

**Gemines**<sup>®</sup>  
CONSULTORES



**LAECO**

## INFORME GEMINES N°540

Septiembre 2025

### COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

### GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

### CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

Marcela Ruiz-Tagle O.

## ÍNDICE

<b>ÍNDICE.....</b>	<b>2</b>
<b>DESTACAMOS .....</b>	<b>3</b>
<b>1.- PANORAMA GENERAL: ¿VIENTOS DE CAMBIO? .....</b>	<b>5</b>
<b>2.- TEMA ESPECIAL:LO BUENO, LO MALO Y LO FEO DE LA ÚNICA Y HERMOSA GRAN LEY.....</b>	<b>8</b>
<b>3.- COYUNTURA NACIONAL.....</b>	<b>12</b>
3.1    CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: SE FRENAN LAS EXPORTACIONES ....	12
3.2    ACTIVIDAD Y GASTO: INTERESANTE REPUNTE EN LA INVERSIÓN.....	14
3.3    EMPLEO Y REMUNERACIONES: ¿ESTAMOS MIDIENDO BIEN? .....	15
3.4    INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: BUENA NOTICIA EN AGOSTO, PERO CALMA .....	17

# INFORME GEMINES

N°540

## DESTACAMOS

### Panorama General

- Se ha producido, con mucha rapidez, un cambio pendular en el escenario político de Chile. Como pocas veces, los intereses de la población están muy alineados en torno a dos o tres prioridades, (Pág. N°5).
- Una eventual administración de Kast tiene el desafío de romper con su estilo maximalista y lograr una conducción política que permita acuerdos en los temas que urgen a la población. (Pág. N°5).
- Desde lo económico, las condiciones están dadas para despertar un círculo virtuoso de inversión, empleo y mayor crecimiento. (Pág. N°7).

### Tema Especial

- Los principales beneficios de la OBBBA giran en torno a los principios de neutralidad y estabilidad. Entre otras cosas positivas, La ley hace permanente la contabilización de gastos por inversión en activos de corta duración e investigación y desarrollo nacional. Las deducciones inmediatas por inversión de capital eliminan la penalización fiscal por inversión de capital, y la contabilización permanente de gastos ofrece la mayor rentabilidad en términos de crecimiento económico. Estas dos disposiciones impulsan el PIB a largo plazo en un 0,7% al eliminar la penalización fiscal y brindar a los contribuyentes la certeza necesaria para impulsar la inversión a largo plazo. (Pág. N°8).
- En lo malo, la nueva ley gasta demasiado dinero en artimañas políticas y excepciones. Introduce exenciones fiscales para el pago de horas extras y propinas, una deducción por intereses de préstamos para automóviles y una deducción estándar adicional disponible para algunas personas mayores, todo lo cual viola los principios tributarios básicos de igualdad de trato para los contribuyentes. (Pág. N°9).
- En lo feo, la ley complica aún más el código tributario de varias maneras, sometiendo a los contribuyentes a un laberinto de nuevas normas y costos de cumplimiento que, en muchos casos, probablemente superen los posibles beneficios fiscales. (Pág. N°10).
- En general, la OBBBA no incluye más reformas estructurales, sino que introduce numerosas exenciones fiscales nuevas y limitadas, lo que añade complejidad y eleva los costos de recaudación. La relativa falta de ampliación de la base imponible la lleva a aumentar los déficits. Si bien la nueva ley tiene muchos componentes loables e impulsará el crecimiento económico, no constituye una verdadera reforma fiscal, (Pág. N°11).

## Coyuntura Nacional

- Las causas de la debilidad de la moneda no son claras, pero aparte del impacto del deterioro institucional iniciado a fines de 2019, se agrega la fortaleza relativa del dólar en los mercados internacionales, no obstante su debilidad más reciente, la excesiva reducción en la TPM y las señales de que seguirá el mismo camino, a lo que se agrega el deterioro en la situación fiscal. La incertidumbre electoral también contribuye a la debilidad del peso, aunque este sería un efecto de corto plazo, (Pág. N°12).
- Las cifras publicadas por el Banco Central para el segundo trimestre del año dan cuenta de un interesante repunte en la inversión, aunque concentrada en pocos sectores y, principalmente, en maquinaria y equipo, (Pág. N°14).
- Es evidente que el encarecimiento del mercado laboral, tanto por el alza desproporcionada del salario mínimo como por la reducción de la jornada, está llevando la tasa de desempleo estructural muy por sobre los niveles prepandemia, (Pág. N°15).
- El Banco Central debería acumular más evidencia antes de continuar bajando la TPM que, por lo demás, no está muy alta ni ejerce un efecto contractivo relevante sobre la economía. En octubre o, más bien, diciembre puede que se den las condiciones para una nueva reducción en la tasa rectora. (Pág. N°17).

