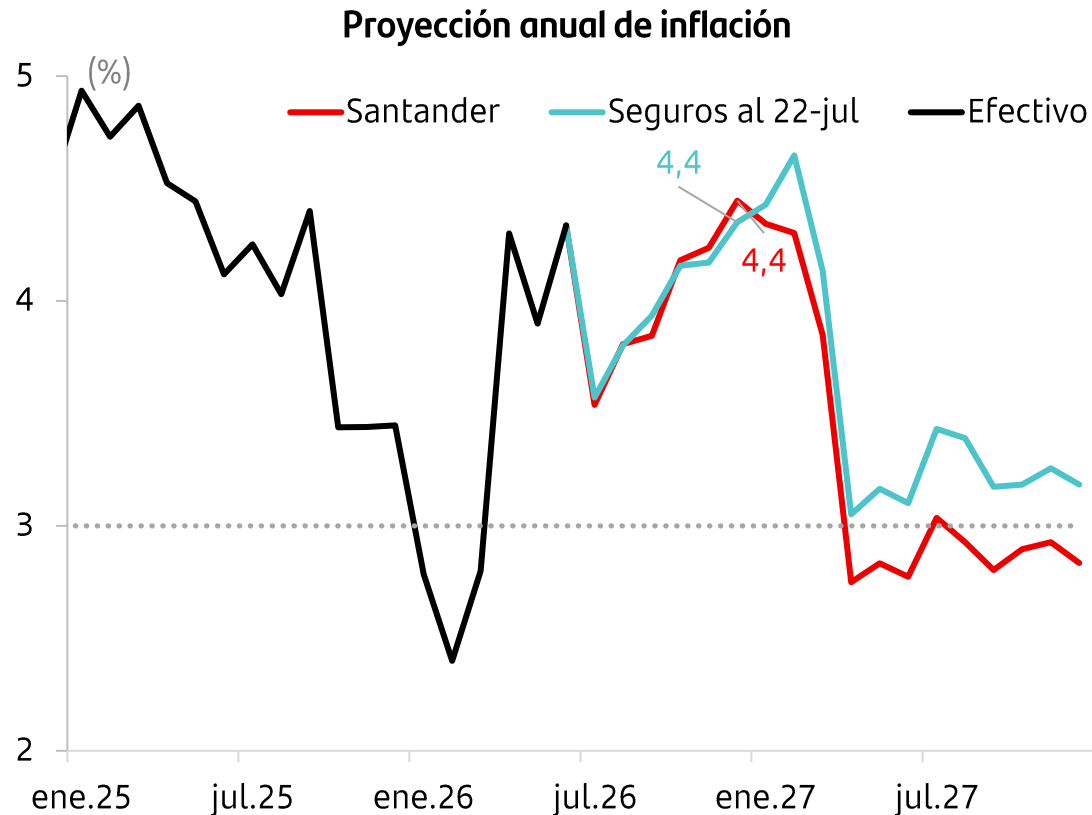


Expectativas de inflación a 2 años (1)



Mantenemos expectativas de mantención de la TPM, con una corrección al alza en IPC hasta 4,4%

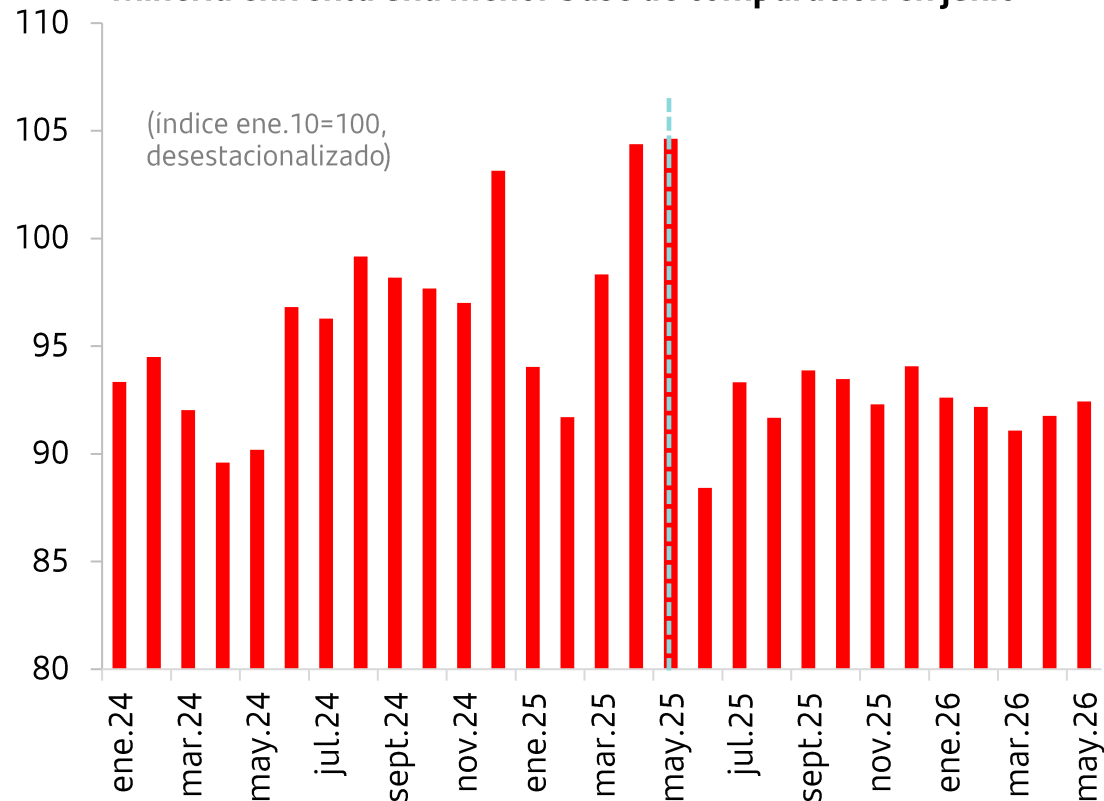
- Nuestro escenario base considera que el precio del petróleo y margen de refinación se revertiría parcialmente a medida que la oferta se normalice, que sumado a un tipo de cambio más alto, presionarían al alza los precios locales.
- Recientes temporales aumentarían el precio de hortalizas, que nos lleva a elevar marginalmente nuestra proyección de inflación.
- Anticipamos una pausa prolongada en la Tasa de Política Monetaria por el resto de 2026, con el primer recorte recién hacia 2027.



