



INFORME GEMINES N°542

Noviembre 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

ÍNDICE.....	2
DESTACAMOS	3
1.- PANORAMA GENERAL: LA SORPRESIVA REALIDAD	5
2.- TEMA ESPECIAL:¿POR QUÉ CAYERON LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE EE. UU. TRAS LA IMPOSICIÓN DE LOS ARANCELES TRUMPianos?.....	8
3.- COYUNTURA NACIONAL.....	16
3.1 CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: ¿FINALMENTE COMIENZA EL AJUSTE DEL DÓLAR?	16
3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: A RITMO TENDENCIAL	17
3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: RECUPERACIÓN INSUFICIENTE	19
3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: ¿LLEGANDO A LA META?	20

INFORME GEMINES

Nº542

DESTACAMOS

Panorama General

- Una vez más el resultado electoral es una gran sorpresa. La altísima votación de Franco Parisi, un populista "de libro" que supo capturar el descontento de muchos electores, no estaba prevista, (Pág. Nº6).
- El PDG actuará en la Cámara de Diputados como "partido bisagra", el problema es que no sabemos que piensan sus parlamentarios, en que consiste, de existir, el proyecto común que reúne a dicho partido. Por lo demás, es muy poco probable que su líder, Parisi, logre dirigir a su bancada, (Pág. Nº6).
- Cada vez es más urgente una reforma al sistema político electoral. La gobernanza se hace muy desafiante en un contexto de partidos políticos débiles y un parlamento fragmentado, (Pág. Nº7).
- José Antonio Kast, muy probablemente el próximo presidente de Chile, deberá mostrar resultados concretos en el muy corto plazo de iniciado su gobierno. De lo contrario, su apoyo político, muy efímero, tenderá a diluirse, dejando espacio para una oposición que todo indica que será dura, (Pág. Nº7).

Tema Especial

- La evidencia disponible muestra que tanto las importaciones como las exportaciones de Estados Unidos están cayendo. En este comentario se analiza, mediante gráficos, por qué está sucediendo esto. Anticipando la conclusión, se puede decir que las medidas que se anuncian como la salvación de la manufactura estadounidense están, de hecho, asfixiando las cadenas de suministro de las que depende dicha manufactura, de una manera que perjudica las exportaciones, (Pág. Nº8).
- La caída de los suministros industriales al resto del mundo fue el factor dominante en la caída de las exportaciones estadounidenses. Las exportaciones estadounidenses de automóviles también disminuyeron, pero en menos de la mitad. Estas caídas se compensaron en parte con el aumento de las exportaciones de bienes de capital, bienes de consumo y otros bienes. El impacto en las exportaciones de alimentos fue insignificante, (Pág. Nº10).
- Lo anterior sucedió porque los aranceles trumpianos se concentraron, intencionalmente o no, en los insumos manufactureros importados. Esto provocó un gran aumento del coste de fabricación en Estados Unidos. El resultado fue un debilitamiento de la competitividad de la industria manufacturera estadounidense en los mercados extranjeros, (Pág. Nº11).
- El comportamiento de los suministros industriales mostrado anteriormente sugiere una historia intrigante: el sector manufacturero estadounidense se está retirando de las cadenas de suministro internacionales. Exporta menos a las cadenas de suministro internacionales e importa menos de ellas, (Pág. Nº12).

Coyuntura Nacional

- La sorpresa no ha sido que el tipo de cambio baje, sino que lo que se ha demorado y lo relativamente poco que ha bajado no obstante el favorable escenario existente. Se puede resumir la mejoría en el escenario externo en los avances del precio del cobre, cuyo precio es muy alto en la actualidad y ha subido claramente en los últimos meses. Además, sus perspectivas para 2026 y, eventualmente, más adelante, son también favorables, (Pág. N°16).
- El presente año cerraríamos con un crecimiento cercano al 2,5 %. El para el próximo año podemos esperar algo incluso mejor, en la medida que se desate un círculo virtuoso de mayor inversión, empleo e ingreso, (Pág. N°17).
- A partir de cifras desestacionalizadas el empleo aumentó en 134.200 personas en los doce meses a septiembre, la cifra más alta desde noviembre de 2024, pero sólo en 16.859 personas respecto al mes anterior, muy por debajo de las más de 40.000 en cada uno de los dos meses previos. Con todo, los casi 102.000 empleos creados en el último trimestre son los más numerosos desde el trimestre febrero-abril de 2024. No obstante lo anterior, la tasa de desocupación desestacionalizada se mantuvo en 8,4% y las tasas de participación y empleo siguen muy por debajo de los valores prepandemia y sin dar señales de tender a normalizarse, (Pág. N°19).
- En nuestro escenario base, el 30 de diciembre estarán dadas las condiciones para que el Banco Central decida un nuevo recorte en su tasa de política monetaria, (Pág. N°20).

1.- PANORAMA GENERAL: LA SORPRESIVA REALIDAD.

No es primera vez que nos sorprendemos con un resultado electoral. Más aún, da la impresión de que, cada vez más, la capacidad de leer, entender y anticipar al electorado es muy limitada. Simplificando, cuando este país, grosso modo, teóricamente podíamos dividirlo en torno a un eje, conservadores o liberales; derechas o izquierdas; si o no; apruebo o rechazo, el análisis era más certero y la capacidad predictiva mayor. A la luz del resultado electoral de ayer, todo indica que los criterios de clasificación tradicionales están quedando en el pasado.

En mi parecer, una forma de entender el resultado electoral del domingo 16 es a través de dos lecturas:

La primera, lo de ayer fue una ratificación de la polarización, junto con un preocupante movimiento emergente del populismo. Se jibarizó aún más el centro político detrás de la social democracia y de la democracia liberal, y se ratifica un fuerte apoyo a los extremos, por un lado, Libertarios y Republicanos, por el otro, Partido Comunista y Frente Amplio. En paralelo, aparece con fuerza un importante grupo "no alineado", en torno a una candidatura de corte claramente populista, que habría recogido una fracción significativa del llamado voto obligado.