## 1.- PANORAMA GENERAL: ¿VIENTOS DE CAMBIO?

Los movimientos pendulares que ha enfrentado la política en Chile son notables, tanto por su intensidad como, sorprendentemente, por su rapidez. Hace sólo 4 años, en la anterior campaña presidencial, se quería refundar el país, con una propuesta de cambio constitucional extrema, se hablaba del decrecimiento económico, y el tema de seguridad no era prioritario. En la actual campaña presidencial los temas centrales son seguridad (Delincuencia y Crimen Organizado); Crecimiento económico, Inflación y Empleo, e Inmigración.

Pasamos de “tirar el mantel” y querer cambiarlo todo, a retomar el debate técnico más fino, para diseñar políticas públicas eficaces y eficientes para avanzar en los nuevos objetivos prioritarios de la población. En definitiva, la oferta política se “reseteó” rápida y profundamente, para hacerse cargo de un cambio en 180 grados en las demandas mayoritarias de la población.

Lo anterior ha sido recogido parcialmente por los mercados, con un nivel bursátil registrando récords históricos y un repunte relevante en la cartera de inversión para los próximos 5 años. Sin embargo, el clima de negocios sigue decaído (IMCE), y la moneda se encuentra muy castigada, lo que habla de una mejora aún parcial, con todavía bastante incertidumbre, respecto a la posibilidad de un cambio de escenario procrecimiento y, por ende, promercado.

### El Talón de Aquiles: La polarización

Parte de la falta de confianza empresarial responde, lo que parece razonable, a la preocupación frente al creciente grado de polarización que registra el escenario político, con una muy alta probabilidad de una segunda vuelta electoral con candidaturas en ambos extremos. Muy distinta, y mucho mejor, sería la reacción del mercado si las opciones con mayor probabilidad de triunfo hubieran sido las de centro derecha y centro izquierda, en ese orden, con candidaturas como las de Matthei y Tohá, respectivamente. Lamentablemente ese escenario ya no existe y, si bien el triunfo en segunda vuelta de la candidatura de centro izquierda, liderada por una militante comunista, está virtualmente descartado, el altamente probable triunfo del candidato republicano no da toda la tranquilidad que los mercados desean.

Si bien en el papel la propuesta programática de José Antonio Kast se ajusta a las demandas del electorado, en la práctica su probabilidad de éxito será acotada en la medida que no logre convocar los acuerdos políticos necesarios. Nuestra impresión es que aún en el caso que la sumatoria de los partidos de oposición logre una mayoría en ambas cámaras del congreso, lo que al parecer tiene una buena chance, ello lamentablemente está lejos de garantizar gobernabilidad. Dicho eventual nuevo parlamento de “centro derecha” será muy fragmentado, con poco poder de parte de los principales partidos políticos, y muy líquido en su apoyo a distintas iniciativas. Es decir, para conseguir avanzar en la agenda del ejecutivo se requerirá, más que nunca, una capacidad política que todo indica que Republicanos y su líder difícilmente pueden ofrecer.

Lamentablemente Republicanos y sus socios políticos, llámese Libertarios y Social Cristianos, han dado muestras de cierta incapacidad de generar puentes de negociación con los sectores de centro, apegándose a un cierto maximalismo que dificulta la posibilidad de consensuar una agenda que permita avances políticos concretos en temas urgentes.

Ejemplos de lo anterior son cada vez más frecuentes. El más relevante, sin duda, se presentó en el segundo proceso constituyente, donde Republicanos, aprovechando una mayoría circunstancial y buscando su propio óptimo en el proyecto, desperdició una gran oportunidad para avanzar hacia un marco constitucional equilibrado que buscara un consenso amplio. Recordemos que la propuesta de la comisión experta contaba con un amplio apoyo transversal, y se hacía cargo de temas centrales, como los referidos a cambios en el sistema político para evitar la fragmentación del poder legislativo, que tanto ha dificultado la gobernabilidad en los dos últimos períodos presidenciales.

Para más ejemplos podemos agregar, recientemente, la oposición presentada por republicanos a la reforma previsional, que finalmente se acordó a partir del apoyo de la centro izquierda y la centro derecha; o, ahora último, con la torpeza política demostrada en el hecho de poner nuevamente en discusión un tema previsional con la cuña "chao préstamo". En este caso, no sólo se autoinflige un costo en materia de apoyo electoral sino, más grave aún, levanta un tema respecto del cual no hay ninguna viabilidad política de conseguir mayorías de manera de hacer cambios de ese tipo en el futuro parlamento electo.

