

Gemines[®]
CONSULTORES



LAECO

INFORME GEMINES N°539

Agosto 2025

COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

ÍNDICE

ÍNDICE	2
DESTACAMOS	4
1.- PANORAMA GENERAL: OTRA VEZ LA INFLACIÓN	6
2.- TEMA ESPECIAL: PRINCIPALES ELEMENTOS EN LA “UNICA Y HERMOSA GRAN LEY” (OBBBA)	11
3.- COYUNTURA NACIONAL	19
3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: ESTÁ CARO EL DÓLAR.....	19
3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: PÉRDIDA DE DINAMISMO	21
3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: LOS COSTOS DE “FIJAR PRECIOS”.....	22
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: LA DIFÍCIL CONVERGENCIA A LA META	25

EN MEMORIA DE ANDRÉS SANFUENTES VERGARA

PROFESOR, SOCIO Y AMIGO

(9/9/1939 - 6/8/2025)



INFORME GEMINES

Nº539

DESTACAMOS

Panorama General

- La inflación de julio (0,9%) fue un balde de agua helada para quienes sacaban cuentas alegres y anticipaban una nueva reducción en la TPM para la reunión del 9 de septiembre próximo y hasta tres disminuciones en la tasa rectora hasta fin de año. Es decir, una baja en cada una de las reuniones restantes. Lo cierto es que este optimismo no estuvo nunca justificado, ni la confianza del Banco Central, que validó estas expectativas, tampoco. El instituto emisor no solo redujo, por unanimidad, la TPM en la RPM del 29 de julio, sino que, en el comunicado posterior, anticipó bajas adicionales, previendo que la TPM se aproximaría a su rango de valores neutrales (una caja negra de la que no deberían depender las decisiones de política monetaria) en los próximos trimestres, lo que puede ser interpretado como un anticipo de rebajas en la TPM en octubre y diciembre, aunque después de la inflación de julio, quién sabe, (Pág. N°6).
- Las declaraciones desafortunadas e imprudentes de la vicepresidente del Banco Central, que anticipó, antes de conocerse el IPC de julio, una nueva baja en la TPM en septiembre, probablemente reflejan un extremo al interior de la institución, pero, ciertamente, reducen la confianza en el Banco Central y en su capacidad de conducir la inflación hacia el objetivo de 3%, (Pág. N°7).
- En el caso de las listas parlamentarias, todo indica que habrá, con un modesto descuelgue, una que agrupe a los partidos afines al gobierno (Unidad por Chile), incluyendo a la DC que se sumó a última hora para tratar de evitar su desaparición, aunque a costa de sus principios, pero ya lo dijo Marx (Groucho), si no le gustan mis principios, tengo estos otros. En todo caso, dadas las dificultades en la negociación, hay una pequeña probabilidad de que, finalmente, haya dos listas oficialistas. Por el lado de la oposición es seguro que habrá dos listas, la de Republicanos, Social Cristianos y Nacional Libertarios (Cambio por Chile) y la de Chile Vamos (RN, UDI y Evópoli), eventualmente con la inclusión de Demócratas y Amarillos. Además, es probable que haya una del Partido de la Gente y candidatos independientes, (Pág. N°8).

Tema Especial

- La OBBBA hace permanente casi toda reducción de impuestos de 2017. La ley también extiende y amplía el Crédito Tributario por Hijos, aunque la escala final es menor a la propuesta inicial, y crea nuevas deducciones fiscales personales para ingresos por propinas y horas extras, entre otras áreas. También incluye un paquete de incentivos fiscales para empresas, como una depreciación permanente del 100%, que refleja las prioridades clave del Senado. En cuanto a la deducción de impuestos estatales y locales (SALT), los republicanos acordaron un límite de \$40,000 durante cinco años, que se reducirá a \$10,000 posteriormente. Los senadores habían propuesto inicialmente mantener el límite de \$10,000 durante la ventana presupuestaria, pero se vieron obligados a llegar a un acuerdo con la Cámara de Representantes, creando uno de los varios precipicios fiscales de este proyecto de ley, (Pág. N°11).

- La OBBBA elimina muchos de los créditos fiscales para la energía incluidos en la Ley de Reducción de la Inflación (IRA), aunque con períodos de implementación gradual sustanciales y excepciones para ciertas energías renovables como la geotérmica. El retraso en la eliminación de estos créditos fiscales de la IRA para proyectos energéticos dará tiempo a las empresas para ajustar sus estrategias y deja la puerta abierta para que un futuro Congreso los extienda aún más. De igual manera, la mayoría de los recortes a Medicaid —que han recibido una enorme atención mediática y afectan desproporcionadamente a los hospitales rurales— tienen plazos de implementación posteriores a las elecciones intermedias de 2026, lo que da margen al Congreso para abordar los recortes en futuras leyes, (Pág. N°11).
- De acuerdo con las estimaciones del Budget Lab de la universidad de Yale la evolución del déficit fiscal, según la ley aprobada por el senado o su extensión indefinida y según la Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO), sería creciente en los próximos 30 años, lo que es evidentemente insostenible toda vez que la deuda pública bruta se aproximaría a 190% del PIB en 2055 en el caso más pesimista y a 160% del PIB en el más optimista, (Pág. N°12).
- Eurasia Group no prevé que la OBBBA impulse significativamente el crecimiento económico, y las disposiciones de desregulación y permisos del proyecto de ley se han diluido en gran medida, mitigando su posible impacto. Mientras tanto, es probable que el impacto combinado de los aranceles, la política migratoria y el endeudamiento adicional contribuya a un crecimiento inferior al esperado, o incluso a una recesión, en nuestro escenario base, (Pág. N°13).

Coyuntura Nacional

- Factores transitorios explican que el tipo de cambio se sitúe hoy por sobre su nivel de equilibrio de mediano plazo. En nuestro escenario base, es factible que de aquí a fines de año se produzca una corrección a la baja. (Pág. N°19).
- El segundo trimestre la actividad interna anotó una ralentización, como consecuencia de un peor desempeño para el consumo de los hogares y el gasto de gobierno, (Pág. N°21).
- Cada vez se hace más evidente que el fuerte incremento real en el salario mínimo de los últimos años, a lo que se agrega la reducción por ley de la jornada laboral, están teniendo un impacto muy relevante sobre la creación de empleo, y llevando la tasa de desempleo natural muy por sobre lo observado previo a la pandemia de 2020. (Pág. N°22).
- En los últimos 4 años, salvo la situación puntual de tres meses, la inflación en doce meses se ha mantenido en forma sostenida sobre el 4,0 %, techo del rango meta de la autoridad. Todo indica que el Banco Central ha avanzado más rápido de lo recomendable en reducir su Tasa de Política Monetaria a lo largo del último año. (Pág. N°25).

1.- PANORAMA GENERAL: OTRA VEZ LA INFLACIÓN.