Una segunda lectura, que me parece más ajustada, o al menos útil, es olvidarse, lo que aplica para la inmensa mayoría del electorado, de cualquier tipo de alineación con alguna tendencia política. Se debe leer el resultado a partir de gente que quiere respuestas rápidas y efectivas a sus principales "dolores", llámese seguridad, salud, empleo, vivienda, a saber, mejorar las condiciones de vida en general.

Tomando esta última interpretación, es evidente que se presenta un gran desafío de gobernabilidad. Por el lado de las demandas, la gente quiere respuestas rápidas y efectivas. Por el lado de la oferta, se ve muy desafiante poder alinear al mundo político en torno a la aprobación de propuestas concretas por el lado de las políticas públicas.

Cada vez se hace más evidente la necesidad de ordenar la oferta política en torno a partidos fuertes, estructurados, ordenados y con proyectos políticos definidos. Es a partir de ahí, con equipos técnicos serios y propuestas concretas para cada ámbito de política pública, que se puede negociar y buscar acuerdos amplios. Para ello, vuelve a aparecer la necesidad, cada vez más urgente, de realizar una reforma al sistema político-electoral, que permite generar incentivos correctos, en torno a disminuir la fragmentación y fortalecer la existencia de partidos políticos y conglomerados en torno a los cuales se pueda construir acuerdos.

¿Cómo quedamos?

La irrupción inesperada de Franco Parisi y el Partido de la Gente (PDG) aparece como una amenaza a la capacidad de construir acuerdos en relación con las principales urgencias que tiene el país. A partir del 11 de marzo el PDG tendrá la capacidad de jugar un rol de "partido bisagra", toda vez que su apoyo será requerido para construir acuerdos en la Cámara de Diputados. Si conociéramos relativamente bien de qué se trata la agenda y el proyecto del PDG respecto a los distintos temas prioritarios, tendríamos alguna capacidad de predecir su postura al momento de legislar y de apoyar o rechazar propuestas de ley.

Lamentablemente lo anterior no existe. No sabemos cómo piensan los parlamentarios electos por dicho partido, es muy poco probable que exista una cierta unidad en torno a un proyecto o incluso en torno a cómo abordar desafíos específicos. Tampoco parece probable que exista un real liderazgo de Franco Parisi, toda vez que no sabemos qué proyecto lidera. Para alcanzar la notable votación que logró, como buen populista, le dijo a cada público lo que quería escuchar, aunque muchas veces fuera en contradicción con lo dicho a otros.

¿Cuánto durará la bancada del PDG? Hacia donde migrarán sus diputados. ¿Tendrá, ahora sí, Franco Parisi alguna capacidad de retener a "sus parlamentarios" electos?

Desafíos

José Antonio Kast, quien con altísima probabilidad será el próximo presidente de Chile, tendrá que avanzar rápido en la concreción de varios objetivos. Primero, ser capaz de reunir a su alero a un importante grupo técnico de colaboradores, la mayor parte del cual debería venir de la candidatura de Evelyn Matthei. Segundo, diseñar un plan de objetivos de corto plazo, que en la mayoría de los casos no requiera de proyectos de Ley.

Tercero, aprovechando una esperada muy corta "luna de miel", mostrar resultados y así administrar las expectativas. ¿Cuáles serán sus propuestas prioritarias de corto plazo? ¿Dar una señal fuerte en seguridad? ¿Llevar el estado de derecho a Temucucui? En materia económica, ¿destrabar proyectos en espera de aprobación en el Comité de Ministros? ¿Anunciar cómo y cuánto recortará el Gasto Fiscal? ¿Será conveniente que dé a conocer una mini reforma tributaria? En fin, debe poner objetivos y plazos, en la medida que sea factible cumplirlos.

Lo anterior es fundamental si quiere retener algún apoyo electoral y sentar las bases para avanzar luego en proyectos de Ley que requerirán de acuerdos políticos amplios. El apoyo con el que logrará ser electo el 14 de diciembre próximo será muy efímero. Necesitará dar señales rápidas de logro en, digamos, sus primeros 90 días de mandato, de lo contrario el apoyo político mínimo tenderá a desaparecer, momento a partir del cual la oposición, liderada por el Partido Comunista y el Frente Amplio, le comenzará a hacer la vida muy difícil.

José Antonio Kast, y todos quienes participen de su gobierno, tienen que entender que el apoyo electoral que lo llevará a la Moneda es muy blando y condicionado. Aquí no hay, en una parte significativa de su electorado, un proyecto compartido en torno a él, su ideología, sus principios y valores. Lo que hay es simplemente un movimiento pendular. La percepción, particularmente en el tema de seguridad y crecimiento económico, es que el Gobierno de Gabriel Boric no estuvo a la altura, y que ahora se le dará una oportunidad a José Antonio Kast. Si al corto andar no se registra un “delivery” medianamente adecuado, su apoyo político tenderá a desaparecer.

Lo anterior es parte de lo desafiante que es lograr la gobernanza en estos tiempos, no sólo en Chile, en cualquier parte del mundo. La hiper conectividad, las redes sociales, la inmediates de la información, la construcción de visiones parciales alimentadas por grupos estanco de referencia, son, por mencionar algunos, quizás los principales desafíos para lograr retener el apoyo ciudadano en torno a un proyecto específico. La única forma de mantener apoyo es con resultados rápidos, visibles y reconocidos por el grueso de la población. Lograrlo es un tremendo desafío. Señor Kast, la mesa está servida.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

2.- TEMA ESPECIAL: ¿POR QUÉ CAYERON LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE EE. UU. TRAS LA IMPOSICIÓN DE LOS ARANCELES TRUMPIANOS?¹

Si se puede definir en una palabra la política arancelaria de Estados Unidos desde que Donald Trump comenzó su segundo gobierno en enero pasado, ésta sería "caos". Esto por los frecuentes cambios que se han producido, la diversidad de aranceles para un mismo producto, según el país de procedencia y por lo irracional de su estructura. En este artículo Richard Baldwin explica por qué esta política está teniendo efectos contrarios a los esperados.