Podemos agregar además que, desde el punto de vista técnico, y dada la frágil situación fiscal de nuestra economía, cuesta imaginar una alternativa para reemplazar el préstamo intergeneracional. Es decir, no sólo se devela un maximalismo en lo político sino, además, una falta de seriedad técnica, al no explicitar el supuesto modo más eficiente y/o menos costoso, de conseguir los fondos para mejorar la situación previsional de los ya jubilados.

#### Escenario futuro: Imperfecto, pero con avance positivo en la línea correcta.

A pesar de los costos asociados a la polarización política, a la dificultad de construir acuerdos para gobernar, y a las falencias en las capacidades de quien muy probablemente será nuestro próximo presidente, todo indica que algo avanzaremos en la dirección correcta para ir solucionando los principales "dolores" de la población.

Como pocas veces la población, en su inmensa mayoría, urge por atacar en forma contundente la crisis de seguridad. La candidatura de Kast tiene, supuestamente, su mayor fortaleza en que es vista como la más efectiva para enfrentar dicha crisis.

En otro tema que mucho preocupa, el temor respecto de que "la calle", azuzada por la izquierda octubrista, terminará dificultando seriamente la gobernabilidad, nos parece un poco exagerado. Sin desconocer que un subconjunto de los partidos de izquierda puede intentar avivar a los movimientos sociales en esa línea, pensamos que no habría eco en el gran grueso de la sociedad civil.

Recordemos lo dicho más arriba, el péndulo está hoy en el otro extremo, y la mayoría de quienes activa o pasivamente, en forma ingenua y casi romántica, apoyaron el estallido social, entendieron que a la larga no sólo no les trajo beneficios sino, más bien, muchos costos. La identificación ideológica con los valores tradicionales de la izquierda, según muestran distintos estudios de opinión (CEP, Critería, CADEM etc..) no supera a 1/3 de la población, muy distinto a los 2/3 que sí los apoyaban pre-estallido.

### El Gran Desafío, aprovechar la "luna de miel"

Los primeros seis meses del futuro gobierno serán cruciales. Si la nueva administración aprovecha su período de "luna de miel" para mostrar una agenda sustantiva en materia de seguridad y, muy importante, gatillar iniciativas procrecimiento, que generen una suerte de círculo virtuoso de mayor inversión y empleo, las probabilidades de éxito para su período aumentarán en forma sustantiva. El apoyo a cualquier gobierno es cada vez más pragmático y menos ideologizado, más líquido y condicionado a los resultados concretos en los temas que más urgen a la población. El tiempo apremia para cualquier nuevo gobierno, la población, y sus redes sociales, es cada vez menos paciente en la espera de resultados.

En lo económico, el escenario base no es malo. La economía mundial ha sido muy resiliente al complejo cuadro geopolítico y las disruptivas medidas económicas, con impacto global, lideradas por la administración Trump. Internamente, como dijimos, la inversión proyectada aumenta, y de echo la efectiva ya registra un repunte relevante a partir del segundo trimestre de este año. Deberíamos sentir algún efecto positivo sobre la inversión de la menor burocracia en "permisología"; Algún efecto positivo, también, en empleo. Tendremos la inflación finalmente controlada, el costo del crédito normalizado y, esperamos, alguna mejoría en las expectativas económicas, tanto de familias como de los empresarios. En definitiva, hay espacio para despertar los ánimos económicos de empresas y familias.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.- TEMA ESPECIAL: LO BUENO, LO MALO Y LO FEO DE LA ÚNICA Y HERMOSA GRAN LEY<sup>1</sup>

La Única y Hermosa Gran Ley (OBBBA, por sus siglas en inglés) ya es ley. Cualquier legislación fiscal integral tendrá sus inconvenientes, y la OBBBA no es la excepción. Hemos publicado previamente estimaciones de los efectos presupuestarios, económicos y distributivos de las leyes de la Cámara de Representantes y del Senado, pero la versión final también abarca muchos aspectos positivos, negativos y feos.

### Lo bueno

Los principales beneficios de la OBBBA giran en torno a los principios de neutralidad y estabilidad.

La ley hace permanente la contabilización de gastos por inversión en activos de corta duración e investigación y desarrollo nacional. Las deducciones inmediatas por inversión de capital eliminan la penalización fiscal por inversión de capital, y la contabilización permanente de gastos ofrece la mayor rentabilidad en términos de crecimiento económico. Estas dos disposiciones impulsan el PIB a largo plazo en un 0,7% al eliminar la penalización fiscal y brindar a los contribuyentes la certeza necesaria para impulsar la inversión a largo plazo.

