Análisis Mensual de IMACEC: La economía que no despega, la trayectoria perdida

Oct 2, 2026

La economía chilena se contrajo 1,0% en agosto respecto de un año atrás, y con eso suma seis meses de caída en los ocho que van de 2026. La explicación más repetida apunta a la minería y al mal tiempo, dos factores que son transitorios. Este informe sostiene que esa lectura es correcta pero incompleta: debajo del tropiezo minero hay una economía interna que lleva más de un año sin crecer, y ese estancamiento no se corrige solo.

Para mirarlo usamos las ideas de Michał Kalecki de demanda efectiva, a esa mirada sumamos el enfoque del crecimiento guiado por salarios y la noción de brecha productiva, que se ha usado para describir a un Chile que produce menos de lo que podría.

Una caída con dos causas

El dato de agosto junta dos historias distintas. La primera es la minería, que cayó 17,4% en doce meses. Tras dos desplomes mensuales seguidos, de 10,4% y 10,7%, la producción minera quedó cerca de 20% por debajo de su nivel de junio y en su punto más bajo desde 1996. Las razones son físicas: temporales en el norte, mantenciones de faenas y mineral de menor ley. Como la minería pesa cerca de un octavo de la economía, su caída restó unos 2,2 puntos al resultado del mes.

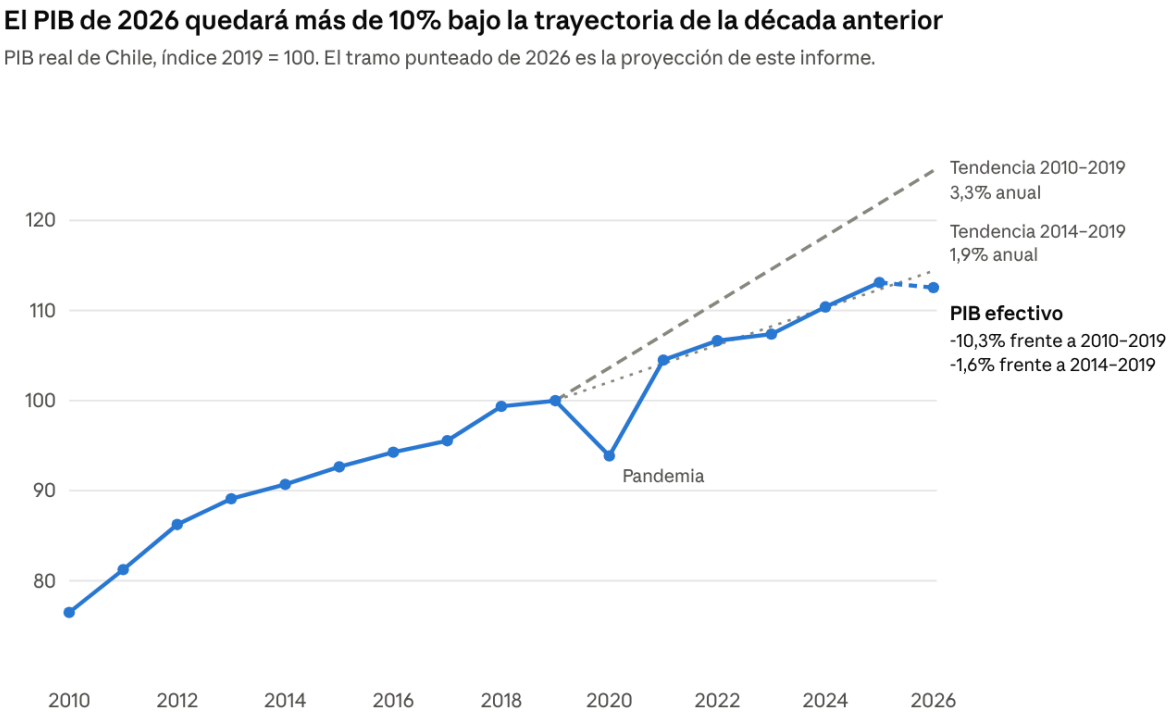
La segunda historia es sobre todo lo demás: comercio, servicios, industria, construcción. Ese conjunto creció 1,4% anual y aportó 1,2 puntos, lo que a primera vista parece una buena noticia. No lo es tanto. Agosto tuvo un día hábil más que el año pasado, y al corregir por calendario y estacionalidad el avance en doce meses se redujo a 0,2%. El repunte del mes apenas devolvió lo perdido en julio. **La economía no minera está donde estaba en 2025.**