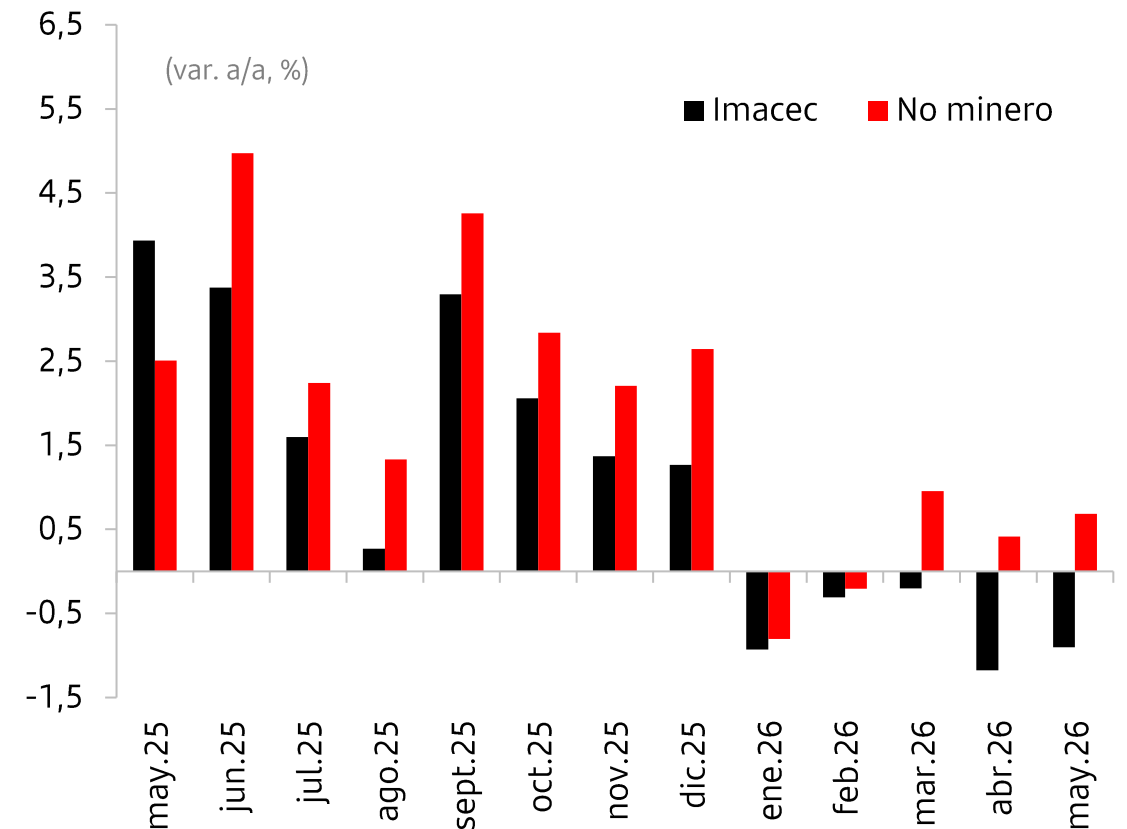
La actividad continúa débil: minería y pesca sigue lastrando el crecimiento y la demanda interna se debilita

- El Imacec de mayo registró una caída de 0,9% a/a, acumulando cinco variaciones interanuales negativas consecutivas.
- Minería vuelve a ser la principal incidencia (-11,6% a/a), pero sería el último mes con estos registros. A partir de junio, la base de comparación se vuelve menos exigente.
- Manufacturas sigue afectada por la pesca y continúa la debilidad en edificación habitacional.