La inflación de julio (0,9%) fue un balde de agua helada para quienes sacaban cuentas alegres y anticipaban una nueva reducción en la TPM para la reunión del 9 de septiembre próximo y hasta tres disminuciones en la tasa rectora hasta fin de año. Es decir, una baja en cada una de las reuniones restantes. Lo cierto es que este optimismo no estuvo nunca justificado, ni la confianza del Banco Central, que validó estas expectativas, tampoco. El instituto emisor no solo redujo, por unanimidad, la TPM en la RPM del 29 de julio, sino que, en el comunicado posterior, anticipó bajas adicionales, previendo que la TPM se aproximaría a su rango de valores neutrales (una caja negra de la que no deberían depender las decisiones de política monetaria) en los próximos trimestres, lo que puede ser interpretado como un anticipo de rebajas en la TPM en octubre y diciembre, aunque después de la inflación de julio, quién sabe.

Alguien podrá decir que el mal resultado de julio se compensa con la sorpresa favorable de junio (-0,4%), pero el problema es que si bien una gran parte de la inflación del último bimestre se explica por los precios de los volátiles en la canasta del IPC, lo que permitiría minimizar el significado de ambos resultados, en ambos meses la inflación subyacente (sin volátiles) excedió las expectativas y, en la medición en doce meses, volvió al 4% por primera vez desde enero, reflejando una fuerte resistencia a la baja. Más aun, la inflación promedio sin volátiles en doce meses entre enero y julio es similar a la del año pasado (3,8% vs 3,7%) y su promedio mensual, en el mismo período, sólo ha bajado marginalmente (de 0,44% a 0,40%).

Lo más preocupante es que el Banco Central no solo persiste en ignorar o minimizar el efecto de la reducción del diferencial de tasas con Estados Unidos como factor debilitante de nuestra moneda, así como el de la devaluación sobre la inflación, sino que, al anunciar un proceso de acumulación de reservas para los próximos tres años, está, por una parte, validando comprar reservas a un tipo de cambio que, probablemente, está por sobre su nivel de equilibrio (o sea está comprando caro) y, por otra, generando alguna presión alcista adicional en el tipo de cambio cuando, al mismo tiempo, intenta una política agresiva de relajación monetaria. En todo caso, dada la particular manera de ponerle precio a las compras de dólares del Banco Central, el proceso de acumulación de reservas no parece estar siendo muy exitoso, al menos en su fase inicial.

Además de lo anterior, es decir, del potencial inflacionario de la devaluación, la inflación anual de servicios sin volátiles se aceleró en los últimos dos meses, pasando de 4,2% en mayo a 4,7% en julio, lo que puede estar reflejando una combinación de demanda algo más fuerte y el efecto del traspaso del incremento en los costos laborales, que es la mayor preocupación de los encuestados en el Informe de Percepción de Negocios. La evidencia disponible permite concluir que, efectivamente, la demanda interna se aceleró en el segundo trimestre luego del bajón del primer cuarto del año y que esta aceleración se estaría manteniendo en el tercer trimestre.

Las declaraciones desafortunadas e imprudentes de la vicepresidente del Banco Central, que anticipó, antes de conocerse el IPC de julio, una nueva baja en la TPM en septiembre, probablemente reflejan un extremo al interior de la institución, pero, ciertamente, reducen la confianza en el Banco Central y en su capacidad de conducir la inflación hacia el objetivo de 3%.

Aunque la inflación de agosto se conocerá el día anterior a la próxima RPM el 9 de septiembre, sería muy imprudente de parte del Banco Central anunciar una nueva reducción en la TPM o, incluso, anticipar que se podría producir en octubre. No es claro, además, que la Reserva Federal bajará su tasa el 17 de septiembre. Aunque las expectativas de inflación parecen estar ancladas, el escenario puede cambiar con mucha rapidez y todo indica que la inflación a diciembre podría estar en torno a 4%, es decir, sin mucho avance respecto al cierre de 2024. Por lo demás, la TPM es bastante baja en la actualidad y no parece haber ninguna necesidad de apurar su reducción, toda vez que la actividad sigue fluctuando en torno al potencial y si se desacelera va a ser, sobre todo, como reacción al menor crecimiento global. Por otro lado, el deplorable desempeño del mercado laboral no tiene nada que ver con la política monetaria y ésta no puede ayudar a mejorar su evolución.

Por el contrario, si hay algún problema macroeconómico que puede ser resuelto por la política monetaria, es el de la inflación que, además, corresponde al mandato constitucional que establece los objetivos del Banco Central, por lo que debería centrarse en llevar la inflación al 3% y no preocuparse de cuestiones periféricas sobre las que no tiene mucho que hacer. Adicionalmente, en un mundo tan volátil e impredecible como el actual y con una fortaleza macroeconómica muy disminuida, Chile no está en condiciones de administrar su política monetaria como cuando estábamos en la primera década del siglo.

- Elecciones en la recta final

Al momento de escribir este informe aún no se ha llegado al plazo fatal para inscribir las candidaturas presidenciales y las listas parlamentarias, pero todo indica que habrá un mínimo de seis y hasta ocho candidatos presidenciales. En el caso de las listas parlamentarias, todo indica que habrá una que agrupe a los partidos afines al gobierno (Unidad por Chile), incluyendo a la DC que se sumó a última hora para tratar de evitar su desaparición, aunque a costa de sus principios, pero ya lo dijo Marx (Groucho), si no le gustan mis principios, tengo estos otros. El descuelgue anunciado por el FRVS y la AH, no resta mucho a la lista oficialista, aunque puede influir en la elección en el norte. Por el lado de la oposición es seguro que habrá dos listas, la de Republicanos, Social Cristianos y Nacional Libertarios (Cambio por Chile) y la de Chile Vamos (RN, UDI y Evópoli), eventualmente con la inclusión de Demócratas y Amarillos. Además, es probable que haya una del Partido de la Gente y candidatos independientes.

En la actualidad hay 23 senadores que pueden agruparse bajo la coalición gobiernista, ya sea porque pertenecen a los partidos que la componen o son afines y 27 directa o indirectamente asociados a la oposición. En las elecciones de noviembre se renuevan 23 cupos de senadores, de los cuales 10 corresponden a la coalición oficialista y 13 a la oposición. En cuatro circunscripciones (Arica y Parinacota, Tarapacá, Atacama y Aysén) se eligen dos senadores y en la actualidad 4 pertenecen al oficialismo y 4 a la oposición. En tres circunscripciones se eligen 5 senadores (Valparaíso, Maule y La Araucanía) de los cuales en la actualidad 9 se vinculan a la oposición y 6 al gobierno.