La ley también hace permanente la limitación menos restrictiva de la Ley de Reducción de Impuestos y Empleos (TCJA, por sus siglas en inglés) sobre las deducciones de intereses y los gastos de la Sección 179 para pequeñas empresas, a la vez que introduce gastos temporales para algunas estructuras calificadas; una buena adición que debería hacerse permanente para el crecimiento económico a largo plazo.

La ley también aporta estabilidad al impuesto sobre la renta de las personas físicas. Garantiza la extensión permanente de las tasas y tramos de las reducciones de impuestos de 2017, brindando certeza a los hogares y estabilidad a la estructura del código tributario. La ley también extiende permanentemente una deducción estándar más amplia y un umbral mínimo alternativo modificado para el impuesto. Asimismo, mantiene algunos de los límites de la TCJA sobre algunas deducciones detalladas, como los intereses hipotecarios, y limita el valor de las deducciones detalladas para las personas con mayores ingresos. La deducción estándar y las limitaciones a las deducciones detalladas han simplificado considerablemente el código tributario para millones de contribuyentes. Lamentablemente, la ley final cede en parte en cuanto al límite de la deducción de impuestos estatales y locales (SALT).

---

<sup>1</sup> Reproducción del blog de The Tax Foundation, publicado el 9 de julio de 2025, "The Good, the Bad, and the Ugly in the One Big Beautiful Bill Act", de [Daniel Bunn](#), [Alex Muresianu](#) y [William McBride](#).

Inicialmente, el borrador del Comité de Finanzas del Senado mantuvo el límite de \$10,000 para la deducción SALT. Sin embargo, la versión final eleva el límite de SALT a \$40,000 (ajustado un 1% anual) para los contribuyentes que ganen menos de \$500,000 entre 2025 y 2029, antes de volver al límite de \$10,000 de forma permanente posteriormente. El enfoque final sigue siendo preferible a la versión de la Cámara, que habría hecho permanente el límite de \$40,000 para los contribuyentes que ganen menos de \$500,000.

En cuanto al impuesto sobre sucesiones y donaciones, la ley instituye un nivel de exención permanente (y ajustado a la inflación) de \$15 millones a partir de 2026.

La ley establece soluciones permanentes, aunque diferentes, para el tratamiento de los ingresos de negocios internacionales, eliminando la amenaza de impuestos sustancialmente más altos a finales de este año para las empresas multinacionales con sede en EE. UU. Si bien el proyecto de ley de la Cámara extendió permanentemente una versión ligeramente menos generosa de la política actual para el régimen internacional (GILTI, FDI y BEAT), el Senado introdujo reformas permanentes (con nuevas siglas) que aumentan las tasas impositivas, pero reducen la doble imposición. La versión del Senado prevaleció y ahora es ley.

La ley también elimina algunos de los numerosos créditos, deducciones y otras preferencias fiscales del código tributario. El área de reforma más importante son los créditos fiscales para energía verde de la Ley de Reducción de la Inflación (IRA); tanto la propuesta de la Cámara como la del Senado recaudan alrededor de \$500 mil millones en una década, reduciendo el costo de los créditos para energía verde a aproximadamente la mitad. Varios créditos de la IRA, como los de vehículos eléctricos (VE) y productos de energía residencial, se derogan, mientras que la mayoría de los demás se restringen o se eliminan gradualmente con mayor rapidez. Sin embargo, las disposiciones del Senado (que ahora son ley) amplían el crédito por secuestro de óxido de carbono y extienden el crédito fiscal para la producción de combustibles limpios, a la vez que introducen desafíos adicionales de cumplimiento para muchos créditos. Los créditos fiscales para las primas de seguros médicos, cuyo costo se estima en aproximadamente un billón de dólares durante la próxima década, se reducen en un 20% al endurecer las normas de elegibilidad y reducir los pagos indebidos. La ley también endurece algunas normas de exención de impuestos, como las aplicables a los ingresos empresariales no relacionados.

### Lo Malo

La nueva ley gasta demasiado dinero en artimañas políticas y excepciones. Introduce exenciones fiscales para el pago de horas extras y propinas, una deducción por intereses de préstamos para automóviles y una deducción estándar adicional disponible para algunas personas mayores, todo lo cual viola los principios tributarios básicos de igualdad de trato para los contribuyentes. En conjunto, las cuatro disposiciones cuestan más de 350.000 millones de dólares durante los cuatro años de vigencia, y el costo se duplicaría con creces si se hicieran permanentes.