Minería enfrenta una menor base de comparación en junio

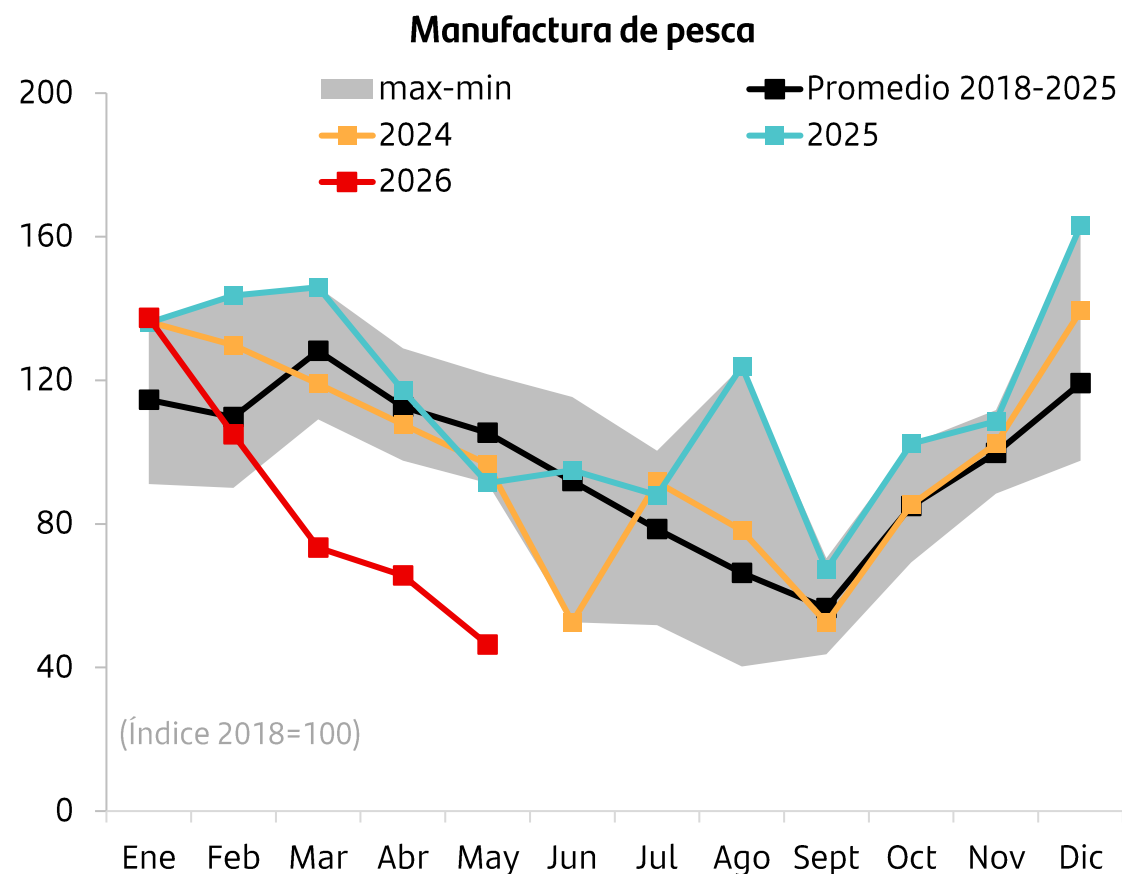
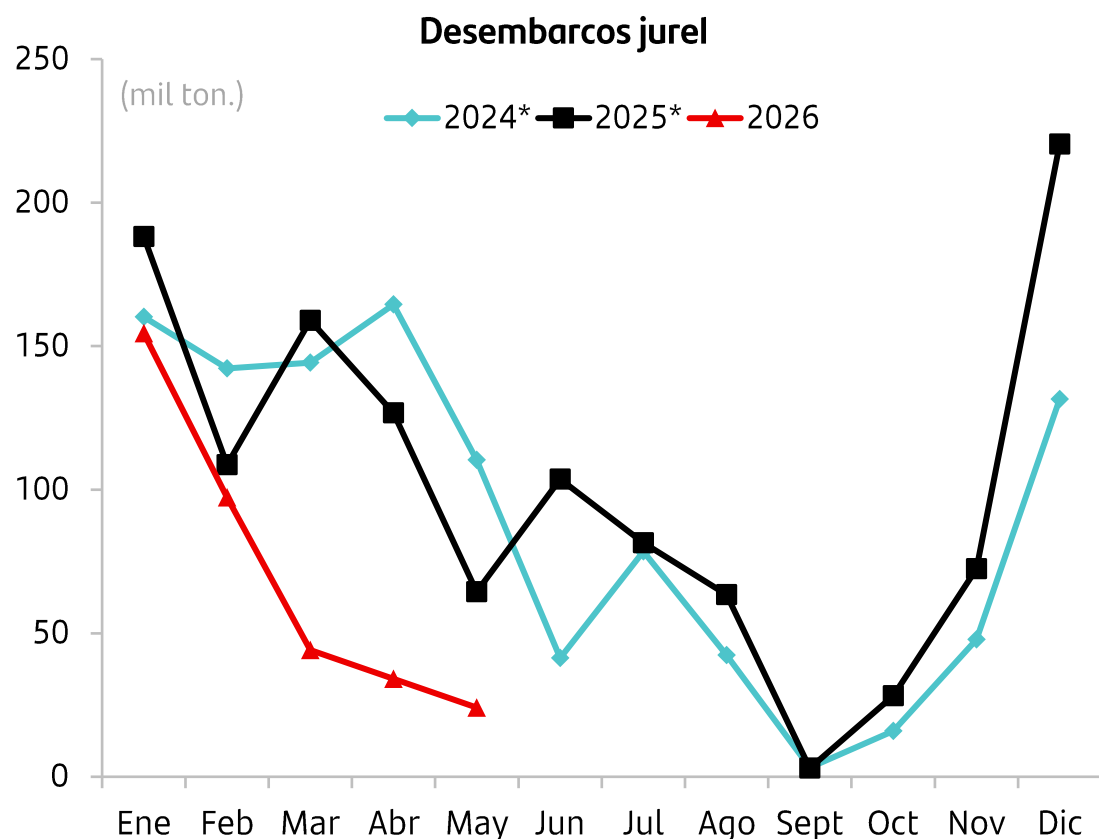