Introducción

La evidencia disponible muestra que tanto las importaciones como las exportaciones de Estados Unidos están cayendo. En este comentario se analiza, mediante gráficos, por qué está sucediendo esto. Anticipando la conclusión, se puede decir que las medidas que se anuncian como la salvación de la manufactura estadounidense están, de hecho, asfixiando las cadenas de suministro de las que depende dicha manufactura, de una manera que perjudica las exportaciones.

Los hechos

La epidemia de COVID-19 perturbó profundamente el comercio mundial, incluido el de EE. UU. La demanda se vio aplastada por las recesiones y los confinamientos interrumpieron las cadenas de suministro y el transporte. Los consumidores trasladaron masivamente sus compras de las tiendas físicas a las compras en línea, desbordando temporalmente la capacidad de los centros logísticos.

Pero la disrupción no duró para siempre. El presidente Biden firmó una resolución que puso fin a la emergencia nacional de COVID-19 en abril de 2023. Por eso todos los gráficos comienzan en abril de 2023 o después. El gráfico a continuación (panel izquierdo) muestra lo que ha sucedido con las importaciones y exportaciones estadounidenses desde entonces.

Lo que podemos ver en el gráfico de la izquierda a continuación es que durante los últimos meses de la administración Biden, las exportaciones de bienes fluctuaron ligeramente, pero se mantuvieron relativamente estables. Las importaciones, por otro lado, estaban aumentando.

La situación realmente comenzó a cambiar cuando Donald Trump ganó las elecciones de noviembre de 2024. Las importaciones experimentaron una escalada irregular hasta marzo de 2025. Las exportaciones inicialmente disminuyeron, pero luego se dispararon hasta marzo de 2025. Después, ambas disminuyeron. Las importaciones lo hicieron de forma bastante precipitada.

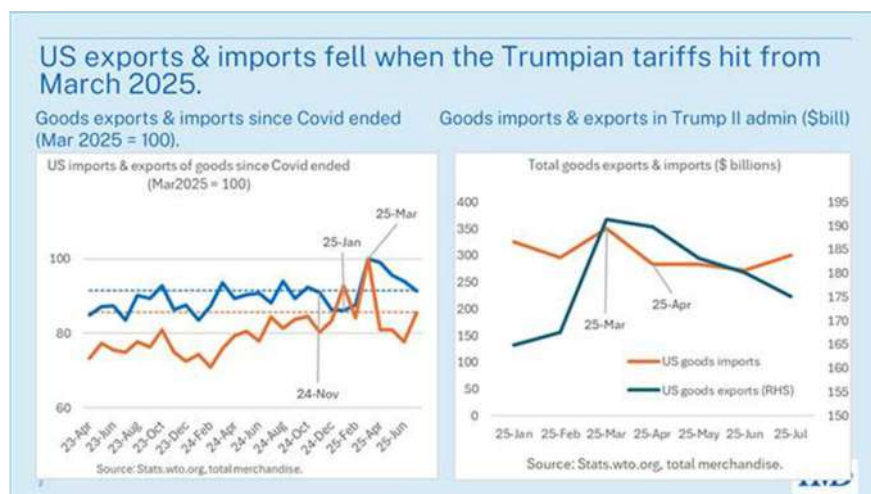
¹ Richard Baldwin Why Did US Exports & Imports Fall after the Trumpian Tariffs were Imposed?, Professor of International Economics, IMD Business School, publicado el 24 de octubre de 2025 en Substack.

Entonces, ¿qué sucedió en marzo de 2025?

Fue entonces cuando Donald Trump comenzó a imponer sus enormes aranceles históricos a las importaciones estadounidenses. Inicialmente, se aplicaron a México, Canadá y China, pero dado que estos países representan una gran parte del comercio estadounidense, el impacto fue inmediato.

En abril, el presidente Trump amplió los aranceles masivos para incluir a todo el mundo. O al menos amenazó con hacerlo. El caos resultante en el mercado lo llevó a posponer la imposición de los aranceles durante 90 días. Los aranceles trumpianos tuvieron un frenesí en abril, y China respondió con represalias. Durante un breve periodo, Estados Unidos y China se aplicaron mutuamente aranceles superiores al 120 %. En una reunión a principios de mayo, se redujeron los aranceles trumpianos a China, y China siguió el ejemplo. En resumen, la situación de abril a julio implicó aranceles estadounidenses de aproximadamente el 45 % para China, pero del 10 % para el resto del mundo. Solo durante julio y agosto, los aranceles estadounidenses se incrementaron hasta alcanzar los niveles chinos para otros socios.

El gráfico de la derecha muestra el impacto en los niveles de importaciones y exportaciones en miles de millones de dólares. La caída de las importaciones es la esperada. El objetivo de los aranceles es reducir la competencia importadora. Lo curioso es que las exportaciones estadounidenses también cayeron. Esto no se debió a aranceles; aparte de China, ningún otro socio comercial de EE. UU. respondió aumentando los aranceles a las exportaciones estadounidenses.



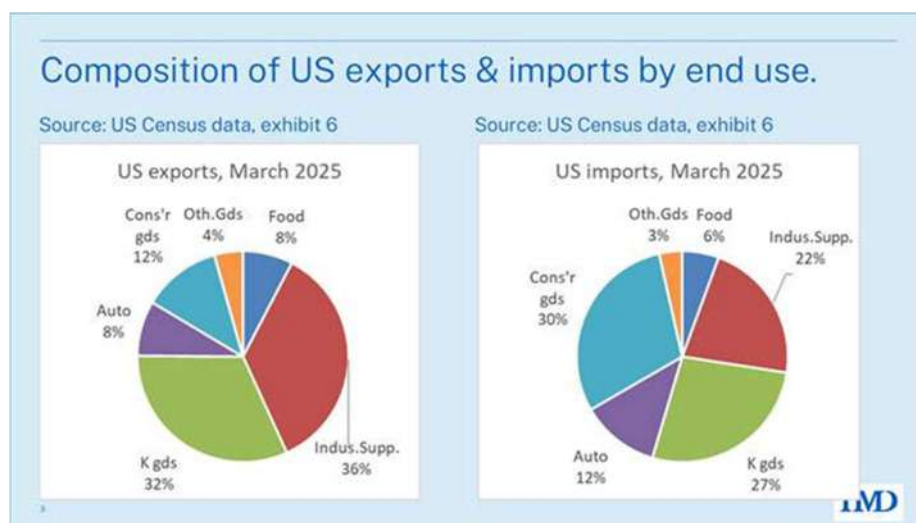
Descomposición de los cambios comerciales por uso final.