La diferencia entre ambas historias es importante. En la minería falla la oferta: hay compradores, pero no se pudo producir. En el resto ocurre lo contrario: hay capacidad para producir más, pero faltan compradores. El propio Banco Central lo registra en su Informe de Política Monetaria de septiembre, donde la demanda interna pasa de crecer 2,3% anual en el primer trimestre a 0,1% en el segundo, y el consumo de los hogares retrocede 0,5% de un trimestre a otro.

La minería se recuperará cuando mejore el clima y terminen las mantenciones. La falta de compradores no tiene fecha de término.

La trayectoria perdida

El mal año 2026 no llega sobre una economía sana. Llega sobre una que nunca retomó el camino que traía antes de 2020.



Fuente: *Elaboración propia con datos del Banco Central de Chile, 2010-2026.*

Entre 2010 y 2019 el PIB chileno creció en promedio 3,3% al año. La pandemia lo hundió en 2020 y el rebote de 2021 pareció devolverlo a su lugar, pero desde entonces la economía avanzó a paso corto. Si en 2026 se confirma la caída que proyecta este informe, el país habrá crecido 1,7% anual en los siete años transcurridos desde 2019, la mitad del ritmo de la década anterior.

La distancia acumulada es grande. Frente a la trayectoria de 2010-2019, a la economía le falta más de una décima parte de su tamaño. Es producción, empleo e ingresos que el país tendría si hubiese seguido como venía.

El gráfico muestra también una vara baja: el crecimiento de 2014 a 2019, años ya lentos, de 1,9% anual. Hasta 2025 Chile se mantuvo en torno a esa línea. En 2026 la pierde también.

Por qué manda la demanda

La explicación heterodoxa del Banco Central del bajo crecimiento mira el lado de la oferta: faltarían inversión, productividad o permisos. Siguiendo a Kalecki proponemos mirar primero el

otro lado, el de la demanda. Una empresa produce lo que espera vender. Si tiene máquinas detenidas y personal con horas libres, que es la situación normal de la industria y los servicios, puede producir más sin subir precios apenas lleguen los pedidos. Lo que limita su actividad no es la capacidad, es la venta.

De ahí sale la idea central. El tamaño de la economía en un año dado depende de cuánto se gasta: lo que invierten las empresas, lo que gasta el Estado, lo que compra el resto del mundo y lo que consumen los hogares. Los trabajadores gastan casi todo lo que ganan, de modo que su consumo sigue a sus ingresos. Las ganancias de las empresas, en cambio, dependen de las decisiones de gasto: son mayores cuando hay más inversión, más déficit público o más exportaciones netas. Kalecki lo resumió en una frase que se le atribuye: los trabajadores gastan lo que ganan y los capitalistas ganan lo que gastan.

Aplicada a Chile en 2026, esa cuenta deja un resultado incómodo. La inversión cae: el Banco Central proyecta -0,3% para el año, después de un alza de 7,0% en 2025. El Estado tampoco empuja, porque sus ingresos crecieron 7,0% real hasta julio gracias al cobre mientras su gasto se modera y la inversión pública se desploma. El consumo de los hogares se frena de 2,7% a 1,5%.