Sectores no mineros también se mantienen debilitados



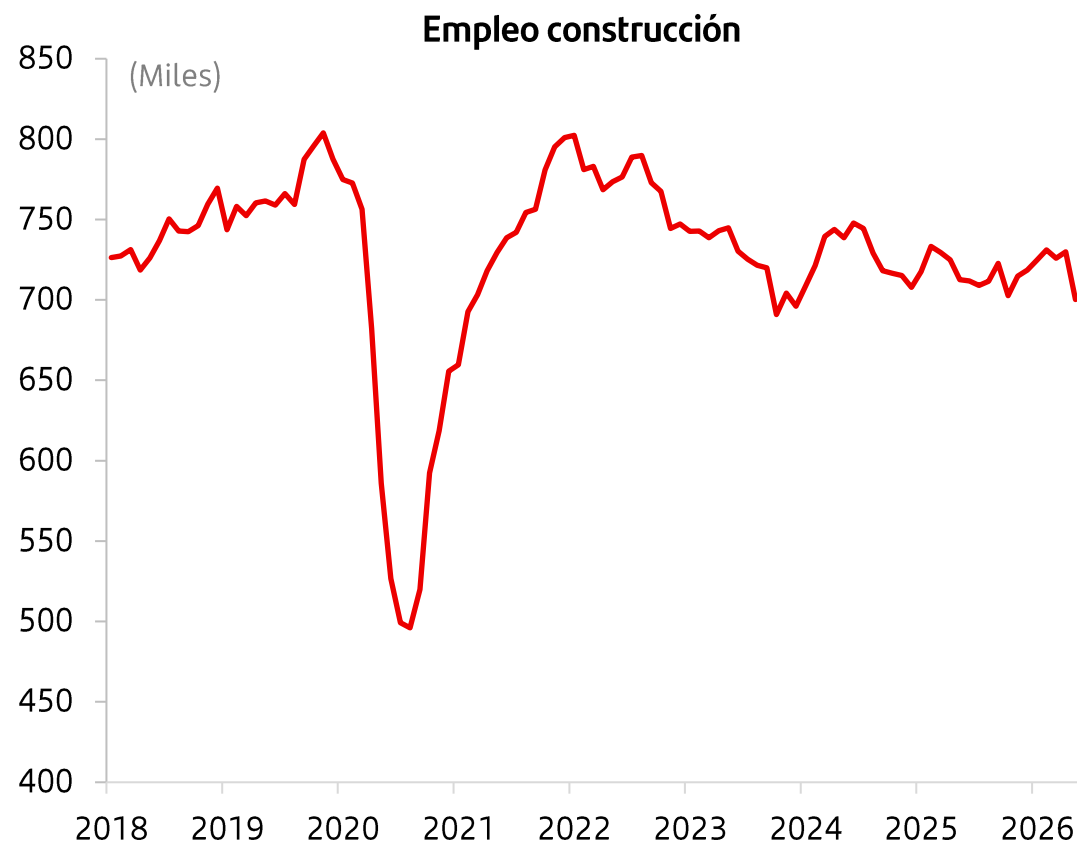
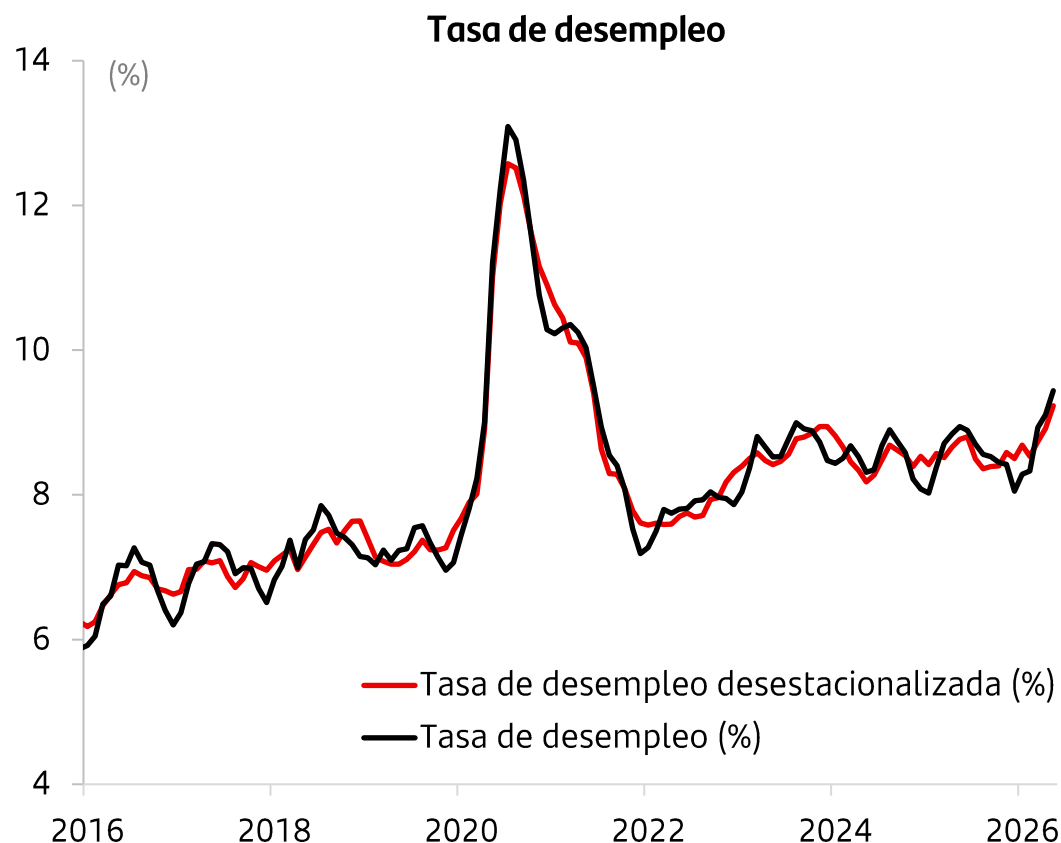
Pesca explica principal deterioro manufacturero, ante menor disponibilidad de recursos marinos