Para profundizar en estos impresionantes cambios, se analiza la composición de las importaciones y exportaciones estadounidenses por uso final. Esto nos da una idea de cuánto se ven afectadas por los aranceles y qué tipo de bienes son.

Estos datos se basan en las estadísticas del Censo de EE. UU. El gráfico circular de la izquierda muestra que casi dos tercios de las exportaciones estadounidenses consisten en suministros industriales y bienes de capital. Los bienes de consumo representan alrededor del 12 %, los automóviles, alrededor del 8 %, los alimentos, alrededor del 8 % y otros bienes, alrededor del 4 %.

La importancia de la exportación de suministros industriales es un claro indicio de la importante posición de EE. UU. en las cadenas de suministro internacionales, especialmente en América del Norte.

El gráfico circular de la derecha muestra que las importaciones de suministros industriales representan solo el 22 % de las importaciones, mientras que las de bienes de capital representan el 27 % y las de bienes de consumo, el 30 %. Los automóviles representan alrededor del 12 % de los bienes importados.



La pregunta natural es: ¿Cuál fue la composición de las materias primas en la caída de las importaciones? Nos centramos en el período comprendido entre marzo de 2025, cuando entraron en vigor los aranceles trumpianos, y julio de 2025, que constituyen los últimos datos disponibles.

El gráfico de la izquierda, a continuación, muestra la descomposición de la caída de las exportaciones. Aquí se aprecia claramente que la caída de los suministros industriales al resto del mundo fue el factor dominante en la caída de las exportaciones estadounidenses. Las exportaciones estadounidenses de automóviles también disminuyeron, pero en menos de la mitad. Estas caídas se compensaron en parte con el aumento de las exportaciones de bienes de capital, bienes de consumo y otros bienes. El impacto en las exportaciones de alimentos fue insignificante.

¿Por qué ocurrió esto?

Una respuesta convincente a esta pregunta requeriría una gran cantidad de econometría. Pero hay algunos elementos bastante obvios sobre la mesa que podrían integrarse en una hipótesis de trabajo razonable.

Esta es la conjetura principal: los aranceles trumpianos se concentraron, intencionalmente o no, en los insumos manufactureros importados. Esto provocó un gran aumento del coste de fabricación en Estados Unidos, como señaló la Cámara de Comercio de Estados Unidos. El resultado fue un debilitamiento de la competitividad de la industria manufacturera estadounidense en los mercados extranjeros (ya que no imitaban los elevados aranceles estadounidenses sobre sus insumos industriales).

Por ejemplo, el gobierno impuso aranceles del 50 % al acero y al aluminio. Esto elevó directamente el coste para los productores estadounidenses de bienes que utilizan estos metales, dificultando su exportación.

Las quejas de estos fabricantes estadounidenses llevaron al gobierno de Trump a ampliar la lista de productos cubiertos. Esto incluyó muchos bienes de "productos derivados", como piezas de vehículos y maquinaria, cuyo contenido de acero los sometía al arancel. El objetivo era compensar la desventaja competitiva creada por los aranceles a los metales para las empresas que competían con las importaciones.

Sin embargo, una breve reflexión muestra que esto también agravó el impacto del coste de los insumos para los fabricantes estadounidenses en etapas posteriores de la cadena de suministro. Estas empresas se enfrentaron inicialmente a mayores costos por sus insumos metálicos, y el impacto de los costos siguió aumentando con la ampliación de la lista de bienes afectados por los aranceles al acero. Esto, a su vez, dificultó aún más la exportación de empresas estadounidenses a países que no imponían aranceles tan elevados a los insumos industriales importados.

Irónicamente, los aranceles, que pretendían beneficiar a los productores de acero estadounidenses, perjudicaron la competitividad manufacturera estadounidense en general.

Además de este debilitamiento involuntario de la competitividad exportadora estadounidense, los elevados aranceles impuestos a China tuvieron el mismo efecto. Una gran parte de las importaciones estadounidenses procedentes de China son insumos industriales: piezas y componentes. Dado que Estados Unidos impuso un arancel promedio de alrededor del 45 % a las importaciones chinas, los productores estadounidenses tuvieron costos más altos que, por ejemplo, los productores de México y Canadá (que no impusieron aranceles elevados a los bienes intermedios chinos). El gráfico de la derecha muestra la misma descomposición de la caída, pero esta vez para las importaciones de marzo a julio de 2025.

Aquí vemos que el principal factor impulsor fue una caída en los bienes de consumo, que se redujo en casi 44 000 millones de dólares. Las importaciones de suministros industriales también disminuyeron en unos 14 000 millones de dólares. Las importaciones de prácticamente todos los productos disminuyeron, con solo un ligero aumento en las de bienes de capital. Nuevamente, sin establecer causalidad, es bastante claro que los aranceles muy elevados y amplios impuestos a las importaciones estadounidenses a partir de marzo resultarían en caídas significativas en los volúmenes de importación, especialmente de China, que recibió un arancel considerablemente mayor que el de todos los demás países.



¿Se está retirando EE. UU. de las cadenas de suministro internacionales?