Es evidente de esta información que la multiplicidad de listas de la oposición puede perjudicar la mantención del control del Senado por parte de ésta y es suficiente que tres senadores cambien de signo para que ello suceda. En el Maule actualmente hay 4 de 5 senadores vinculados a la oposición, por los que no sería difícil que la nueva composición de esta bancada sea 3-2, mientras que, en algunas de las circunscripciones binominales, la lista de gobierno podría doblar a la oposición si hay más de una lista que la represente (Atacama parece bastante factible). Con dos senadores que cambien de coalición se produciría un empate en el Senado y con tres, como ya se dijo, el control lo tomaría la coalición de gobierno. Está por verse si vía omisiones a algún otro acuerdo la oposición es capaz o no de reducir la posibilidad de perder el control del Senado que, en todo caso, no es absoluto porque hay 2 senadores Demócratas que no necesariamente votan con la oposición.

En el caso de la Cámara de Diputados el panorama es más difícil de dilucidar. Actualmente hay 56 parlamentarios de Chile Vamos, Republicanos, Nacional-Libertarios y el Partido Social Cristiano a los que se pueden sumar los 4 demócratas y el representante de Amarillos. Es decir, un máximo de 61. Por otro lado, hay 57 oficialistas, incluyendo los 4 del PDC y 37 independientes. Entre estos últimos hay muchos que fueron elegidos en las listas de partidos de los que fueron militantes o tienen una clara afinidad con el gobierno o la oposición y forman parte de alguna de las distintas bancadas que están a uno u otro lado, no obstante lo cual, en muchos casos, su voto es al portador y depende del tema que se discute o lo que le ofrecen a cambio.

Si se toma en cuenta el comité al que los 38 independientes están adscritos, se puede contabilizar 13 diputados más en la oposición, con lo que llegaría a 74, mientras que los asimilables al oficialismo son 21, alcanzando los 78, es decir, la mayoría absoluta, aunque obviamente muy precaria.

Es muy complejo hacer pronósticos respecto a qué sucederá con las fuerzas relativas en la Cámara ya que esto dependerá del número de listas y de cuantos independientes vayan por su cuenta, pero es muy probable que se mantenga la dispersión, con un gran número de partidos representados, pero con la restricción de alcanzar un 5% de los votos emitidos válidamente a nivel nacional, algo que se facilita por la formación de listas comunes con múltiples partidos.

El descuelgue del FVRS y la AH no sería muy relevante. En el primero, el diputado Mulet del distrito 4 en Atacama al ir por fuera no afectaría mucho el resultado donde el oficialismo tiene 4 de 5 diputados y el PS es muy fuerte. El diputado Hirsch (AH) del distrito 11 (Lo Barnechea, Vitacura, Las Condes, La Reina y Peñalolén) que elige 6 diputados, es el único representante del oficialismo (fue en la lista de Apruebo Dignidad) y fue elegido por muy poco. Chile Vamos y Republicanos (que fueron separados) podrían obtener los 6 diputados en noviembre. Finalmente, los diputados Palma (FRVS) y Gazmuri (AH) representan al distrito 12 (La Florida, La Pintana, Pirque, Puente Alto y San José de Maipo), elige 7 diputados, 5 de los cuales son oficialistas, incluyendo a Pamela Jiles que ahora se alió con Franco Parisi y que eligió a dos más con sus votos (incluyendo a Palma). En este distrito hubo mucha dispersión de votos con varias listas de izquierda, así que es probable que el resultado se mantenga, aunque lo que haga Jiles puede ser más relevante que el descuelgue.

Lo que se puede concluir, en todo caso, es que es probable que no haya una mayoría clara en la Cámara de Diputados y, tal vez, tampoco en el Senado, aunque es menos probable en este caso.

En cuanto a la elección presidencial, lo que está absolutamente claro es que Jeannette Jara estará en segunda vuelta, no obstante su mal desempeño en la campaña hasta ahora y las absurdas propuestas económicas que la acompañaron en la primaria. Aunque ahora no lo hace mejor, al apoyar al "royalty" portuario, que no es royalty, sino un impuesto absurdo que afecta la competitividad exportadora y el precio de las importaciones.

Quién representará a la oposición en la segunda vuelta, aunque es menos claro y todavía podrían cambiar las cosas, seguramente será José Antonio Kast que, salvo errores muy torpes en su campaña, debería ser el próximo presidente de Chile, si se considera la evaluación del actual gobierno especialmente en temas como el de la seguridad.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

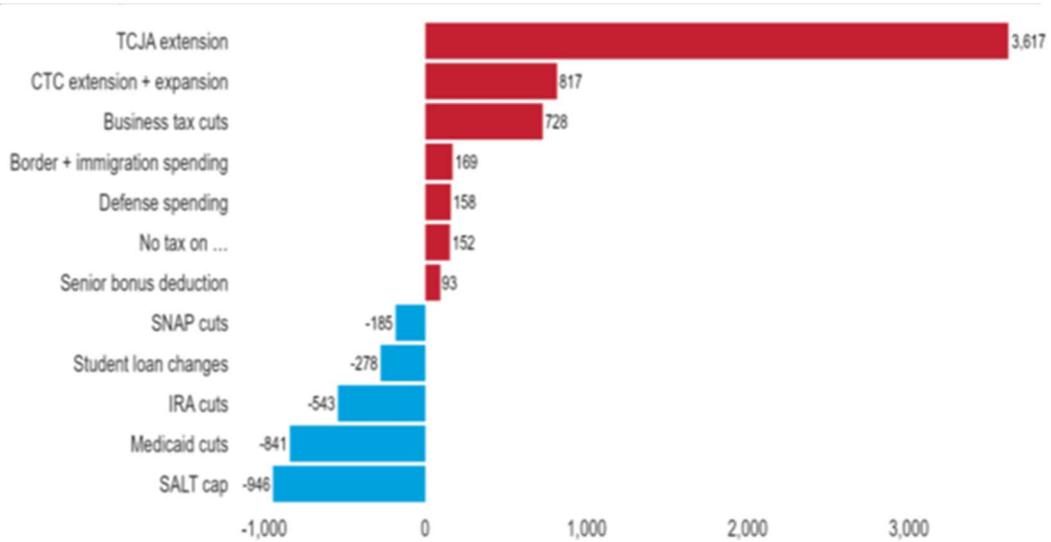
2.- TEMA ESPECIAL: PRINCIPALES ELEMENTOS EN LA “UNICA Y HERMOSA GRAN LEY” (OBBBA)

La reforma tributaria aprobada por el Congreso de Estados Unidos el 3 de julio pasado tendrá efectos redistributivos y sobre el déficit fiscal y la deuda pública significativos en la próxima década. A continuación, presentamos un análisis realizado por Eurasia¹ y complementado con la información de algunas otras fuentes identificadas en el texto.