- Desembarques de principales especies pelágicas cayó 40% interanual acumulado a mayo. Solo durante ese mes, el jurel retrocedió 62% anual. Esto también se refleja en la manufactura pesquera que está en mínimos históricos (-50% anual en mayo, bajo el rango 2018-2025).
- Mayor temperatura del mar sería factor determinante en la disponibilidad de recursos pesqueros. Esperamos que la producción se estabilice hacia adelante, sin mayores bajas.



Mercado laboral continúa deteriorándose y alcanza su mayor tasa de desempleo desde 2021

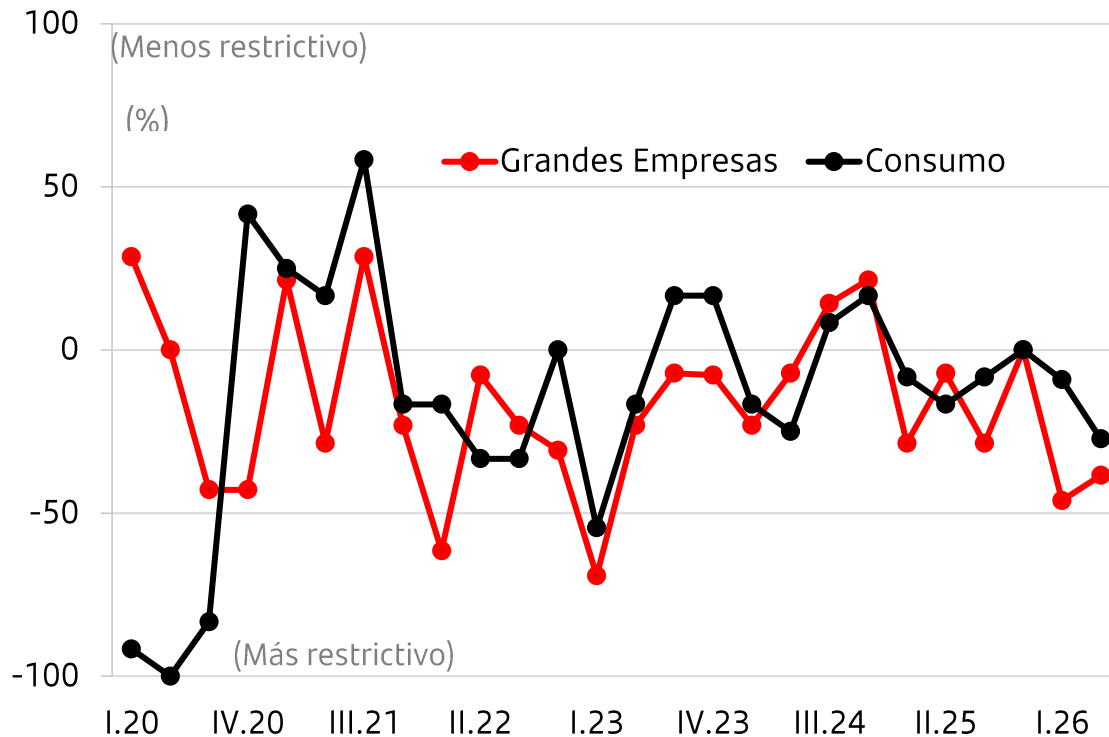
- La tasa de desempleo desestacionalizada aumentó a 9,2% en mayo (9,4% en la serie original). Se explicó, principalmente, por una débil creación de empleo, insuficiente para absorber el incremento de la fuerza de trabajo.
- Empleo en construcción da cuenta de un sector de edificación habitacional que continúa débil.
- Consumo estaría siendo afectado por la debilidad del empleo, que no logra ser compensada por el alza de los salarios.