Queda un solo motor encendido, el sector externo, y funciona por precio y no por cantidad. Chile exporta menos volumen, pero el cobre pasó de 4,51 a 6,10 de dólar la libra y eso lleva la cuenta corriente de un déficit de 1,2% del PIB a un superávit de 0,2%. Esa renta existe, pero se queda en las mineras, que emplean poca gente y envían utilidades al exterior, y en el fisco, que la ahorra.

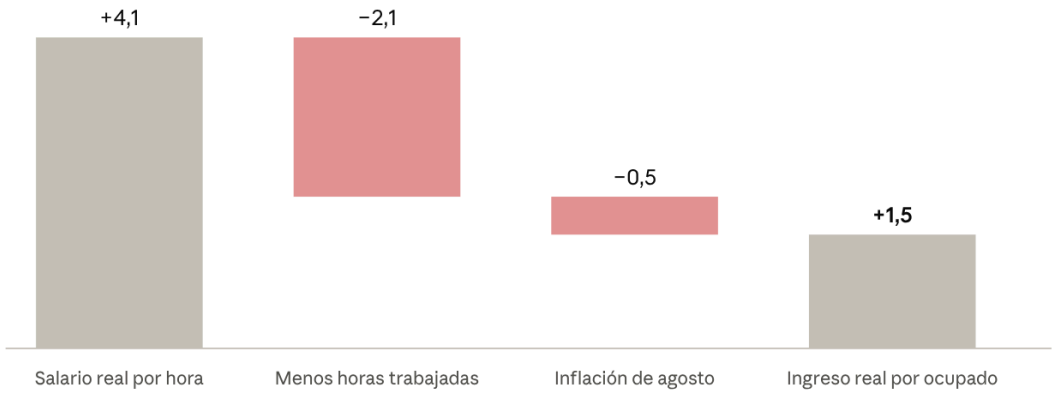
El resultado es una economía donde las ganancias agregadas se sostienen y la demanda interna se apaga. **Quienes sostienen que basta con mejorar la rentabilidad para que llegue la inversión tienen aquí un contraejemplo: la rentabilidad subió y la inversión bajó.**

Salarios que suben, ingresos que no

Hay un dato que parece contradecir todo lo anterior. Según el INE, el salario real por hora crece 4,1% anual, un ritmo alto. Si los trabajadores ganan más, deberían comprar más. ¿Por qué el comercio no lo nota?

Del alza de 4,1% por hora queda 1,5% de ingreso real por trabajador

Variación anual en puntos porcentuales. En rojo, lo que resta al alza del salario por hora.



Falta descontar la caída del empleo: con menos ocupados, la masa salarial real queda plana o cae.

Fuente: *Cálculo propio sobre datos del INE: Índice de Remuneraciones de julio de 2026 e IPC de agosto de 2026.*

Porque lo que una familia lleva a la casa no es el valor de una hora, sino el sueldo del mes. Desde abril la jornada legal bajó de 44 a 42 horas, y como el índice mide el pago por hora, sube de manera mecánica aunque el sueldo mensual no cambie. Las horas trabajadas cayeron 2,0%. A eso se suma que la inflación volvió a 4,1% en agosto, empujada por la carne, las papas y los pasajes. Descontadas ambas cosas, el ingreso real de quien conserva su empleo sube cerca de 1,5%.

Y no todos lo conservan. La economía destruyó 81 mil empleos en el último trimestre móvil y la desocupación llegó a 9,5%. La suma de todos los sueldos pagados en el país, que los economistas llaman masa salarial, depende del salario, de las horas y del número de personas ocupadas. Con las tres piezas a la vista, esa suma está plana o retrocede. **El Banco Central lo reconoce: la masa salarial real ha reducido su expansión por la caída del empleo y el alza de precios.**

La señal aparece en lugares muy concretos. El INE atribuye la baja de la industria de alimentos a una menor demanda de productos de panadería. Cuando cae la venta de pan, el problema no está en las fábricas.