La OBBBA (One Big Beautiful Bill Act) hace permanente casi toda reducción de impuestos de 2017. La ley también extiende y amplía el Crédito Tributario por Hijos, aunque la escala final es menor a la propuesta inicial, y crea nuevas deducciones fiscales personales para ingresos por propinas y horas extras, entre otras áreas. También incluye un paquete de incentivos fiscales para empresas, como una depreciación permanente del 100%, que refleja las prioridades clave del Senado. En cuanto a la deducción de impuestos estatales y locales (SALT), los republicanos acordaron un límite de \$40,000 durante cinco años, que se reducirá a \$10,000 posteriormente. Los senadores habían propuesto inicialmente mantener el límite de \$10,000 durante la ventana presupuestaria, pero se vieron obligados a llegar a un acuerdo con la Cámara de Representantes, creando uno de los varios precipicios fiscales de este proyecto de ley. La OBBBA elimina muchos de los créditos fiscales para la energía incluidos en la Ley de Reducción de la Inflación (IRA), aunque con períodos de implementación gradual sustanciales y excepciones para ciertas energías renovables como la geotérmica. El retraso en la eliminación de estos créditos fiscales de la IRA para proyectos energéticos dará tiempo a las empresas para ajustar sus estrategias y deja la puerta abierta para que un futuro Congreso los extienda aún más. De igual manera, la mayoría de los recortes a Medicaid —que han recibido una enorme atención mediática y afectan desproporcionadamente a los hospitales rurales— tienen plazos de implementación posteriores a las elecciones intermedias de 2026, lo que da margen al Congreso para abordar los recortes en futuras leyes. En cuanto al gasto, la OBBBA establece importantes aumentos en la financiación para seguridad fronteriza y defensa. Cabe destacar que estos aumentos se producen en gran medida al margen del proceso regular de asignaciones, impulsando programas militares y de cumplimiento de la ley específicos, a la vez que eluden el ciclo presupuestario anual, a menudo polémico. Esto subraya nuestra opinión de que las deportaciones, en particular, se convertirán en una parte cada vez más importante de la agenda política de Trump en el futuro.

¹ “Big not always beautiful: Impacts of tax bnill passage”, Conference Call Notes. Eurasia Group 9 de julio de 2025.

GRAFICO N°2.1
HOW TAX AND SPENDING PROVISIONS OF OBBBA SHAKE OUT
Net Déficit Impact, Relative to Current Law, Billions of Dollars, 2025-2034



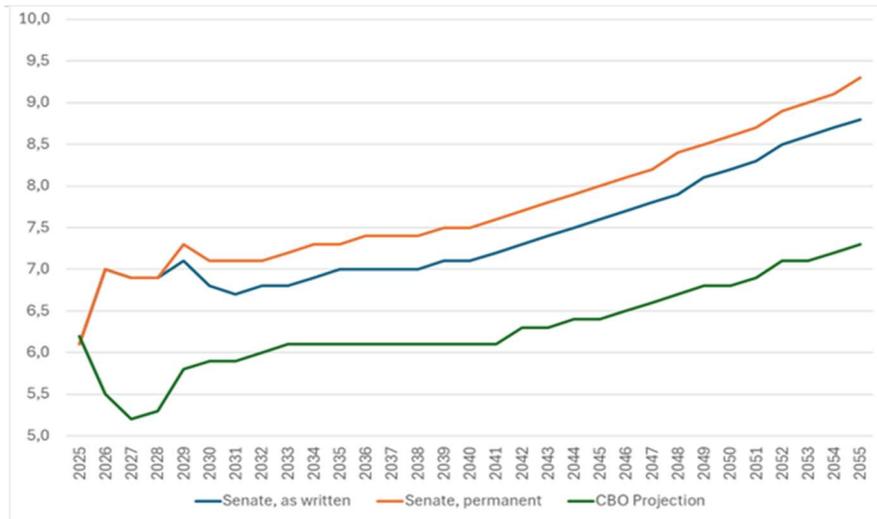
Source: Congressional Budget Office, Joint Committee on Taxation, Eusiasia Group

El panorama fiscal empeorará

La nueva ley tributaria —que el Senado calificó con base en la política actual para evitar tener que compensar muchas de las extensiones de las rebajas de impuestos— empeora el panorama del déficit estadounidense, elevando las proyecciones al 6,5% del PIB o más en el futuro previsible, incluso considerando una economía resiliente y nuevos ingresos arancelarios. Si se materializan los obstáculos previstos —especialmente el lastre para la inversión debido a los aranceles, la incertidumbre comercial y la política migratoria—, los déficits podrían fácilmente tender al 7,5%-8% del PIB en un escenario de crecimiento inferior al esperado.

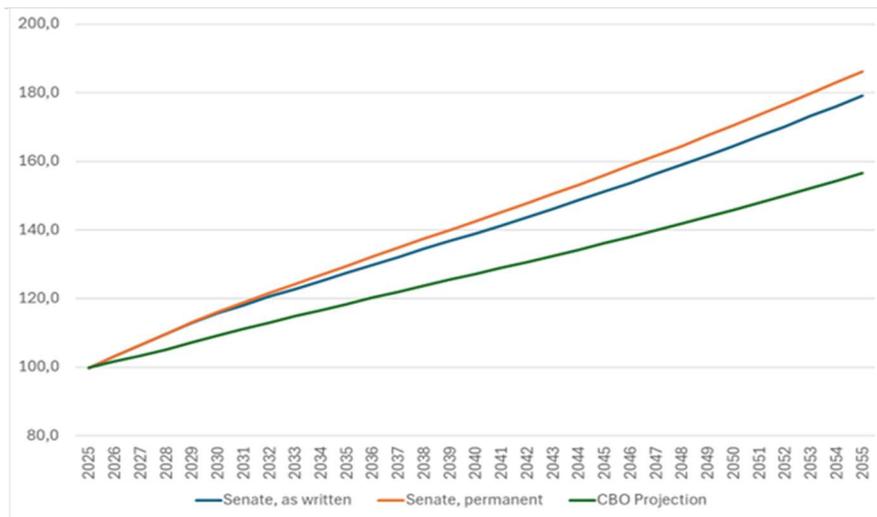
De acuerdo con las estimaciones del Budget Lab de la universidad de Yale la evolución del déficit fiscal, según la ley aprobada por el senado o su extensión indefinida y según la Oficina de Presupuestos del Congreso (CBO), sería creciente en los próximos 30 años, lo que es evidentemente insostenible toda vez que la deuda pública bruta se aproximaría a 190% del PIB en 2055 en el caso más pesimista y a 160% del PIB en el más optimista.

GRAFICO N°2.2
EVOLUCION PREVISTA DEL DEFICIT FISCAL TOTAL 2025-2055
 (% del Pib)



Fuente: Budget Lab at Yale.