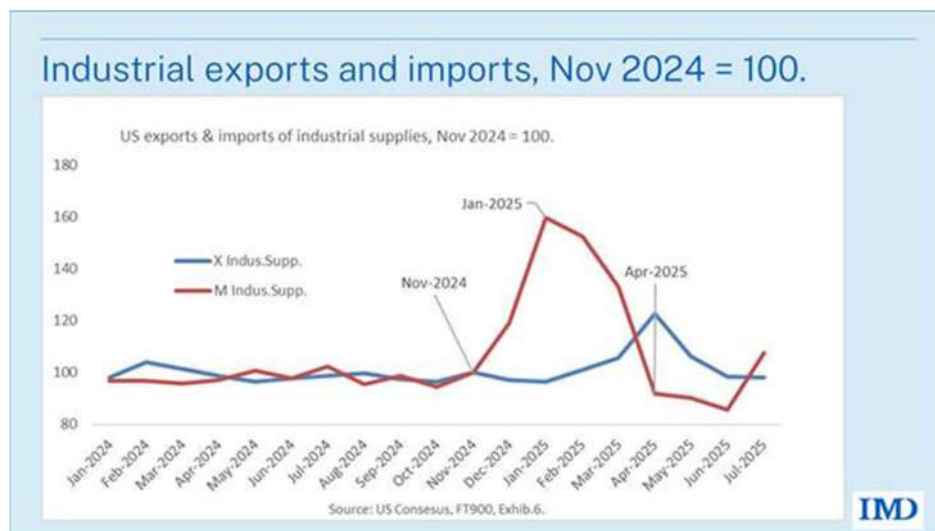
El comportamiento de los suministros industriales mostrado anteriormente sugiere una historia intrigante: el sector manufacturero estadounidense se está retirando de las cadenas de suministro internacionales. Exporta menos a las cadenas de suministro internacionales e importa menos de ellas.

El siguiente gráfico muestra las tendencias en las importaciones y exportaciones de suministros industriales desde principios de 2024. Un punto a tener en cuenta es que, a diferencia de la mayoría, el comercio estadounidense de suministros industriales está relativamente equilibrado, con importaciones y exportaciones que alcanzan entre 50 y 60 mil millones de dólares mensuales.

Para enfatizar las tendencias, fijamos ambas series en 100 en noviembre de 2024 para que coincidieran con la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales. A partir de ese momento, los operadores tenían muy claro que se avecinaban aranceles muy elevados. Como candidato, Donald Trump había afirmado repetida e insistentemente que impondría aranceles desde el primer día. Las cifras que solía sugerir eran del 10 % para todos y del 60 % para China.

Lo que muestra el gráfico de las importaciones es que los fabricantes estadounidenses comenzaron inmediatamente a comprar suministros industriales importados, sin duda para obtenerlos antes de que subieran los aranceles. Al final, Donald Trump no impuso aranceles desde el primer día, sino que esperó hasta marzo aproximadamente. Ya sea una causa o una correlación, es evidente que el auge de las compras de suministros industriales se desplomó en cuanto el presidente anunció que los aranceles no se aplicarían de inmediato. Disminuyeron durante la avalancha de aranceles de marzo y el descenso se ralentizó una vez que se anunciaron los aranceles de abril. El anuncio inicial de aranceles de abril, que se produjo el 2 de abril de 2025, fue impactante. Pero el presidente Trump demostró que no era un fanático de los aranceles, sino más bien un pragmático en materia arancelaria, al retractarse de sus amenazas de aranceles tan solo unos días después de haberlos anunciado. De hecho, estuvieron vigentes durante unas horas entre la medianoche y el mediodía, y fueron eliminados al mediodía como reacción a las drásticas fluctuaciones del mercado. Resultó que muchos de los aranceles que finalmente se aplicaron en julio y agosto de 2025 fueron, algunos más altos y otros más bajos que los anunciados en abril. En cualquier caso, las importaciones de suministros aumentaron incluso cuando los aranceles aplicados aumentaron en casi todos los países, excepto China.

Las exportaciones de componentes industriales estadounidenses no reaccionaron ni de lejos con la misma rapidez ni con la misma fuerza que las importaciones. Se puede observar que las importaciones y exportaciones estadounidenses de productos industriales aumentaron hasta el 25 de abril, cuando se anunció el gran anuncio arancelario, y desde entonces han disminuido. De nuevo, es difícil saber con exactitud por qué ocurrió esto, pero es posible que los compradores extranjeros de productos industriales estadounidenses temieran que sus países impusieran aranceles de represalia y también intentaran anticiparse aumentando sus existencias. Sin embargo, una vez que el presidente Trump demostró su total disposición a moderar los aranceles para evitar un daño significativo a causa de sus aranceles, es posible que decidieran que no era necesario mantener inventarios excesivos de componentes estadounidenses. Además, muy pocos socios comerciales de EE. UU. anunciaron grandes represalias. Por lo tanto, en cierto sentido, la amenaza de futuros aranceles sobre las exportaciones estadounidenses de suministros industriales se desvaneció, y con ella, el aumento de las exportaciones. No se puede ver en el gráfico a continuación, pero los datos muestran que el resultado neto de todo esto es que para julio de 2025 el balance de suministros industriales de EE. UU. volverá a donde suele estar más o menos. A lo largo de toda la era posterior a la COVID-19, EE. UU. tuvo un pequeño superávit en suministros industriales hasta que Donald Trump ganó la presidencia y las importaciones se dispararon. Estados Unidos ahora tiene un ligero déficit en suministros industriales, pero es difícil afirmar que es realmente diferente de lo que era antes.



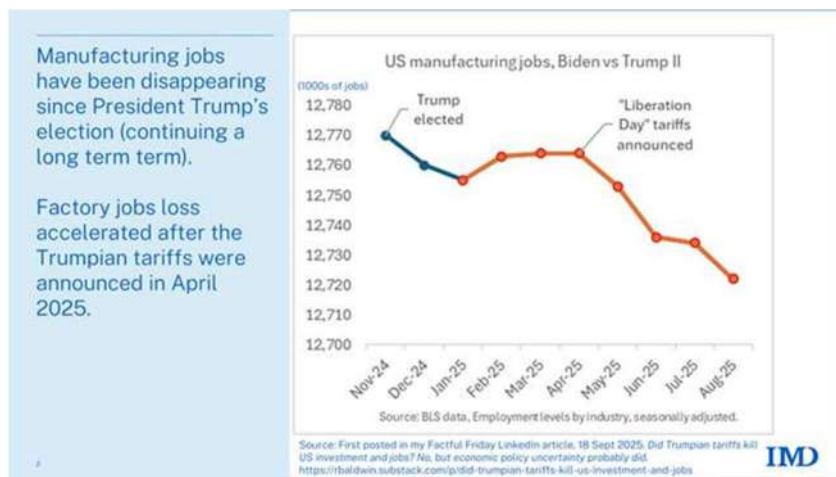
Resumen y conclusiones.