El reparto del ajuste tampoco es parejo. Las empresas pequeñas subieron remuneraciones 9,1% y las grandes 7,1%. Las grandes tienen poder para defender su margen; las pequeñas absorben el costo y, cuando no pueden más, despiden. El sector que más crece, el litio, con un alza de 22,3%, casi no contrata.

Crecer desde los salarios

La tradición que sigue a Kalecki distingue dos tipos de economía. En unas, cuando los salarios ganan participación en el ingreso, la demanda total aumenta, porque el mayor consumo de los trabajadores pesa más que cualquier efecto negativo sobre la inversión o las exportaciones. Se dice que su crecimiento es guiado por los salarios. En otras domina lo contrario y el crecimiento es guiado por las ganancias.

Hay razones para pensar que la demanda chilena se parece más al primer tipo de crecimiento guiado por salarios. El argumento contra los salarios altos es que encarecen las exportaciones y espantan la inversión. Pero Chile exporta cobre y litio, que se venden a precio mundial y ocupan poca mano de obra: un alza salarial casi no cambia su competitividad. Y la inversión minera, la más grande del país, responde al precio del metal y a los permisos, no a cuánto ganan los trabajadores del comercio. Lo que sí depende de los salarios es el consumo, que representa la mayor parte del gasto interno..

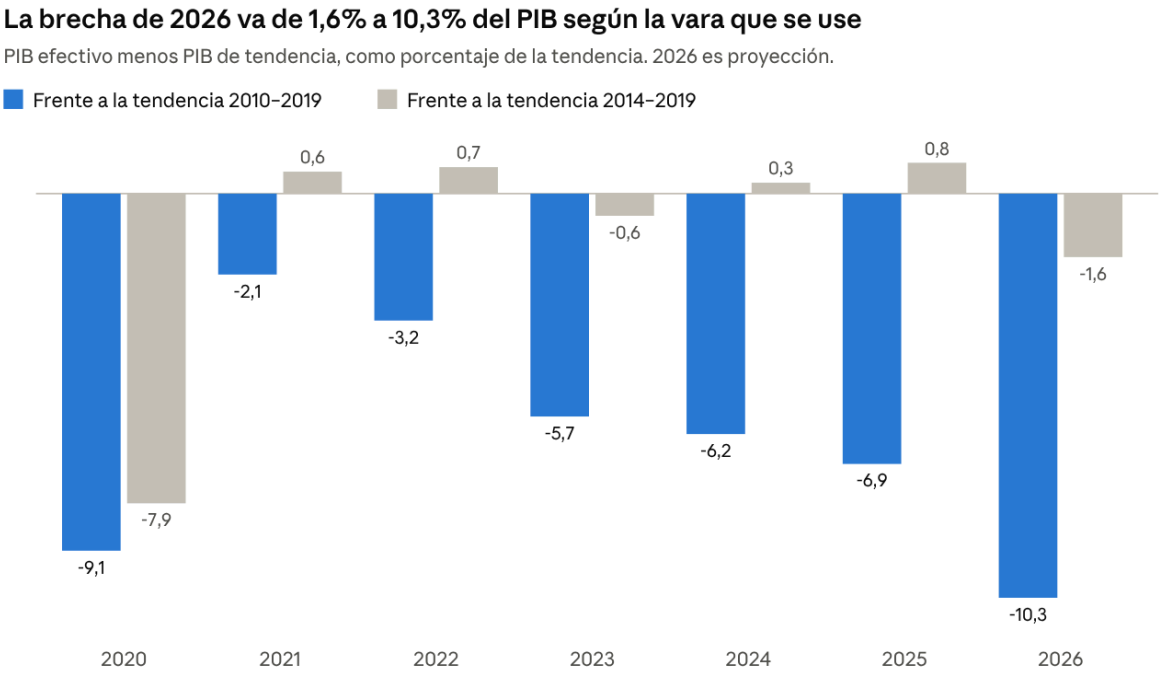
Lo que este enfoque aporta al análisis de 2026 es una precisión. El canal que mueve la economía es la masa salarial, no el salario por hora. Chile tiene hoy lo segundo sin lo primero, y por eso el alza salarial no se ve en las ventas.