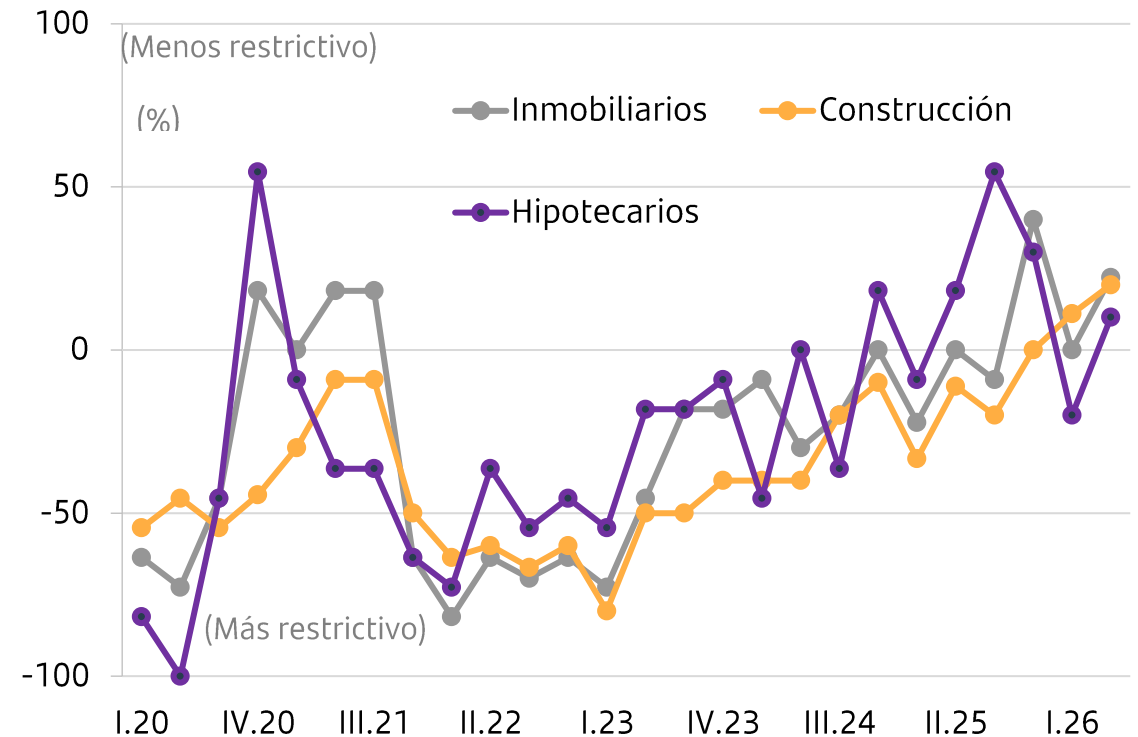
Encuesta de Crédito Bancario (ECB) II-semester: persisten condiciones restrictivas, pero mejora la demanda en sectores ligados a la inversión

- **Oferta:** las condiciones de otorgamiento continúan siendo restrictivas, especialmente en consumo y para grandes empresas, mientras que se observa una mayor disposición a otorgar crédito a pymes, a empresas inmobiliarias y constructoras.
- **Demanda:** los bancos perciben un debilitamiento en el segmento de consumo y entre las grandes empresas, asociado a menores perspectivas de inversión, pero una recuperación en la demanda de crédito de pymes, así como un mayor dinamismo en los sectores inmobiliario y construcción.