Los aranceles son una de esas pocas políticas que producen resultados visibles de la noche a la mañana. En este caso, incluso antes de su imposición. La mera amenaza de los aranceles trumpianos bastó para alterar drásticamente los patrones de compra de los industriales. La reacción es comprensible: querían adelantarse a los aranceles trumpianos que sabían que se avecinaban. Por eso, las importaciones estadounidenses se dispararon desde las elecciones de noviembre de 2024 hasta el inicio del aumento gradual de los aranceles en marzo de 2025.

La historia termina con matices de ironía. Primero, las compras se dispararon y luego se desplomaron por el temor a futuros aranceles, pero volvieron a la normalidad una vez que estos se implementaron. Más profundamente aún, los aranceles perjudican más donde se suponía que debían ayudar: los insumos industriales. Los fabricantes estadounidenses están importando más suministros industriales en julio de 2025 que cuando el presidente Trump fue elegido en 2024. Lo más probable es que esto se deba a que los aranceles se inclinaron hacia productos de la industria manufacturera, como el metal y las piezas y componentes chinos. Esto, a su vez, elevó el costo de los suministros industriales fabricados en Estados Unidos, lo que, a su vez, desvió la preferencia de los suministros industriales fabricados en EE. UU. hacia los suministros industriales importados.

En esencia, el resultado fue menos una reactivación de la manufactura que una contracción de esta. No se puede reconstruir la fuerza industrial gravando el músculo industrial (insumos industriales). Los nuevos aranceles hicieron que las fábricas estadounidenses fueran menos competitivas en el extranjero y más caras en el país. Fue, como escribí en una columna reciente de VoxEU, una industrialización por sustitución de importaciones (ISI) realizada exactamente en el orden equivocado (los aranceles de Trump son la industrialización por sustitución de importaciones 2.0).

La ironía final y más profunda se refiere al impacto de los aranceles de Trump en los empleos manufactureros para los estadounidenses. Como muestra el gráfico a continuación, los resultados no fueron los anunciados. Los empleos manufactureros, que han estado en tendencia a la baja desde que Richard Nixon era presidente, comenzaron a caer más rápido después de la implementación de los aranceles de Trump.



Los aranceles de Trump prometieron una renovación, pero acabaron con una retirada. Como era de esperar, redujeron las importaciones, pero también las exportaciones.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.- COYUNTURA NACIONAL

3.1.- CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: ¿FINALMENTE COMIENZA EL AJUSTE DEL DÓLAR?

Es probable que el tipo de cambio observado alcance su promedio más bajo en noviembre desde junio pasado, cuando promedió \$938. La trayectoria a la baja del dólar ha sido más o menos sostenida desde agosto cuando alcanzó puntualmente niveles cercanos a los \$980. Desde ese momento y con altibajos ha tendido a bajar, rompiendo esporádicamente la barrera de los \$940 (Gráfico N°3.1) y, luego del resultado de las elecciones, incluso bajo \$920 temporalmente.

GRÁFICO N°3.1
TIPO DE CAMBIO 2019-2025
(\$ Por dólar)



Fuente: Banco Central de Chile

La sorpresa no ha sido que el tipo de cambio baje, sino que lo que se ha demorado y lo relativamente poco que ha bajado no obstante el favorable escenario existente. Se puede resumir la mejoría en el escenario externo en los avances del precio del cobre, cuyo precio es muy alto en la actualidad y ha subido claramente en los últimos meses. Además, sus perspectivas para 2026 y, eventualmente, más adelante, son también favorables.

Internamente, el cambio de mirada del Banco Central hacia una más cuidadosa y menos dispuesta a bajar la TPM minimizando otros factores es un factor relevante ha sido relevante. El proceso electoral, aun no terminado, pero con resultados relevantes en la composición del congreso y algún grado de definición en la carrera presidencial han contribuido al fortalecimiento del peso y, asumiendo un escenario benigno de cara al cambio de gobierno a partir del 11 de marzo próximo, es probable que este proceso continúe o, al menos, no se revierta respecto de lo ya avanzado.

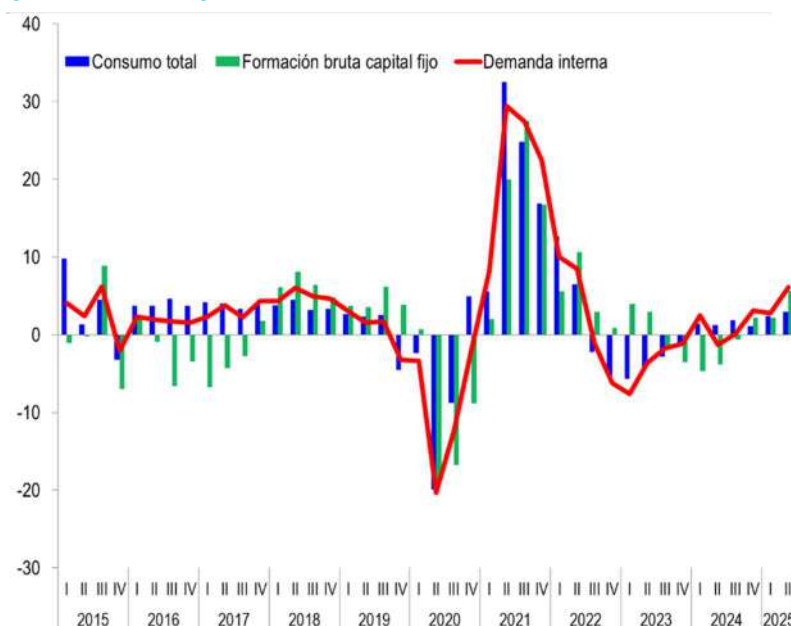
Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.2 ACTIVIDAD Y GASTO: A RITMO TENDENCIAL

El presente año está “cerrado” y el crecimiento se ubicará en torno a 2,5 %, probablemente levemente por debajo de ese nivel. Sin embargo, es importante destacar que dicho desempeño reflejará un comportamiento diverso entre los distintos componentes de la demanda agregada. Con el resultado esperado para este año, con un crecimiento cercano al 3,0 %, el consumo se recuperará completamente luego de su fuerte caída de 2023, para retomar un ritmo más cercano al tendencial, entre 2,0 y 2,5 % a partir de 2026.