GRAFICO N°2.3
EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA BRUTA 2025-2055
 BAJO DISTINTOS ESCENARIOS

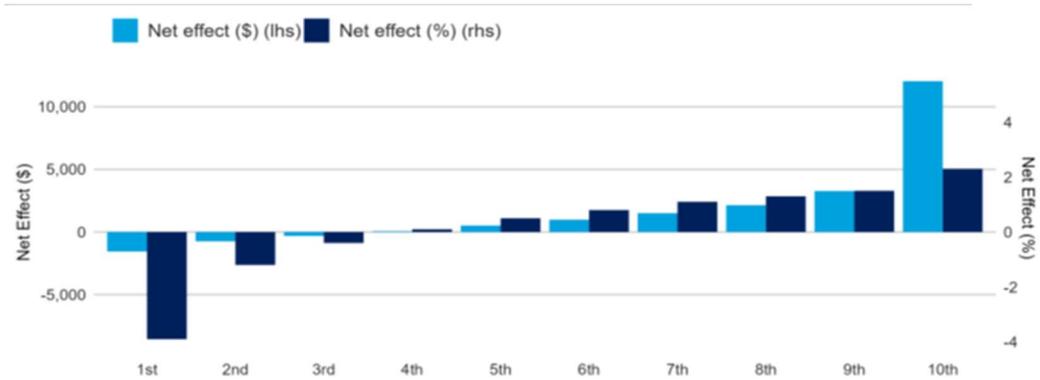


Fuente: Budget Lab at Yale.

Mientras tanto, la Casa Blanca promueve la ley tributaria como catalizador de un crecimiento sólido. Eurasia Group se muestra profundamente escéptico ante esta visión: la OBBBA sienta las bases para una fuerte emisión de deuda que ejercerá una presión continua sobre los mercados financieros, especialmente en el tramo largo de la curva. En definitiva, el aumento de los tipos de interés del mercado desplazará otros gastos y complicará la toma de decisiones de la Reserva Federal. Los efectos distributivos apuntan a un riesgo potencial para el gasto del consumidor.

Los análisis distributivos de la ley realizados por la CBO muestran que los grupos de ingresos medios experimentan relativamente pocos cambios, pero los estadounidenses de bajos ingresos enfrentan la mayor disminución porcentual en sus ingresos después de impuestos, mientras que los más ricos son los que más se benefician en términos de dólares. Dado que los hogares de bajos ingresos son más propensos a gastar de inmediato (o a recortar el gasto cuando se ven limitados), la estructura de la OBBBA es negativa para la demanda. Por lo tanto, si bien la OBBBA inyecta dinero adicional en la economía mediante recortes de impuestos a las empresas y una menor exposición fiscal para las personas de altos ingresos, las presiones adicionales sobre los estadounidenses de bajos ingresos sugieren que no es probable que presenciemos un gran impulso en la actividad del consumidor ni en el crecimiento económico.

GRAFICO N° 2.4
LOWER INCOMES SEE GREATER EFFECT FROM OBBBA
Average Annual Change in Household Resources, 2026 to 2034, by Income Decile



Source: Congressional Budget Office, Eusasia Group

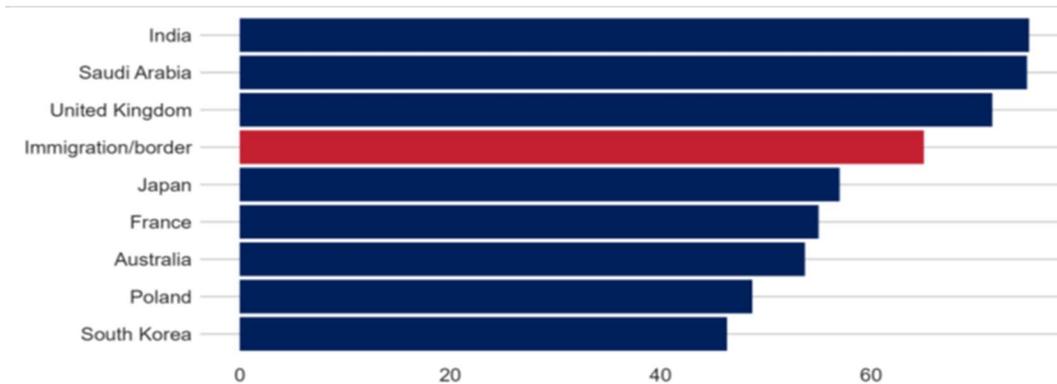
Impactos sectoriales

- Inmigración y seguridad fronteriza.

Una de las características más significativas (aunque menos publicitada) del proyecto de ley es el enorme aumento de la financiación para el Servicio de Inmigración y Control de Aduanas (ICE) y la Oficina de Aduanas y Protección Fronteriza (CBP). Por primera vez, estas agencias contarán con financiación anual durante los próximos cuatro años a niveles comparables a los de un ejército nacional de tamaño mediano (ubicado entre el Reino Unido y Japón). El cálculo político es sencillo: la inmigración es el único tema donde las encuestas de Trump no están completamente desfavorecidas y es un tema clave entre su base. En esencia, esto significa financiar entre 300.000 y 600.000 deportaciones en 2025, con un cambio notable: A diferencia de las oleadas anteriores, esta ronda se centrará en los inmigrantes ubicados en el interior de EE. UU. y más integrados en la economía, lo que aumentará el impacto económico de cada expulsión individual. El impacto económico por deportación será mayor que en oleadas anteriores, particularmente bajo la administración Obama.

La ley también canaliza fondos hacia la construcción del muro fronterizo, centros de detención y tecnología para el control de la inmigración. Esto implica que la administración está preparada para aumentar significativamente el gasto en infraestructura relacionada con la inmigración durante los próximos cuatro años. Dada la dependencia habitual del ICE de proveedores privados para sus centros de detención, esto podría generar oportunidades en el sector de prisiones privadas.

GRAFICO N°2.5
US IMMIGRATION AND BORDER FUNDING NOW ON PAR WITH A MID-SIZE MILITARY
Annual Budget, Billions of Dollars



Source: Global Firepower, Eusiasia Group

- **Defensa**

La OBBBA incluye un aumento sustancial del presupuesto de defensa en el año fiscal 2026, pero esto pretende en parte compensar los presupuestos relativamente menores de los dos años fiscales anteriores. Esto sugiere que el aumento de fondos en el año fiscal 2026 es un hecho excepcional, y que el presupuesto de defensa solo crecerá moderadamente (entre un 6 % y un 8 %) en los próximos años.

La administración Trump ha adoptado un enfoque de "solo en casa" para el gasto de defensa, que prioriza los sistemas diseñados para la protección de la patria y contruidos por empresas estadounidenses. Por ejemplo, se prevé que el Golden Dome se beneficie enormemente de la nueva financiación. Por el contrario, es poco probable que se prioricen las tecnologías y los sistemas de armas que exigen interoperabilidad con los aliados, en particular aquellos que se caracterizan por su carácter expedicionario. Ese impulso se refleja en la propuesta de la administración de reducir significativamente la financiación para los aviones F-35. El Congreso se ha mostrado reticente a aprobar todas las prioridades de financiación propuestas por la administración, que incluyen la adición de más de mil millones de dólares para el desarrollo de nuevos aviones de combate naval, pero tiene limitaciones políticas para contrarrestar los objetivos declarados de la administración.

- Energía limpia

En el caso de la energía limpia, el impacto es menos catastrófico de lo que se temía, gracias a las modificaciones del Senado: la eliminación gradual de la mayoría de los créditos es más lenta, y los proyectos que comiencen pronto aún pueden optar a las ayudas bajo las antiguas normas.