Las complejas restricciones de elegibilidad para algunas nuevas deducciones reducen el costo en cierta medida, pero sería mejor no introducir malas ideas desde el principio. Los legisladores también cometieron un costoso error al hacer permanente la deducción del 20% para los ingresos empresariales de transferencia. Esta deducción genera tasas impositivas efectivas más bajas sobre los ingresos de transferencia en relación con las ganancias corporativas, lo que hace que el código tributario sea menos neutral con respecto a la forma jurídica de la empresa. Afortunadamente, la ley final no amplía la deducción por transferencia de impuestos, como sí lo hizo el proyecto de ley inicial de la Cámara, pero extender la disposición sigue siendo un cambio costoso: 655 mil millones de dólares entre 2025 y 2034, según nuestras estimaciones.

Estos errores incrementan los costos proyectados de la ley. Considerando solo el aspecto fiscal, la ley reduciría los ingresos en 5.000 billones de dólares de forma convencional. Incluso después de considerar 940 mil millones de dólares en retroalimentación dinámica de ingresos y más de 1.000 billones de dólares en recortes de gastos, el impacto neto de la ley en el déficit se sitúa en 3.000 billones de dólares durante la próxima década.

Los legisladores podrían haber reducido los costos de la ley en billones de dólares si hubieran depurado aún más el código tributario. Opciones como reforzar las limitaciones de la TCJA a las deducciones detalladas, revertir las exclusiones fiscales para varios tipos de beneficios patrocinados por el empleador y derogar gastos fiscales, como la exención para cooperativas de crédito y el crédito fiscal para viviendas de bajos ingresos (que, en cambio, se extiende), habrían compensado una mayor parte de las pérdidas de ingresos derivadas de los recortes de impuestos.

### Lo feo

La ley complica aún más el código tributario de varias maneras, sometiendo a los contribuyentes a un laberinto de nuevas normas y costos de cumplimiento que, en muchos casos, probablemente superen los posibles beneficios fiscales. La exención de impuestos sobre las propinas, las horas extra y los préstamos para automóviles conlleva diversas condiciones y salvaguardas que, de aprobarse, probablemente requerirán cientos de páginas de directrices del IRS para su interpretación. Los cambios en los créditos IRA, si bien loables en muchos sentidos, mantienen algunas de las normas más complejas, como los requisitos de salario prevaleciente y de aprendizaje, e incorporan nuevas restricciones para "entidades extranjeras de interés" que pueden hacer que muchos de los créditos resulten prohibitivos.

Si bien la ley ofrece nuevos incentivos para el ahorro, las cuentas son redundantes y las normas complejas. El código tributario ya está plagado de una confusa gama de preferencias especiales para los ahorradores, incluyendo cuentas con ventajas fiscales para educación, salud, jubilación y otros fines que los hogares de ingresos bajos y medios en gran medida no utilizan.

En lugar de simplificar y liberalizar las normas para permitir el ahorro para cualquier propósito sin penalización (cuentas de ahorro universales), ambos proyectos de ley amplían las cuentas de ahorro para la educación superior (cuentas 529) y para personas con discapacidad (cuentas ABLE), estableciendo nuevos límites para los gastos elegibles y los niveles de contribución. El proyecto de ley del Senado inicialmente excluyó las ampliaciones de las cuentas de ahorro para la salud (HSA) propuestas por la Cámara de Representantes, pero las reincorporó parcialmente en la versión final.

La ley también introduce un nuevo vehículo de ahorro llamado "Cuentas Trump", un tipo de incentivo completamente nuevo que incluye un bono gubernamental de \$1,000 para los hijos que nazcan en los próximos cuatro años. Las cuentas permiten contribuciones de los contribuyentes de hasta \$5,000 al año, que pueden acumularse libres de impuestos hasta que el beneficiario cumpla 18 años, momento en el que la cuenta se convierte en una cuenta individual de jubilación (IRA) tradicional. Se aplican otras condiciones. Las Cuentas Trump ofrecen un beneficio fiscal más limitado y restringido que los incentivos de ahorro existentes, como las cuentas 529. Esta es una oportunidad perdida para simplificar el ahorro y mejorar la seguridad financiera de todos los estadounidenses. La ley establece un nuevo crédito fiscal para donaciones a organizaciones que otorgan becas, que podría funcionar en conjunto con las Cuentas Trump. La propuesta del Senado (ya convertida en ley) hace permanente el crédito, pero lo reduce a \$1,700 en lugar del mayor valor entre \$5,000 o el 10% del ingreso bruto ajustado. Si bien es útil para algunos, el crédito fiscal sin duda requerirá mucha reglamentación y administración por parte del Departamento del Tesoro y el IRS, que ya están abrumados con la tarea de administrar nuestro complejo código tributario y los múltiples programas de beneficios bajo la ley actual.