Dónde sí hubo un cambio de tendencia fue en la inversión, que no sólo recupera la caída de los años anteriores, sino que, favorecida por mejores expectativas económicas para los próximos años, anotaría un fuerte crecimiento de entre 5,5 y 6,0 % el presente año. Para 2026 se espera mantener un buen dinamismo, con un crecimiento que podría superar el 4,0 %.

GRÁFICO N°3.2
COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA
(Var % 12 Meses)



Fuente: Banco Central de Chile

La mantención de un buen desempeño del consumo el próximo año está supeditada a un comportamiento relativamente favorable del mercado laboral, con expansión de la ocupación y las remuneraciones reales; a expectativas de los hogares en terreno más neutral, luego de un largo período en terreno negativo; y de un costo y acceso al crédito más conveniente.

Por el lado de la inversión, destrabar proyectos grandes, principalmente de infraestructura productiva, que están en última fase de aprobación, contribuiría a mantener un buen dinamismo en los próximos años, lo mismo que una gradual recuperación esperada para la construcción habitacional.

Con todo, en nuestro escenario base, y sin sorpresas negativas desde el resto del mundo, pensamos que es factible lograr un crecimiento de entre 2,5 y 3,0 % para 2026, lo que podría sostenerse los años siguientes en la medida que se realicen reformas más estructurales que incentiven la inversión, el empleo y la productividad.

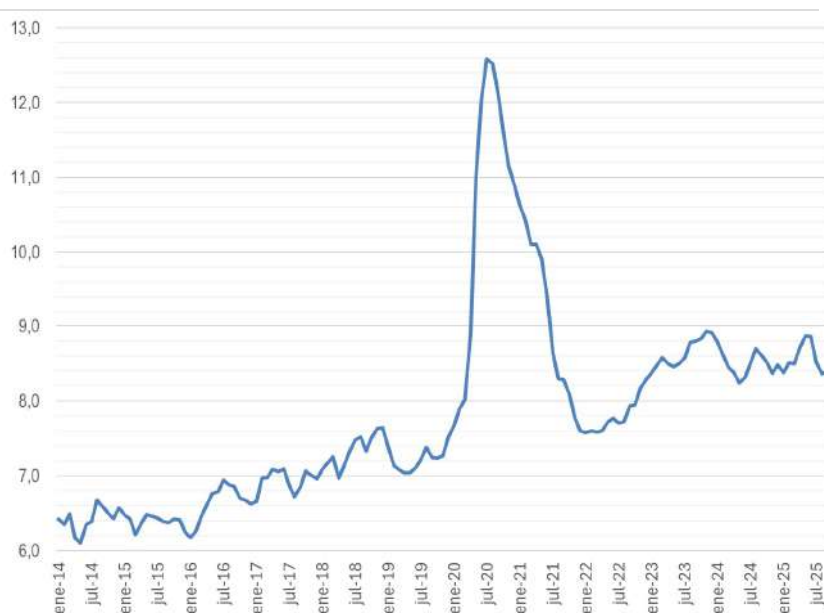
Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl

3.3 EMPLEO Y REMUNERACIONES: RECUPERACIÓN INSUFICIENTE

Es cierto que los datos de creación de empleo han mejorado en el último trimestre, pero también lo es que esta mejoría está muy lejos de ser satisfactoria y los problemas de fondo del mercado laboral no se resolverán solos, aunque una aceleración en el crecimiento de la actividad económica y de la productividad contribuirían de manera importante.

A partir de cifras desestacionalizadas el empleo aumentó en 134.200 personas en los doce meses a septiembre, la cifra más alta desde noviembre de 2024, pero sólo en 16.859 personas respecto al mes anterior, muy por debajo de las más de 40.000 en cada uno de los dos meses previos. Con todo, los casi 102.000 empleos creados en el último trimestre son los más numerosos desde el trimestre febrero-abril de 2024. No obstante lo anterior, la tasa de desocupación desestacionalizada se mantuvo en 8,4% (ver gráfico N°3.3) y las tasas de participación y empleo siguen muy por debajo de los valores prepandemia y sin dar señales de tender a normalizarse. La tasa de desempleo si bien parece estabilizada ha promediado 8,6% desde comienzos de 2023, mientras antes de 2018 el promedio era inferior a 7%.

GRÁFICO N° 3.3
TASA DE DESEMPLEO NACIONAL DESESTACIONALIZADA
2014-2025



Fuente: INE

Por otro lado, no obstante el crecimiento general del empleo, el aporte de los asalariados privados se ha reducido y la cifra global mejora por una menor caída del empleo del sector público y una notable recuperación de los independientes, particularmente de los trabajadores por cuenta propia. Asimismo, indicadores de desempleo más amplios, que incluyen el subempleo involuntario y otras categorías, exhiben una tendencia alcista que confirman la debilidad del mercado laboral.

Por su parte, las remuneraciones nominales han desacelerado su tasa de crecimiento, que se situó en 5,9% en los doce meses a septiembre, al tiempo que su variación real se redujo a 1,4% en el mismo período. Con esto, la masa salarial real (desestacionalizada) cayó por segunda vez en septiembre en los últimos tres meses.

Alejandro Fernández Beroš
@Alfb40261031

3.4 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: ¿LLEGANDO A LA META?

Todo indica que luego de un largo epílogo, la inflación volverá en forma más permanente a situarse en su rango meta como tendencia. La sorpresiva variación nula en el IPC de octubre llevó a la inflación total a situarse dentro del rango meta, lo mismo que para sus indicadores subyacentes. Más importante aún, la tendencia inflacionaria "en la punta", a saber, el promedio de los últimos tres meses, anualizado, también revirtió claramente su tendencia, toda vez que el índice subyacente del INE y el sin volátiles del Banco Central se sitúan en tasas de 0,3 y 1,3 %, respectivamente.