ECB: Demanda de créditos por sector



ECB: Demanda de créditos por sector

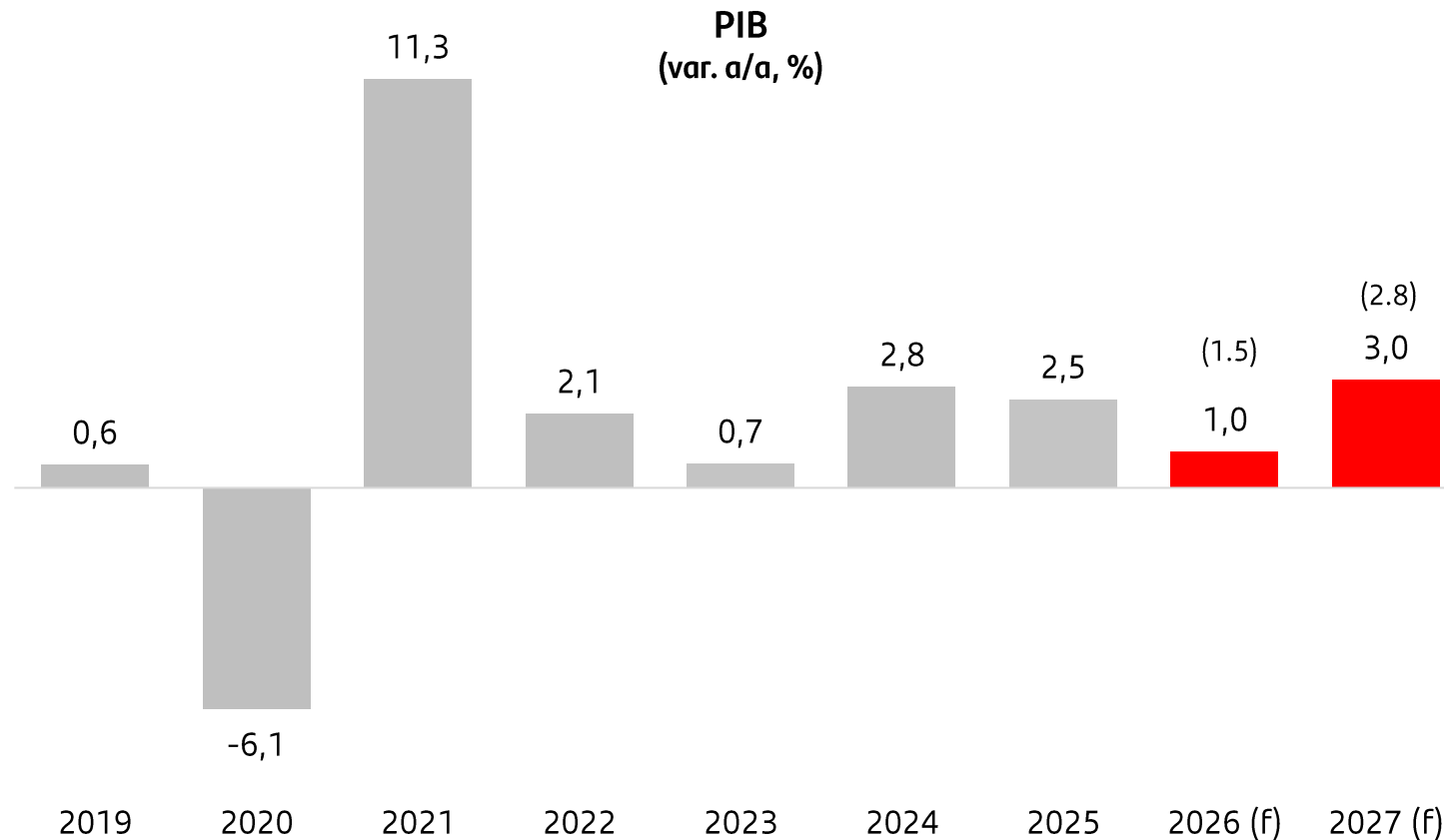


Encuesta de crédito bancaria: es una encuesta trimestral del Banco Central de Chile, realizada desde 2003, que recoge la percepción de ejecutivos responsables de crédito en instituciones financieras sobre los estándares de aprobación de nuevos préstamos y la demanda por financiamiento bancario. La demanda de crédito en la ECB recoge la percepción de los bancos sobre si hogares o empresas están solicitando más o menos financiamiento bancario respecto del trimestre anterior. Al igual que en oferta, se resume como un balance neto de respuestas que va de -100 a +100. En este caso, valores positivos indican que una mayor proporción de bancos percibe una demanda más fuerte por crédito; valores negativos indican una demanda más débil; y valores cercanos a 0 sugieren que predominan respuestas sin cambios o que las percepciones de aumento y caída de demanda se compensan.

Fuentes: Banco Central de Chile y Santander.

Factores de oferta y menor demanda interna nos llevan a recortar el crecimiento de 2026

- Nuevos datos refuerzan visión de una menor actividad para este año, donde proyectamos un crecimiento de 1,0%.
- Las perspectivas para 2027 siguen siendo favorables, beneficiadas por la menor base de comparación ante la normalización de factores de oferta y expectativas de inversión. Así, proyectamos un crecimiento de 3% para el próximo ejercicio.

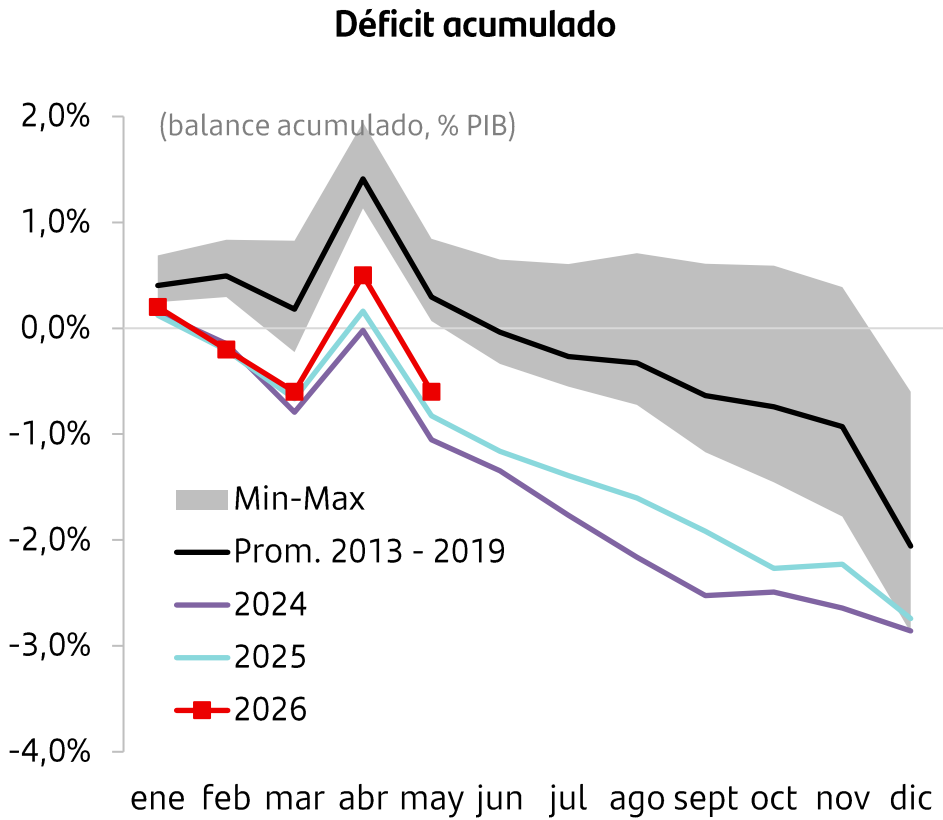


Informe de Finanzas Públicas 2T'26 (IFP)

- Gobierno revisa a la baja su proyección de PIB para 2026, pero mayor precio del cobre mejora proyección de déficit fiscal hasta -2,0% del PIB (-2,4% previo).
- Déficit acumulado a mayo presenta mejoras respecto de últimos años, pero sigue muy por debajo de lo observado previo a la pandemia.
- IFP muestra proyecciones de escenario alternativo ante aprobación del proyecto de Ley de Reconstrucción. Aumenta la inversión, PIB y recaudación, con menor déficit y deuda como porcentaje del PIB. En nuestra visión, déficit sería mayor.