La brecha productiva: hay espacio para crecer

El economista Ricardo Ffrench-Davis ha insistido durante décadas en una idea simple. Una economía tiene una capacidad de producción, dada por sus fábricas, sus trabajadores y su tecnología, y un nivel de producción efectivo, que depende de cuánto se le demanda. La distancia entre ambos es la brecha productiva o brecha recesiva. Cuando existe, hay máquinas y personas disponibles que nadie está ocupando.

Su argumento tiene una segunda parte, que es la más importante. La brecha no es solo producción perdida hoy. Una empresa con capacidad sin usar no tiene motivo para ampliarla, de modo que la brecha deprime la inversión y reduce el crecimiento futuro. Y golpea primero a quienes tienen más dificultades para encontrar trabajo. Por eso Ffrench-Davis sostiene que no basta con inflación baja y cuentas fiscales ordenadas: la política económica debe cuidar también que la economía real opere cerca de su capacidad.

¿Cuánta brecha tiene Chile? Depende de cuál se considere su capacidad, y por eso conviene mostrar un rango.



Fuente: *Cálculo propio con datos del Banco Mundial (2010-2025) y proyección propia para 2026. No es la brecha de actividad que estima el Banco Central.*

Con la vara más exigente, que supone que el país podría seguir creciendo como en 2010-2019, la brecha de 2026 supera el 10% del PIB y se ha ensanchado todos los años desde el año 2021. Con la vara más modesta, que sólo exige el ritmo lento de 2014-2019, la brecha estuvo prácticamente cerrada hasta 2025 y se abre este año hasta 1,6%. La cifra verdadera es materia de debate, pero las dos mediciones coinciden en algo: **en 2026 la economía producirá menos de lo que puede.**

El mercado laboral dice lo mismo sin necesidad de estimar tendencias. Según el Banco Central, la tasa de ocupación es 2,1 puntos menor que a mediados de 2019 y el desempleo es 2 puntos mayor. Con una población en edad de trabajar de unos 16 millones, eso equivale a más de 300 mil personas que entonces tenían trabajo y hoy no. La cifra es una aproximación nuestra. **El propio Banco reconoce que su medida de brecha de actividad parte de un nivel más negativo que el previsto y que recién se cerraría durante 2028.**

La consecuencia práctica es directa. Si hay capacidad ociosa y gente buscando empleo, un aumento del gasto interno se traduce en más producción y más contrataciones antes que en alzas de precios. Los precios suben por demanda cuando las empresas ya no dan abasto, y esa no es la situación de una industria que reduce turnos ni de un comercio que vende menos.

Hay dos matices honestos. El Banco Central estima que una parte del mayor desempleo es persistente y no se resolvería con más demanda, lo que reduce la holgura que él reconoce. Y