### Panorama General

La OBBBA hace permanentes muchos de los recortes y reformas fiscales individuales de la TCJA. Mejora la TCJA al hacer permanente la contabilización de gastos para I+D y equipos. Sin embargo, en general, no incluye más reformas estructurales, sino que introduce numerosas exenciones fiscales nuevas y limitadas, lo que añade complejidad y eleva los costos de recaudación. La relativa falta de ampliación de la base imponible la lleva a aumentar los déficits. Si bien la nueva ley tiene muchos componentes loables e impulsará el crecimiento económico, no constituye una verdadera reforma fiscal.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

### 3.- COYUNTURA NACIONAL

#### 3.1.- CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: SE FRENAN LAS EXPORTACIONES.

Las exportaciones cayeron por segundo mes consecutivo en agosto, aunque en el acumulado de los primeros ocho meses del año todavía exhiben un crecimiento de 4,3%. El problema se aprecia tanto en los embarques de cobre como en el resto. En el caso de las importaciones, el crecimiento se mantiene, aunque se debilitó significativamente en agosto. En los primeros 8 meses del año las compras en el exterior acumulan un crecimiento de 10%. El mayor dinamismo sigue siendo el de los bienes de capital, que han crecido casi 25% respecto a los primeros ocho meses de 2024. Las importaciones de bienes de consumo, por su parte, acumulan un crecimiento de 12,1% en el mismo período, pero con alguna desaceleración

La balanza comercial, reflejando las tendencias en exportaciones e importaciones ha reducido su superávit a poco más de US\$12.200 millones versus algo más de US\$14.500 a la misma fecha del año pasado, pero debería mantenerse en territorio positivo durante el año.

Por su parte, el tipo de cambio mantiene una leve tendencia a la depreciación no obstante la mejoría en el precio del cobre y alcanza niveles máximos en términos reales desde 2022. En términos promedio, el tipo de cambio observado será, en septiembre, el segundo o tercero más elevado del año y su nivel real se ve impulsado por la aceleración en la inflación externa relevante (ver Gráfico N°3.1). Las causas de esta debilidad de la moneda no son claras, pero aparte del impacto del deterioro institucional iniciado a fines de 2019, se agrega la fortaleza relativa del dólar en los mercados internacionales, no obstante, su debilidad más reciente, la excesiva reducción en la TPM y las señales de que seguirá el mismo camino, a lo que se agrega el deterioro en la situación fiscal. La incertidumbre electoral también contribuye a la debilidad del peso, aunque este sería un efecto de corto plazo.

**GRÁFICO N°3.1**  
**INFLACION EXTERNA RELEVANTE 2010-2025**



Fuente: Banco Central de Chile

Si bien parece razonable esperar algún fortalecimiento del peso hacia fines de año, en la medida que el cobre sostenga precios similares a los actuales, no parece haber espacio para un avance significativo en el valor del peso.

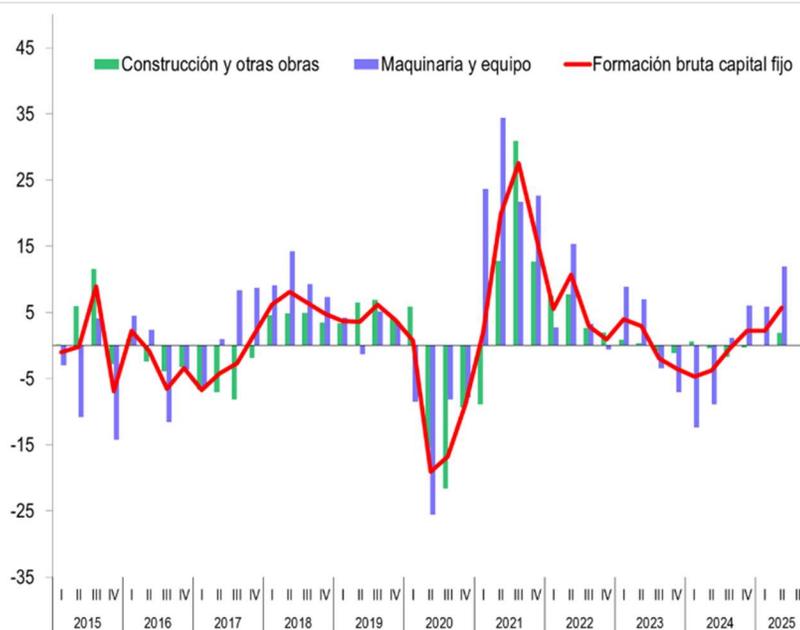
**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031.ci**

### 3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: INTERESANTE REPUNTE EN LA INVERSIÓN.

La sorpresa positiva de las cifras de Cuentas Nacionales del Banco Central para el segundo Trimestre fue el relevante repunte en el componente inversión de la demanda agregada. Luego de un virtual estancamiento durante 2 años, con un nivel que aún no recuperaba el máximo del primer trimestre de 2023, en el segundo trimestre se logra superar, cuando se realiza la comparación en una serie desestacionalizada. Aunque en una perspectiva de largo plazo el comportamiento de la inversión es paupérrimo, con un crecimiento promedio anual de sólo 1,1% desde el año 2013, es destacable el quiebre favorable observado en el último trimestre conocido.