GRÁFICO N°3.4
TENDENCIA INFLACIONARIA, INDICADORES SUBYACENTES
(Promedio Móvil 3 Meses, Anualizado, %)

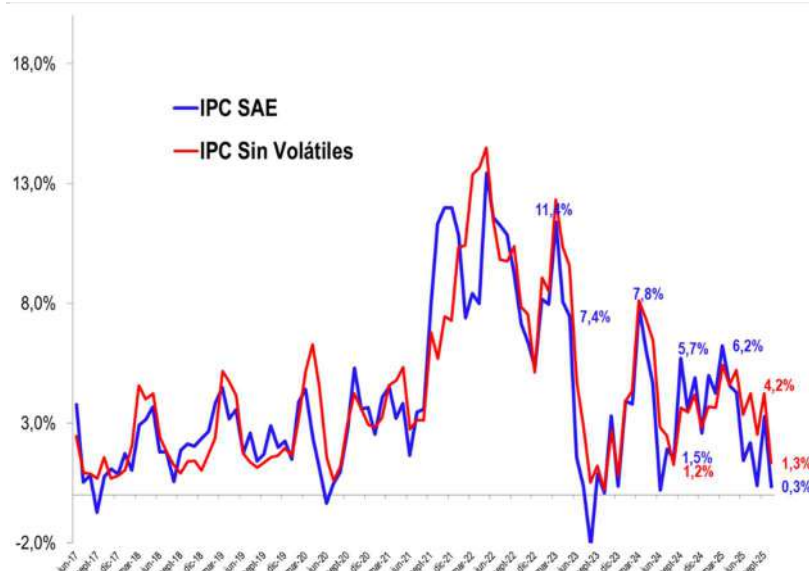
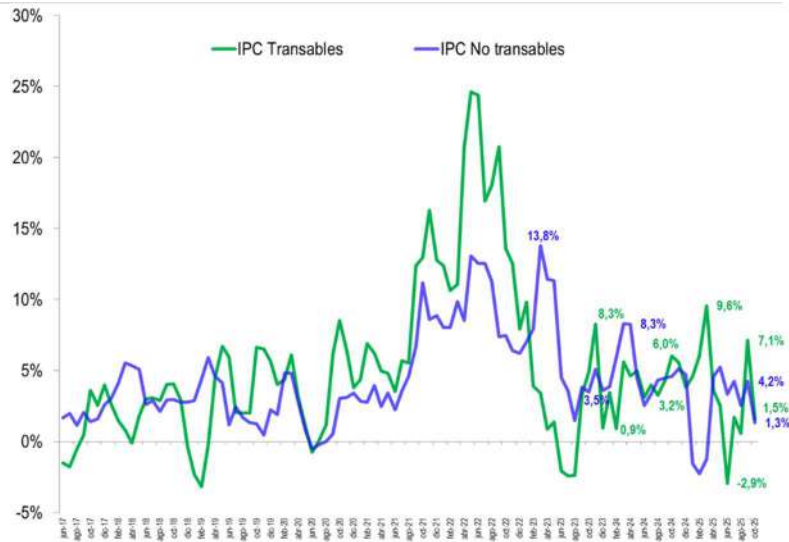


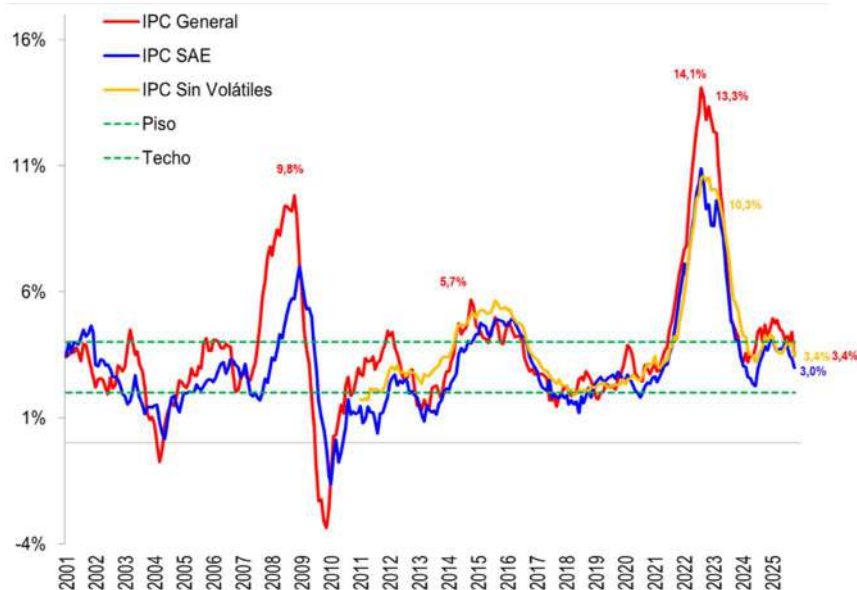
GRAFICO N°3.5
TENDENCIA INFLACIONARIA, TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(Promedio Móvil 3 Meses, Anualizado, %)



Fuente: Elaborado por Gemines, con datos del INE y BCCH.

Con todo, como se observa en el gráfico siguiente, luego de un largo período, desde julio de 2024, la inflación total vuelve a ubicarse por debajo del techo del rango meta (4,0%), lo mismo que los indicadores subyacentes.

GRÁFICO N°3.6
INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE
(Var % 12 Meses)



Fuente: INE

En nuestro escenario base la inflación total no debería subir sobre el techo del rango meta en los próximos 24 meses, con una convergencia de la tendencia inflacionaria hacia la meta de 3,0 % a lo largo del primer semestre del próximo año. Con ello, es probable que, si como se espera, la FED recorta sus tipos el 10 de diciembre; el tipo de cambio se mantiene o baja respecto de los niveles actuales, y no tenemos sorpresas negativas con la inflación de noviembre, el 16 de diciembre el Banco Central decida un nuevo recorte en su tasa de política monetaria.

Tomás Izquierdo Silva
tizquierdo@gemines.cl