Es probable que esto genere un aumento a corto plazo de la inversión en energía eólica, solar y afines, un patrón que se observa cada vez que los créditos están a punto de expirar. Sin embargo, el futuro a medio plazo se ve empañado por restricciones complejas, especialmente las nuevas directrices sobre las disposiciones de "entidad extranjera de interés" (FEOC, por sus siglas en inglés) (que se centran en componentes procedentes de China y otros países). Una orden ejecutiva y las nuevas normas del Tesoro podrían reducir drásticamente la elegibilidad de futuros proyectos, especialmente de energía eólica y solar, lo que posiblemente ralentizará el sector a partir de 2027. El atraso en la generación de nueva energía fósil complica las perspectivas de producción energética: incluso si los promotores abandonan las energías renovables, la capacidad de las turbinas de gas y los retrasos en la tramitación de permisos implican que no hay suficiente capacidad para desarrollar nueva capacidad de generación a gas en los próximos 4 a 7 años. Además, la política energética está cada vez más polarizada: la geotérmica y la nuclear son populares entre los republicanos, por ejemplo; la eólica y la solar, no. Si bien el plazo ampliado para la expiración de ciertos créditos de la cuenta de jubilación individual (IRA) deja la puerta abierta para que un futuro Congreso los renueve, la creciente polarización podría dificultar la formación de las coaliciones políticas necesarias.

- Atención sanitaria

Los recortes a Medicaid en el proyecto de ley se suavizaron y retrasaron para evitar avergonzar a los miembros del Congreso antes de las elecciones intermedias de 2026. Esta estructura crea "precipicios fiscales" que probablemente afrontará el próximo Congreso, lo que refleja la clásica tendencia de los legisladores estadounidenses a posponer decisiones difíciles. Cabe destacar que muchos beneficiarios de Medicaid y hospitales rurales se encuentran en estados profundamente republicanos, lo que aumenta el riesgo de que la presión para revertir la medida provenga del lado republicano si pierden la mayoría. Sin embargo, revertir los recortes posteriormente agravará el déficit y complicará la elaboración de presupuestos futuros.

Cómo la OBBBA impulsa la estrategia política de Trump

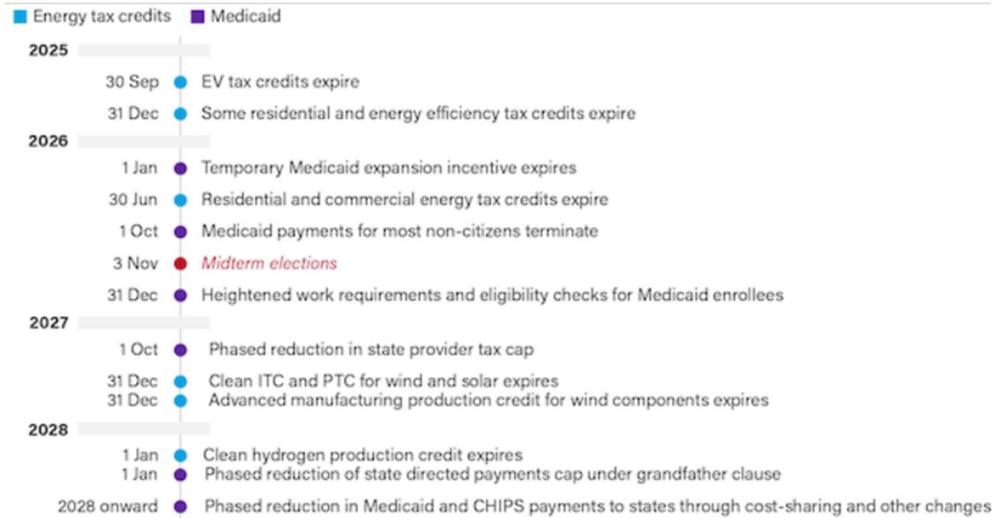
La OBBBA es el principal logro legislativo de Trump y una parte clave de su estrategia política. El objetivo principal de la Casa Blanca es crear empleos y generar aumentos salariales reales para los grupos demográficos que se han beneficiado menos de tendencias económicas como la globalización: aquellos en los estados del medio oeste, empleados en la industria manufacturera, desproporcionadamente sin título universitario, etc. Para lograr este objetivo, la Casa Blanca ha adoptado un enfoque doble: aumentar los costos laborales mediante la reducción de la competencia extranjera mediante aranceles y una agresiva agenda migratoria, y disminuir los costos de capital para las empresas mediante recortes de impuestos. La administración Trump cree que este enfoque doble conducirá a un mayor crecimiento económico del que la mayoría de los analistas prevén. La volatilidad a corto plazo derivada de los aranceles y las deportaciones se olvidará en cuanto el estímulo económico de la OBBBA comience a manifestarse.

Esa es una suposición arriesgada. Eurasia Group no preveé que la OBBBA impulse significativamente el crecimiento económico, y las disposiciones de desregulación y permisos del proyecto de ley se han diluido en gran medida, mitigando su posible impacto. Mientras tanto, es probable que el impacto combinado de los aranceles, la política migratoria y el endeudamiento adicional contribuya a un crecimiento inferior al esperado, o incluso a una recesión, en nuestro escenario base. Si los votantes no ven señales de crecimiento económico para las elecciones intermedias de 2026, probablemente habrá un mayor riesgo político para los candidatos alineados con Trump.

Recortes políticamente sensibles se retrasan hasta después de las elecciones intermedias.

Un patrón llamativo en el proyecto de ley es que las medidas políticamente aceptables (alivios fiscales, ciertos aumentos del gasto) entran en vigor antes de 2026; los recortes más duros (Medicaid, créditos energéticos) se aplican después de las elecciones intermedias. La lógica del Congreso es clara: dejar que los votantes experimenten lo positivo antes de las elecciones y posponer el sufrimiento hasta después, cuando sea más difícil atribuir la culpa. Esto crea oportunidades —y peligros— para un cambio de política: si los demócratas recuperan la Cámara de Representantes (el resultado más probable en las elecciones intermedias siguiendo las tendencias históricas), ellos (o incluso los republicanos de los estados en riesgo) podrían intentar deshacer las porciones impopulares en lugar de asumir las consecuencias. Sin embargo, los costos fiscales permanentes y los riesgos de déficit solo empeorarán si se revierten los abismos.

CUADRO N°2.1
POLITICALLY SENSITIVE PROVISIONS EXPIRE AFTER MIDTERMS



Fuente: Eurasia Group

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.- COYUNTURA NACIONAL

3.1.- CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: ESTÁ CARO EL DÓLAR.

Se puede entender que, por razones puntuales, el tipo de cambio observado esté en su actual nivel, a nuestro juicio, sobre su equilibrio de largo plazo. Entre otras, un diferencial de tasas de interés de corto plazo particularmente bajo con Estados Unidos; ruido geopolítico externo; incertidumbre respecto al desenlace electoral interno; grado de exposición de las inversiones de los fondos de pensiones en el exterior...etc.