Lo anterior es consistente con las cifras de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), que llevan ya 8 trimestres de incremento en la inversión proyectada para proyectos de más de US\$ 5 millones, a 5 años plazo. Sin embargo, esta mejoría en la inversión catastrada tiene una importante concentración en dos sectores de la economía, minería y energía, mientras el resto de los sectores anotan un desempeño bastante discreto.

**GRÁFICO N°3.2**  
**CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN**  
(Var 12 Meses, Serie Desestacionalizada)



Fuente: Banco Central

Como se observa en el gráfico anterior, tomando cifras de Cuentas Nacionales, el repunte en la inversión materializada se concentra en Maquinaria y Equipo, que en su inmensa mayoría tiene origen importado, mientras el componente construcción, que representa más del 60% del total, aún no da señales de recuperación. Todo indica que mientras la construcción con destino habitacional no anote una recuperación, será difícil observar un crecimiento relevante en el total de inversión en construcción. Esto es relevante por el efecto sobre la contratación de mano de obra, muy rezagada en este rubro.

Una mejoría en las expectativas asociada a incremento en el ritmo de crecimiento económico futuro, de la mano de la prioridad puesta en las agendas presidenciales en competencia, estaría teniendo un reflejo en la inversión, fenómeno que debería intensificarse a lo largo de los próximos trimestres. En el ámbito de la construcción habitacional, por su parte, la normalización en los niveles de stock de vivienda terminada es un requisito para su recuperación, cuestión que no se observará con claridad antes de mediados del próximo año.

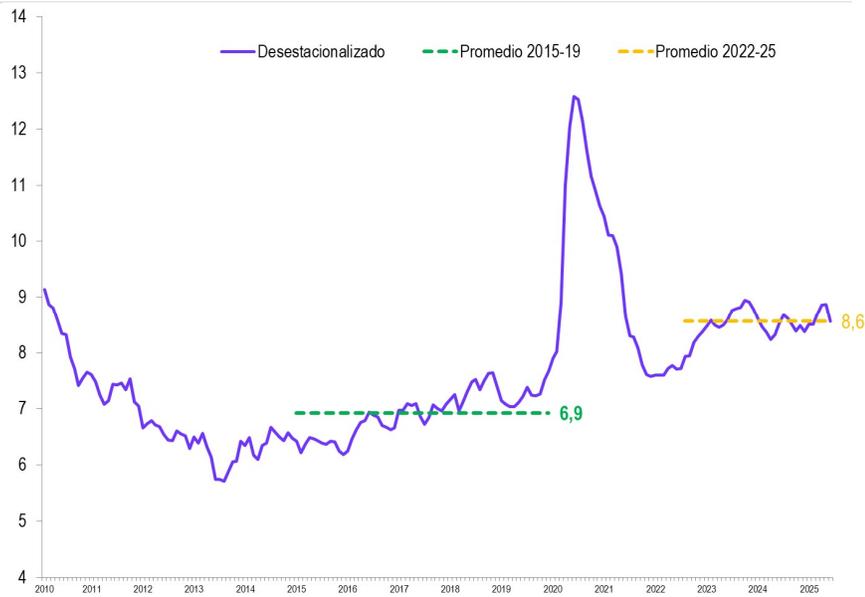
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

### **3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: ¿ESTAMOS MIDIENDO BIEN?**

Se ha despertado un debate técnico con relación a las razones detrás del alto nivel en el que se ha estacionado la tasa de desempleo en nuestro país, desde hace ya un rato largo. En concreto, desde octubre de 2022 la serie desestacionalizada de la tasa de desempleo se ha mantenido por sobre 8,0 % a nivel nacional, con un promedio de 8,6 % para el período, es decir 1,7 puntos porcentuales por sobre el promedio del quinquenio prepandemia.

Estamos convencidos que el fuerte incremento del salario mínimo, que ha subido el equivalente a 3,3 veces el salario medio desde 2022, junto con la disminución de la jornada (reducción gradual en horas trabajadas), están detrás de una menor contratación o, lo que es lo mismo, de una sustitución de mano de obra por capital.