Informe de Finanzas Públicas:
Comparación proyección base vs aprobación proyecto de ley

		2026	2027	2028	2029	2030
PIB a/a	Esc. Base	1.8	2.8	2.2	2.2	2.1
	Esc. Alternativo	1.8	3.7	2.7	3.4	3.5
Deuda Bruta (% PIB)	Esc. Base	42.7	43.5	44.5	45.3	45.5
	Esc. Alternativo	42.7	43.2	44.1	44.2	43.6
Déficit efectivo (% PIB)	Esc. Base	-2.0	-1.5	-1.8	-1.6	-1.3
	Esc. Alternativo	-2.0	-1.5	-1.8	-1.4	-0.9



Resumen proyecciones



Cuentas Nacionales	2023	2024	2025	2026 P		2027 P	
				Previo	Actual	Previo	Actual
PIB (var. real % a/a)	0.7	2.8	2.5	1.5	1.0	2.8	3.0
Demanda interna (var. real % a/a)	-3.7	1.2	4.2	2.1	1.7	3.3	3.5
Consumo total (var. real % a/a)	-3.4	1.4	2.8	2.1	2.0	2.3	2.3
Consumo privado (var. real % a/a)	-4.7	1.1	2.7	2.0	1.8	2.4	2.4
Consumo público (var. real % a/a)	2.3	2.8	3.0	2.5	2.5	2.0	2.0
Formación capital fijo (var. real % a/a)	0.3	-1.6	7.0	1.8	1.8	4.0	4.0
Exportaciones (var. real % a/a)	0.3	7.2	4.6	-0.4	-0.4	2.0	2.0
Importaciones (var. real % a/a)	-11.1	2.1	10.5	1.6	1.6	3.6	3.6
PIB (USD miles de millones)	336.2	329.1	357.5	408.1	403.3	422.8	422.1
Desempleo (% promedio)	8.7	8.5	8.5	8.6	8.8	8.3	8.5

Balanza de Pagos	2023	2024	2025	2026 P		2027 P	
				Previo	Actual	Previo	Actual
Balanza comercial (USD miles de millones)	13.8	20.8	23.8	34.9	34.9	26.1	26.1
Exportaciones (USD miles de millones)	93.0	98.9	110.4	127.6	127.6	124.3	124.3
Importaciones (USD miles de millones)	79.1	78.1	86.5	92.8	92.8	98.2	98.2
Cuenta Corriente (USD miles de millones)	-10.3	-3.8	-4.3	-1.7	-1.7	-7.2	-7.2
Cuenta Corriente (% PIB)	-3.1	-1.2	-1.2	-0.4	-0.4	-1.7	-1.7
Precio del cobre (prom. anual. USD/lb)	3.9	4.1	4.5	5.7	5.7	5.2	5.2
Precio del petróleo WTI (prom. anual. USD/bbl)	94.0	76.0	65.5	82	84	80	80

Mercado Monetario y Cambiario	2023	2024	2025	2026 P		2027 P	
				Previo	Actual	Previo	Actual
Inflación del IPC (var. a/a. % a diciembre)	3.9	4.5	3.5	4.0	4.4	3.0	2.8
Inflación del IPC (var. a/a. % promedio)	7.6	4.3	4.2	3.5	3.7	3.1	3.2
Tipo de cambio CLP/USD (cierre año)	879	992	930	880	900	890	900
Tipo de cambio CLP/USD (promedio año)	839	943	951	882	905	885	900
Tasa de política monetaria (%. cierre año)	8.25	5.00	4.50	4.50	4.50	4.25	4.25
Tasa de política monetaria (%. promedio año)	10.5	6.2	4.9	4.50	4.50	4.27	4.27

Política Fiscal	2023	2024	2025	2026 P		2027 P	
				Previo	Actual	Previo	Actual
Gasto público (var. real % a/a)	1.0	3.5	3.5	2.7	2.7	2.5	2.5
Balance del Gobierno Central (% PIB)	-2.4	-2.8	-2.7	-2.4	-2.4	-2.0	-2.0
Deuda bruta Gob. Central (% del PIB)	39.4	41.7	41.5	43.0	43.0	45.7	45.7



Gracias



Equipo de Estudios Santander Chile

Andrés Sansone

Gerente de Estudios y Economista Jefe

andres.sansone@santander.cl

Lorena Palomeque

Economista Senior

lorena.palomeque@santander.cl

Rodrigo Cruz

Economista Senior

rodrigo.cruz@santander.cl

Juan Alonso Puentes

Economista Senior

juan.puentes@santander.cl