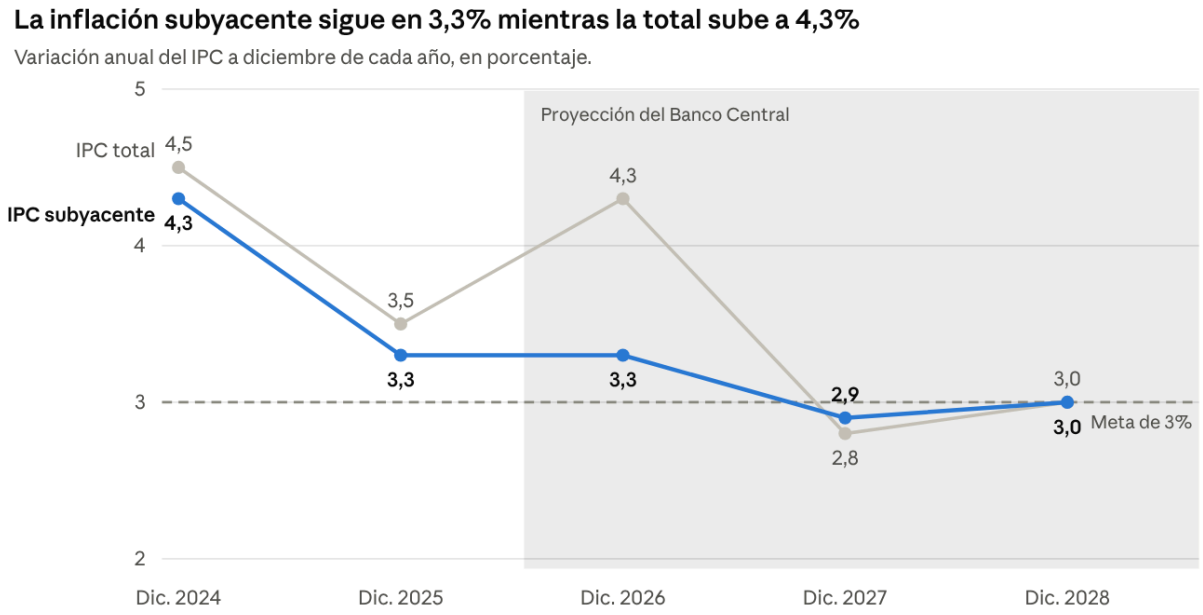
parte de cualquier impulso se va en importaciones. Ninguno de los dos elimina la brecha; solo discuten su tamaño.

Dos inflaciones y un riesgo

Si hay espacio para crecer, ¿por qué no se usa? Una parte de la respuesta está en cómo se lee la inflación.

El IPC subió 0,6% en agosto y la inflación anual volvió a 4,1%, sobre la meta de 3% del Banco Central. Mirada de cerca, el alza viene de dos lugares. Los alimentos subieron 1,4%, con la carne de vacuno en 3,9% y las papas en 17,8%, y el transporte 1,6%, casi todo por pasajes aéreos que saltaron 24,6%. Esos dos rubros explican más de cinco de las seis décimas del mes. Son precios que dependen del clima, del petróleo y de la temporada.

Por eso los bancos centrales miran una segunda medida, la inflación subyacente, que excluye los precios más volátiles y muestra mejor la presión de fondo. En agosto esa medida subió 0,1% en el mes y 3,3% en doce meses.



Fuente: Banco Central de Chile, IPoM de septiembre de 2026, tabla 1. La subyacente es el IPC sin volátiles.

El gráfico usa las cifras del propio Banco Central. La inflación total terminaría 2026 en 4,3%, pero la subyacente se queda en 3,3%, el mismo nivel de fines de 2025, y el Banco espera que ambas estén en torno a 3% durante 2027. La distancia de un punto entre las dos líneas es el costo de los combustibles y los alimentos, y desaparece cuando esas alzas salen de la base de comparación.

La distinción importa porque la tasa de interés solo actúa sobre una de las dos. Subir o mantener alto el costo del crédito enfría el gasto, y eso sirve cuando los precios suben porque se compra demasiado. No hace llover en el norte ni baja el precio del petróleo. Kalecki ya había descrito el caso: cuando suben los alimentos y las materias primas, cae el poder de compra del salario sin que exista exceso de demanda alguno.

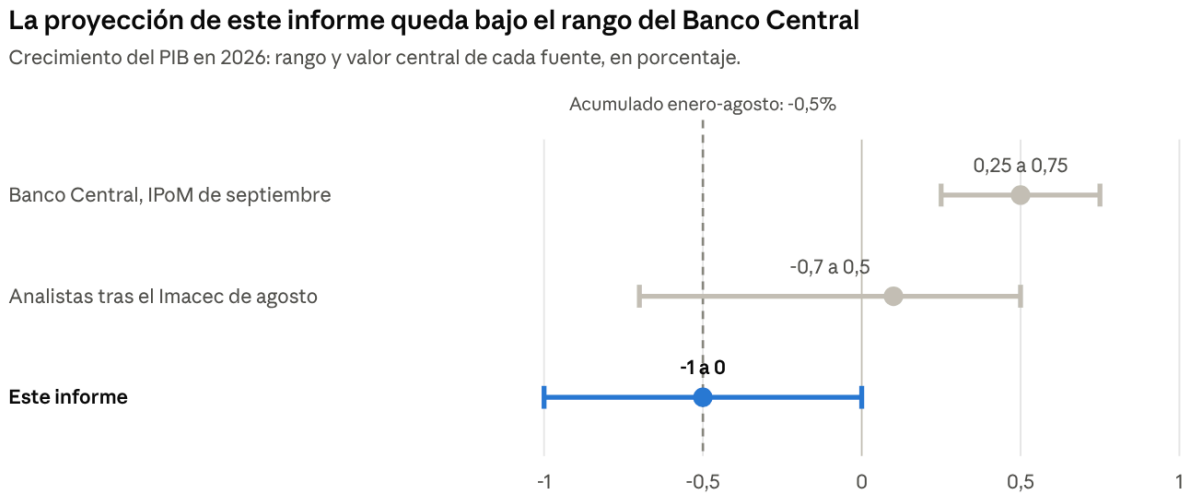
Hasta ahora el Banco Central ha actuado con cautela. En septiembre mantuvo la tasa en 4,5% por unanimidad y reconoció que la debilidad del gasto ayudará a contener los precios. El riesgo está en dos lecturas que su informe deja abiertas. La primera es su escenario de mayor inflación, en el que una propagación más fuerte del alza de costos requeriría una tasa más contractiva. La segunda es que cuenta el mayor aumento de las remuneraciones por hora como una presión de costos adicional, cuando buena parte de esa alza es el efecto mecánico de la reducción de jornada y no un aumento del ingreso de los hogares.

Si esas lecturas se imponen, una tasa alta por más tiempo encarece el crédito hipotecario y de consumo y frena la construcción, que es uno de los sectores más intensivos en mano de obra. Con menos empleo cae la masa salarial, con menos ventas las empresas postergan inversión, y la brecha se ensancha. Con expectativas de inflación en 3%, una tasa de 4,5% equivale a un interés real cercano a 1,5% en una economía que se contrae.

El último eslabón es el que advierte Ffrench-Davis y el más difícil de ver. Cuando la inversión cae durante años, la capacidad productiva crece menos, y las estimaciones oficiales de PIB potencial se corrigen a la baja siguiendo a la economía real. La brecha medida se achica, no porque la economía se haya recuperado sino porque se bajó la vara. **Entonces parece que no hay holgura, la política se mantiene restrictiva y el estancamiento se confirma a sí mismo.**

Cuánto crecerá Chile en 2026

Nuestra expectativa razonable es que el PIB caiga 0,5% en 2026, dentro de un margen que va de -1,0% a 0,0%. Es una estimación propia y queda por debajo de la proyección oficial.



Fuente: *Banco Central (IPoM de septiembre de 2026), seis proyecciones de analistas recogidas por La Tercera el 1 de octubre de 2026 (valor central: mediana) y estimación propia.*

La razón es aritmética. Entre enero y agosto la economía acumula una caída de 0,5%: el primer trimestre cerró en -0,3%, el segundo en -0,2%, julio en -1,5% y agosto en -1,0%. Para que el año termine en el piso del rango del Banco Central, que es 0,25%, la actividad tendría que crecer 1,75% anual en cada uno de los cuatro meses que faltan. Para llegar al 0,5% que todavía manejan varios analistas, tendría que crecer 2,5%. Ningún trimestre de este año ha mostrado cifras así, y el punto de partida es una caída de 1,0%. Solo para evitar un año negativo se necesita un promedio de 1,0% de aquí a diciembre.

El margen de nuestra proyección sale de combinar lo que pase con la minería y lo que pase con el resto. En el caso más pesimista la minería se queda en el nivel de agosto, con caídas anuales cercanas a 18%, la economía no minera crece apenas 0,2% y el año cierra en -1,0%. En el caso central la minería recupera el terreno perdido de manera gradual hasta diciembre, el resto crece 0,7% como en el segundo trimestre y el año cierra en -0,5%. En el caso más favorable la minería vuelve casi de inmediato a su nivel de junio, el resto sostiene el 1,4% de agosto y el año termina en cero.

La minería explica la mayor parte del ancho de ese margen: cada cinco puntos de diferencia en su desempeño mueven el resultado anual en dos décimas. La demanda interna explica el resto y es la que inclina la balanza hacia abajo, porque no hay señales de que el gasto de hogares, empresas o Estado vaya a acelerarse antes de 2027.

Un dato de calendario puede ayudar a septiembre: este año las Fiestas Patrias dejaron un día hábil más que en 2025. No cambia el cuadro.

Lo que viene

Para 2027 el Banco Central espera un crecimiento de entre 2% y 3%, apoyado en un salto de la inversión de 8,1% por los grandes proyectos y la Ley de Reconstrucción. El marco que usamos aquí respalda la lógica de ese rebote: la inversión crea empleo, ingresos y ganancias. Pero advierte dos límites. Los grandes proyectos mineros y energéticos compran casi toda su maquinaria fuera del país, de modo que una parte importante del impulso se va en importaciones. Y la inversión crea demanda hoy y capacidad mañana: si los ingresos de los hogares no crecen a la par, la nueva capacidad tampoco encontrará compradores.

La normalización de la minería devolverá a la economía al punto en que estaba antes del invierno. No la devolverá a la trayectoria que perdió. Para eso tendría que moverse alguno de los componentes del gasto que hoy están detenidos: la inversión pública, que cae mientras el fisco recauda más; el crédito, que depende de la tasa; o la masa salarial, que depende del empleo. La brecha productiva indica que hay espacio para hacerlo sin presionar los precios. Lo que este informe discute no es si Chile puede crecer más, sino si la política económica va a leer correctamente por qué no lo hace.

Fuentes

- Banco Central de Chile, Informe de Política Monetaria, septiembre de 2026 (archivo del proyecto): proyecciones, demanda interna, mercado laboral, inflación, cuentas fiscales y externas.
- Banco Central de Chile, comunicado de la Reunión de Política Monetaria del 8 de septiembre de 2026: tasa de 4,5% e inflación subyacente de 3,3%.
- Banco Mundial, crecimiento del PIB real de Chile: serie 2010-2025 usada en los gráficos de trayectoria y brecha.
- Nota de análisis del Imacec de agosto entregada por el autor: cifras sectoriales y proyección de 0,5%.
- INE, boletines de Producción Industrial, IPC y Remuneraciones de junio a agosto de 2026, según el extracto entregado por el autor.
- Ricardo Ffrench-Davis, Neoestructuralismo y macroeconomía para el desarrollo, Universidad de Chile: brecha recesiva y sus efectos sobre inversión y empleo.
- Fernando Villanueva, Wage-led or profit-led economic growth: the case of Chile 1996-2017, tesis, Universidad de Chile.
- La Tercera: Economía chilena retrocede 1% en agosto: acumulado enero-agosto y proyecciones de analistas.
- El Mostrador: Minería arrastra al Imacec: series desestacionalizadas de agosto.
- Diario Financiero: El Imacec vuelve a caer 1% en agosto: día hábil adicional y detalle sectorial.
- CNN Chile: expertos no descartan crecimiento negativo en 2026: meses con variación negativa.