Con todo, si hacemos un recorrido por los fundamentos económicos, todo indica que el nivel de equilibrio de mediano plazo para el valor del dólar, al menos en términos reales, se ubicaría por debajo de su valor actual. Primero, nuestras Cuentas Externas son robustas, con un muy alto nivel en los términos de intercambio (relación de precios de exportación vs precios de importación); robusto superávit comercial acumulado; y un contenido déficit en Cuenta Corriente (con el correlato de un incremento observado en el ahorro interno).

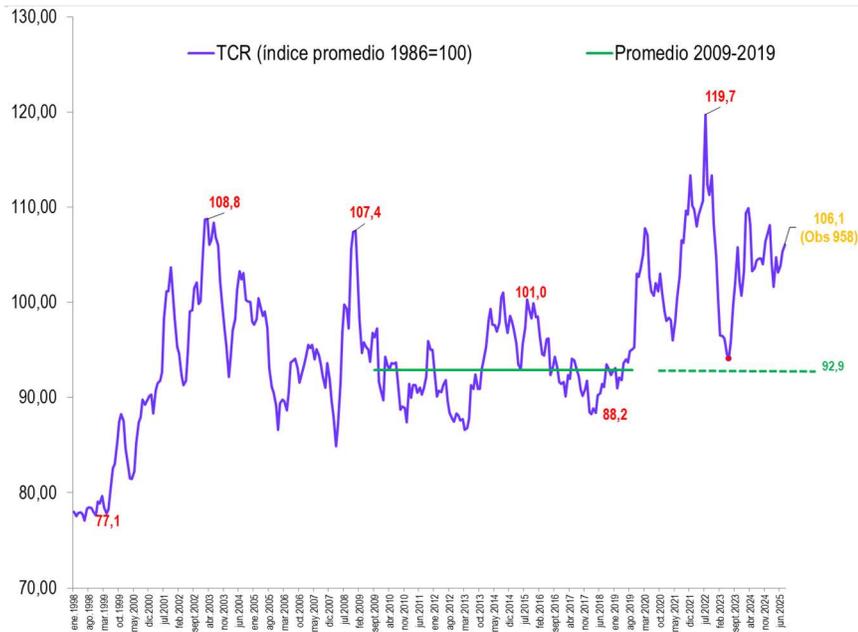
Respecto a nuestro grado de exposición al complejo escenario externo, particularmente en materia de proteccionismo vía mayores aranceles de Estados Unidos, nuestra posición relativa es ventajosa, toda vez que otros países que compiten con nuestros productos han sido afectados con aranceles superiores a los aplicados a nuestros envíos.

En relación con la incertidumbre política interna, si bien el escenario es aún muy líquido, todo indica que el panorama político a partir de marzo de 2026 será mejor, o menos malo, que el actual, desde la perspectiva de los mercados. Se anticipa con alta probabilidad un triunfo en la presidencial de la centro-derecha o derecha, mientras en lo parlamentario, aunque más incierto, difícilmente la composición de ambas cámaras será menos favorable a la centro-derecha respecto de la situación actual.

Se agrega el hecho de que temas como: retomar un mayor crecimiento económico; desentrampar la inversión; avanzar en la modernización del Estado o atacar con mayor fuerza los serios problemas de seguridad interna, son prioritarios en las candidaturas de derecha.

Teniendo en cuenta lo anterior, es razonable pensar que, en una perspectiva de aquí a 4 meses plazo, el tipo de cambio debería recoger el mejor escenario, lo que se reflejaría en una apreciación de nuestra moneda. Como se observa en el siguiente gráfico, con el nivel actual del tipo de cambio observado (958 pesos al momento de redactar estas líneas), el tipo de cambio real se ubica 14,2% por sobre el promedio de la década pre-estallido. Nos parece que ese nivel no conversa con los fundamentos antes reseñados, por lo que es razonable un ajuste a la baja en un horizonte cercano.

GRAFICO N°3.1
TIPO DE CAMBIO REAL
(índice 1986 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile y Estimación Gemines.

Una parte de dicho ajuste, la más significativa, será por la vía de una baja en el tipo de cambio observado, otra, eventualmente, como consecuencia de un nivel inflacionario por sobre el de nuestros socios comerciales. Con todo, si tuviéramos que poner un nivel en un plazo, nos parece 900 pesos a la altura de diciembre próximo se ajusta a la visión antes reseñada.

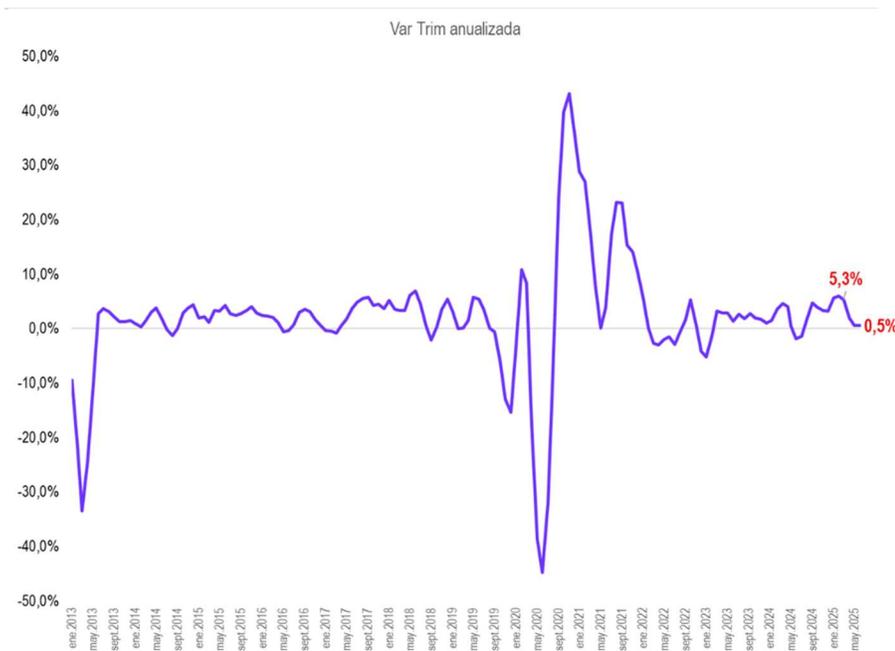
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: PÉRDIDA DE DINAMISMO.

Como lo anunciamos en la edición pasada de este informe, luego de un buen primer trimestre, la economía perdió dinamismo en el segundo cuarto del año. La razón, servicios, comercio y producción de bienes, en general, desaceleraron en forma relevante su crecimiento. Ello tendría relación con una ralentización de la demanda privada, particularmente en lo referente al consumo de los hogares, y en el caso del comercio, se agrega una menor compra de no residentes (argentinos).