**GRÁFICO N°3.3**  
**TASA DE DESOCUPACIÓN NACIONAL**  
**(%, Serie Desestacionalizada)**



Fuente: INE

Estudios realizados por el Banco Central de Chile tienden a ratificar lo anterior, en el sentido que la tasa de pleno empleo habría subido en forma considerable, lo mismo que el uso de maquinaria respecto de mano de obra en diversas industrias. Esto tiene la mayor relevancia de cara a la discusión desatada respecto a los programas presidenciales, donde se ofrece un fuerte crecimiento en el empleo (generación de puestos de trabajo) y, en otros casos, un importante incremento en el salario mínimo. Recordemos que por delante ya tenemos comprometido, por ley, incrementos adicionales en la tasa de cotización previsional y reducciones en el número de horas para llegar a las 40 semanales en abril de 2028.

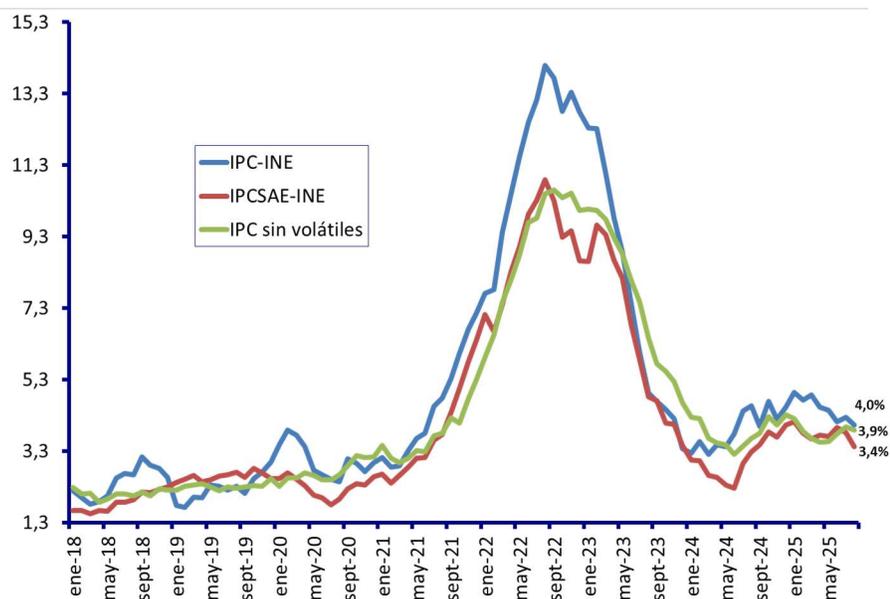
Parece muy relevante tener en cuenta los diagnósticos técnicos sobre el impacto de estas medidas sobre el empleo, se ve muy desafiante alcanzar las promesas de campaña en un mercado laboral que seguirá encareciéndose, incluso incrementando en forma relevante el ritmo de crecimiento de la economía. Para volver a disminuir la tasa de pleno empleo a niveles conocidos hace sólo unos años, se requerirá que el incremento salarial se ubique algo por debajo del incremento en la productividad de la mano de obra, lo que desde una perspectiva política se ve muy desafiante.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

### 3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: BUENA NOTICIA EN AGOSTO, PERO CALMA.

Nuevamente sorprendió el registro de inflación en agosto. Esta vez a la baja al anotarse una variación nula en el mes y reducirse su variación en 12 meses de 4,3% a 4,0%. La inflación subyacente también se redujo, de 4,0% a 3,9% la medición sin volátiles y de 3,8% a 3,4% aquella sin alimentos y energía (Gráfico N°3.4).

**GRÁFICO N°3.4**  
**INFLACION TOTAL Y SUBYACENTE 2018-2025**  
(Variación en 12 Meses)



Fuente: INE

Una vez más, tal como en los meses previos, fue la inflación volátil que explicó la inflación nula del mes. Pero solo una parte de la inflación volátil. El índice volátil total tuvo un alza de 0,1%, a pesar de que su componente de alimentos subió 1,1%, lo que se explica por los bienes de energía (-0,5%) y resto (-0,5%). Los bienes sin volátiles también contribuyeron (-0,3%). Por otro lado, sin embargo, los servicios sin volátiles continúan presionando a la inflación. En agosto subieron 0,2% y acumulan 4,5% en doce meses, lo que solo puede explicarse por la fortaleza de la demanda interna y, en particular del consumo.

Dado lo anterior, el Banco Central debería acumular más evidencia antes de continuar bajando la TPM que, por lo demás, no está muy alta ni ejerce un efecto contractivo relevante sobre la economía. En octubre o, más bien, diciembre puede que se den las condiciones para una nueva reducción en la tasa rectora.

Alejandro Fernández Beroš  
@Alfb40261031.cl