Un mercado laboral en deterioro, con nulo crecimiento de la ocupación e incremento en el desempleo, son factores centrales, a lo que se agrega la mantención de expectativas económicas en niveles bastante negativos.

GRAFICO N°3.2
IMACEC NO MINERO DESESTACIONALIZADO
(Variación C/R A Trimestre Anterior, Anualizada)



Fuente: Elaborado con cifras del Banco Central de Chile.

Como se observa en el gráfico anterior, mientras a marzo la velocidad del IMACEC no minero era de 5,3 %, a tasa anual, al segundo trimestre dicho ritmo cae a sólo 0,5 %, lo que da cuenta de una marcada desaceleración “en la punta”. Un elemento adicional que explicaría este pobre desempeño guarda relación con un menor crecimiento del Gasto Público, que desacelera de 3,3 a 2,2 % de crecimiento real entre el primer y el segundo trimestre, en relación con iguales lapsos de 2024.

En la segunda mitad del año no hay razones para observar una re-aceleración en la actividad, salvo alguna recuperación en el sector construcción, asociado a mejores números para la inversión. Con todo, el año cerraría con una expansión del orden de un 2,3 %, dentro del rango de estimación del último IPOM del Banco Central.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: LOS COSTOS DE “FIJAR PRECIOS”

Hace ya bastante tiempo que venimos advirtiendo que el encarecimiento por vía “administrativa” del mercado laboral tendría un impacto negativo sobre el empleo. Hoy el tema ocupa, finalmente, un lugar central en el debate político de cara a las elecciones presidenciales de noviembre. Lo concreto, la tasa de desempleo, luego de subir, tiende a estabilizarse en niveles algo por debajo del 9 %, muy por sobre los niveles de “pleno empleo” que registraba nuestra economía hace sólo algunos años.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, tomando una serie desestacionalizada, que permite comparar cualquier punto de la curva en el tiempo, en la actualidad el desempleo se sitúa en 8,9 %, registrando un alza sostenida desde diciembre del año pasado. Una parte de ese alto nivel puede tener relación directa con sectores intensivos en mano de obra, como la construcción, que aún se encuentran rezagados en la recuperación de su nivel de actividad. Sin embargo, todo indica que el encarecimiento del mercado laboral estaría llevando la tasa de desempleo natural, muy por sobre la observada previo a la pandemia.

GRAFICO N°3.3
TASA DE DESEMPLEO TOTAL PAÍS
(Serie Desestacionalizada)



Fuente: INE

No hay duda de que el encarecimiento del empleo, tanto por el fuerte aumento por ley del salario mínimo (17,6% real en tres años) y la disminución de la jornada laboral (impactaría del orden de 2,5 % real adicional), conllevan un reemplazo de mano de obra por capital en diversos sectores de la economía.

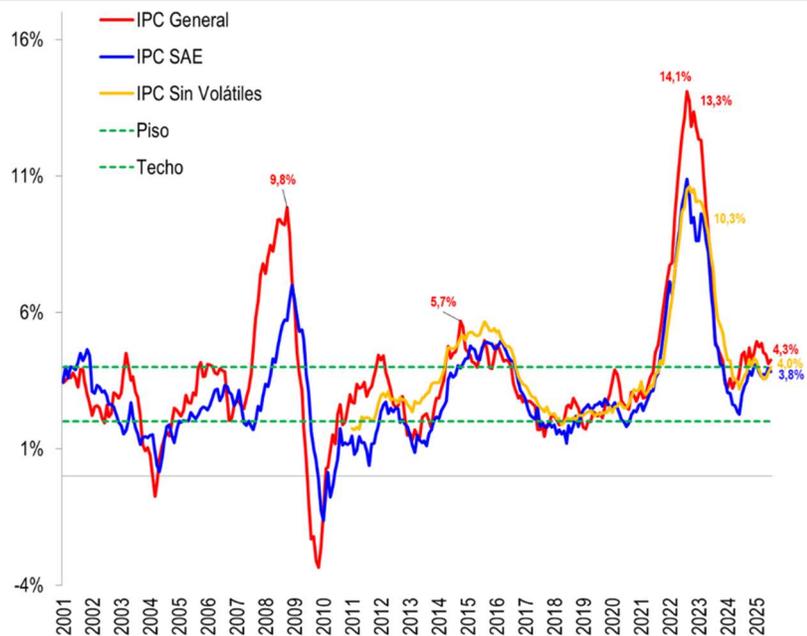
En el gráfico siguiente se observa el nivel actual del empleo, usando un índice con base 100 en enero de 2019, para distintos sectores de la economía. El caso más extremo se da en el silvoagropecuario, que a pesar de tener hoy un nivel de actividad similar al de comienzos de 2019, lo logra con un 21,1 % menos de mano de obra. De hecho, salvo la minería, los únicos otros sectores que registran hoy más empleo que hace 6 años atrás son enseñanza (principalmente profesores) y servicios públicos. Por el contrario, los otros sectores productivos aún se encuentran lejos de recuperar siquiera el nivel alcanzado en 2019.

3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: LA DIFÍCIL CONVERGENCIA A LA META

Llevamos 4 años con la inflación sobre el 4,0 %, techo del rango meta (salvo 3 meses puntuales en que se situó por debajo), lo que da cuenta de lo difícil que ha sido controlar en forma más permanente el desborde inflacionario desatado tras las medidas de demanda post pandemia. A pesar de ello, nuestro Banco Central ha avanzado en sus recortes de la Tasa de Política Monetaria, en nuestro parecer, más rápido de lo conveniente.

Es cierto que sin el impacto de las tarifas eléctricas el comportamiento de la inflación habría sido más favorable a lo largo del último año. Sin embargo, aún descontado ese efecto, todo indica que la tendencia inflacionaria aún no está plenamente contenida. Los indicadores subyacentes han registrado un deterioro, la inflación de servicios sigue rebelde, y la inflación importada, que podría haber compensado lo anterior, ha comenzado a revertir su tendencia a la baja.

GRAFICO N°3.5
INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE
(Var % 12 Meses)



Fuente: INE y Banco Central

La velocidad con que ha bajado la TPM nuestra autoridad monetaria a lo largo del último año, mientras la Reserva Federal de Estados Unidos avanza más lentamente, ha llevado la diferencial de tasas con dicho país a niveles muy bajos en una perspectiva histórica. Para tener una referencia, en los últimos 15 años la diferencial entre la TPM chilena y la norteamericana ha sido de 2,64 puntos, lo que contrasta con sólo 0,25 puntos en la actualidad. Ello, todo lo demás, genera una presión sobre el tipo de cambio observado, que impulsa transitoriamente al Tipo de Cambio Real por sobre su nivel de equilibrio, acorde con el resto de los fundamentos de la economía. Lamentablemente la corrección se produce o por una caída en su nivel nominal (tipo de cambio observado) o por una mayor inflación interna. Todo indica que en esta oportunidad la mayor parte del ajuste será con más inflación, lo que dificulta la convergencia hacia los niveles objetivos.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl