# RESUMEN EJECUTIVO

## TEMA DE LA SEMANA

- La inflación de abril en EE.UU. sorprendió al alza y reforzó la preocupación de que el aumento en energía y costos logísticos comience a transmitirse hacia otros precios y costos productivos. Esto impulsó una nueva escalada de las tasas largas, aunque estimamos que parte importante del ajuste responde a una sobre reacción frente a la incertidumbre geopolítica y energética. No vemos razonable que la FED responda con nuevas alzas ante un shock predominantemente de oferta, por lo que una moderación de las tensiones en Medio Oriente debería aliviar la presión sobre las tasas.
- A pesar de este entorno más exigente, los principales índices accionarios en EE.UU. han mantenido una tendencia positiva, apoyados en la resiliencia de la economía, revisiones alcistas de utilidades y mejores fundamentos corporativos. En este contexto, revisamos al alza nuestro nivel objetivo para el S&P 500 a 8.170 pts hacia fines de 2026.

## ESTADOS UNIDOS

- La actividad sigue mostrando una gran capacidad de resistencia, apoyada por un consumo privado que volvió a sorprender al alza y por un mayor dinamismo industrial. Las ventas minoristas crecieron por tercer mes consecutivo, mientras que la producción industrial registró su mayor avance en más de un año, reforzando la señal de que la economía mantiene buen impulso pese al aumento de costos.
- En esta misma línea, la última estimación del GDPNow de la FED de Atlanta apunta a un crecimiento de 4,0% anualizado para el trimestre en curso, consistente con una expansión todavía sólida de la demanda interna.

## ZONA EURO

- La región muestra señales crecientes de fragilidad, especialmente en Alemania y Francia, con debilidad industrial, menor dinamismo en servicios y deterioro en algunos indicadores laborales y de confianza. Este escenario se combina con mayores presiones de costos asociadas a energía, acentuando el riesgo de una inflación más persistente.
- En política monetaria, la retórica reciente de distintos gobernadores del BCE se ha vuelto más restrictiva, con un mayor énfasis en los riesgos de persistencia inflacionaria. Esto ha incrementado la probabilidad de una nueva alza de tasas, especialmente si el shock energético comienza a trasladarse con más fuerza hacia la inflación subyacente y las expectativas.

## CHINA

- El sector externo sorprendió positivamente, con un fuerte crecimiento de exportaciones e importaciones, apoyado por la demanda asociada a tecnología, inteligencia artificial y equipamiento eléctrico. Sin embargo, la demanda interna sigue débil, reflejada en una desaceleración mayor a la esperada del crédito, contracción de nuevos préstamos y amortizaciones netas récord de los hogares. A ello se suma la fragilidad latente del sistema bancario que limita la efectividad de la política monetaria y confirma que la recuperación sigue incompleta y vulnerable.

## CHILE

- La Ley de Reconstrucción tuvo un avance relevante al ser despachada por la Comisión de Hacienda, aunque aún debe continuar su tramitación en Medio Ambiente, Trabajo, la Sala de la Cámara y el Senado. Nuestra evaluación es positiva, porque el proyecto combina financiamiento para reconstrucción, rebajas tributarias y medidas de simplificación regulatoria con potencial impacto positivo sobre inversión y crecimiento.
- Con todo, el efecto final dependerá de la versión que sea aprobada, especialmente en materia tributaria y permisos sectoriales. Por ello, debe seguir siendo monitoreada como uno de los principales hitos legislativos del año.
- El tipo de cambio cerró la semana algo por sobre los $907 por dólar, con un alza cercana a $17 respecto del cierre de la semana anterior. El movimiento respondió principalmente a factores externos: mayor volatilidad global, fortalecimiento generalizado del dólar y aumento de las tasas internacionales, que redujo la brecha de tasas. Aun así, mantenemos una visión bajista de mediano plazo, apoyada en altos términos de intercambio, contención gradual del riesgo geopolítico y eventual recomposición de flujos hacia mercados emergentes.

# Proyecciones de Corto y Mediano Plazo

| | | Cambio respecto al informe anterior | Sesgo de Proyección |
|---|---|---|---|
| ***CHILE*** | | | |
| ○ PIB 2024 (var % anual) | 2,8% | --- | Dato |
| ○ PIB 2025 (var % anual) | 2,5% | --- | Dato |
| ○ PIB 2026 (var % anual) | 2,0% - 2,5% | --- | Neutro |
| ○ Inflación mayo 2026 | 0,35% | --- | Neutro |
| ○ Inflación junio 2026 | -0,23% | --- | Neutro |
| ○ Inflación (fin de 2025) | 3,5% | --- | Dato |
| ○ Inflación (fin de 2026) | 3,9% | --- | Neutro |
| ○ TPM (junio 2026) | 4,50% | --- | Neutro |
| ○ TPM (julio 2026) | 4,50% | --- | Neutro |
| ○ TPM (septiembre 2026) | 4,50% | +0,25% | Neutro |
| ○ TPM (fin de 2025) | 4,50% | --- | Dato |
| ○ TPM (fin de 2026) | 4,25% | --- | Neutro |
| ○ Tipo de Cambio (próx. 4 semanas) | 870 – 910 | +10 | Bajista |
| ○ Tipo de Cambio (promedio 2025) | 952 | --- | Dato |
| ○ Tipo de Cambio (promedio 2026) | 880 | --- | Neutro |
| ***EE.UU.*** | | | |
| ○ PIB 2024 (var % anual) | 2,8% | --- | Dato |
| ○ PIB 2025 (var % anual) | 2,1% | --- | Dato |
| ○ PIB 2026 (var % anual) | 2,3% | --- | Bajista |
| ○ TPM (junio 2026) | 3,50% - 3,75% | --- | Dato |
| ○ TPM (Julio 2026) | 3,50% - 3,75% | --- | Neutro |
| ○ TPM (diciembre 2026) | 3,25% - 3,50% | --- | Neutro |
| ○ TPM (fin de 2026) | 3,25% - 3,50% | --- | Neutro |
| ○ TB10 (próximas 4 semanas) | 4,30% - 4,50% | +0,15% | Neutro |
| ○ TB10 (diciembre 2026) | 3,90%-4,10% | +0,10% | Neutro |
| ***ZONA EURO*** | | | |
| ○ PIB 2024 (var % anual) | 0,8% | --- | Dato |
| ○ PIB 2025 (var % anual) | 1,4% | --- | Dato |
| ○ PIB 2026 (var % anual) | 0,7% | --- | **Bajista** |
| ○ TPM (mayo 2026) | 2,00% | --- | Neutro |
| ○ TPM (junio 2026) | 2,00% | --- | **Alcista** |
| ○ TPM (fin de 2026) | 2,00% | --- | **Alcista** |
| ○ Bund 10 (próximas 4 semanas) | 3,00%-3,20% | +0,10% | **Bajista** |
| ○ Tipo de Cambio US$/€ (prox. 4 sem.) | 1,15 – 1,18 | --- | Neutro |
| ○ Próximos 12 meses | 1,15 – 1,19 | --- | **Neutro** |
| ***JAPÓN*** | | | |
| ○ PIB 2024 (var % anual) | -0,2% | --- | Dato |
| ○ PIB 2025 (var % anual) | 1,1% | --- | Neutro |
| ○ PIB 2026 (var % anual) | 0,4% | --- | **Bajista** |
| ○ TPM (mayo 2026) | 0,75% | --- | Neutro |
| ○ TPM (junio 2026) | 1,00% | --- | **Bajista** |
| ○ TPM (fin de 2026) | 1,25% | --- | **Bajista** |
| ○ JGB10 (próximas 4 semanas) | 2,50% - 2,70% | +0,15% | Neutro |
| ○ Tipo de Cambio ¥/US$ (prox. 4 sem.) | 156 – 160 | +1 | Neutro |
| ○ Próximos 12 meses | 151 – 156 | --- | Neutro |

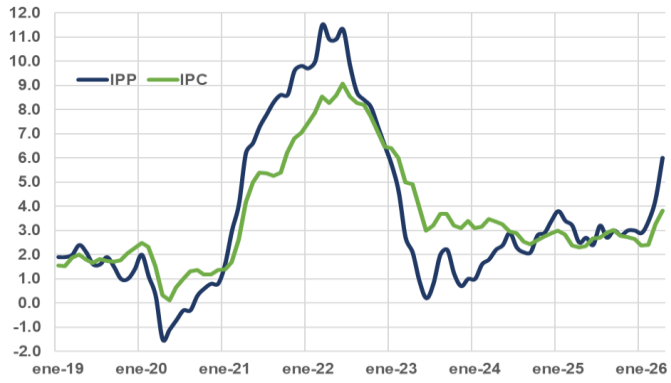
## TEMA DE LA SEMANA

**Inflación al alza, tasas bajo presión y un mercado accionario que sigue apoyado en fundamentos**

- **La inflación se aceleró en EE.UU.**

Los datos de inflación de abril en EE.UU. marcaron el principal foco macro de la semana. Tanto el IPC como el PPI sorprendieron al alza, intensificando la inquietud de que el shock energético asociado al conflicto en Medio Oriente pueda transmitirse hacia otros componentes de precios y costos productivos. El IPC total aumentó 0,6% mensual y 3,8% anual, mientras que el IPC subyacente avanzó 0,4% mensual y 2,8% anual. La señal fue incluso más intensa en los precios al productor, con un PPI de 1,4% mensual y 6,0% anual, impulsado por energía, bienes, servicios, transporte y almacenamiento. Este cuadro elevó la preocupación ante una posible inflación más persistente y motivó una nueva escalada en las tasas de interés, con el TB10 superando el 4,5% y presiones similares en otras economías desarrolladas.

**Gráfico N° 1: Inflación Anual**

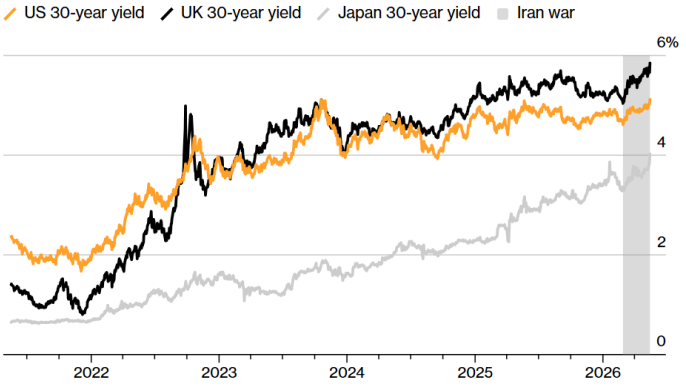



- **El ajuste en tasas parece excesivo frente a la naturaleza del shock**

A nuestro juicio, parte relevante del ajuste reciente en tasas responde a una sobrerreacción frente a la prolongación de la incertidumbre geopolítica y energética. Si bien los datos de inflación reducen el espacio para recortes de tasas en el corto plazo, no creemos razonable que la FED responda con nuevas alzas de la TPM ante un shock predominantemente de oferta. Una reacción monetaria más restrictiva podría profundizar el daño sobre los sectores más sensibles a tasas, como el inmobiliario, sin resolver el origen del shock, que proviene principalmente de energía, transporte y disrupciones logísticas.

En este contexto, seguimos pensando que, si las tensiones en Medio Oriente comienzan a moderarse y se normalizan gradualmente los flujos energéticos, la presión sobre la FED debería disminuir y las tasas largas podrían revertir, al menos parcialmente, el ajuste reciente. Este escenario sigue siendo consistente con una visión en que el actual nivel de tasas incorpora una prima relevante por incertidumbre, más que un cambio permanente en las perspectivas de inflación o política monetaria.

**Gráfico N° 2: Tasas de Interés Bonos Soberanos**




- **El mercado accionario resiste la presión de tasas gracias a mejores fundamentos**

A pesar de la escalada de las tasas de interés, los principales índices accionarios de EE.UU. han mantenido una tendencia positiva. Esta resiliencia responde a una mejora en sus fundamentos. La economía continúa mostrando una gran capacidad de resistencia, con señales positivas en consumo, producción industrial, actividad manufacturera e inversión corporativa, mientras que las utilidades han seguido sorprendiendo al alza. En este contexto, el aumento de las tasas ha generado episodios de volatilidad y toma de utilidades, pero no ha sido suficiente para revertir la tendencia positiva de fondo.

- **Tecnología, inteligencia artificial y utilidades refuerzan el sesgo positivo**

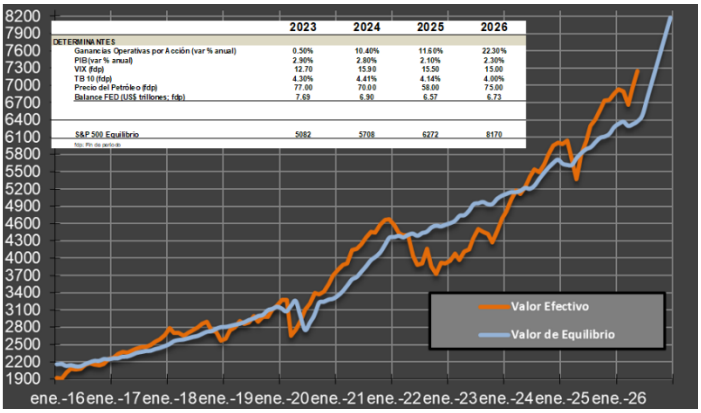
A este cuadro se suma el renovado optimismo en torno al sector tecnológico, especialmente por el ciclo de inversión asociado a inteligencia artificial, data centers y semiconductores. La fortaleza de los resultados corporativos, junto con mayores expectativas de crecimiento de utilidades en las megacaps, ha reforzado la percepción de que el liderazgo tecnológico aún cuenta con soporte fundamental. En ese sentido, el avance reciente del mercado no descansa exclusivamente en una expansión de múltiplos, sino también en una trayectoria más favorable de ganancias esperadas, lo que permite sostener una visión positiva incluso en un entorno de tasas más exigente.

- **Revisamos al alza nuestra estimación para el S&P 500**

Si bien reconocemos que el escenario de corto plazo sigue expuesto a episodios de volatilidad —particularmente si las tasas largas se aproximan a niveles cercanos a 5% o si el shock energético se prolonga—, mantenemos una visión positiva para la renta variable. La combinación de crecimiento resiliente, utilidades al alza, revisiones alcistas en las expectativas de utilidades, balances corporativos sólidos y liderazgo tecnológico sigue siendo

consistente con una tendencia alcista. En línea con esta mejora de fundamentos y con la dinámica reciente del mercado, revisamos al alza nuestra estimación para el S&P 500 a 8.170 puntos hacia fines de 2026.

**Gráfico N° 3: S&P 500**

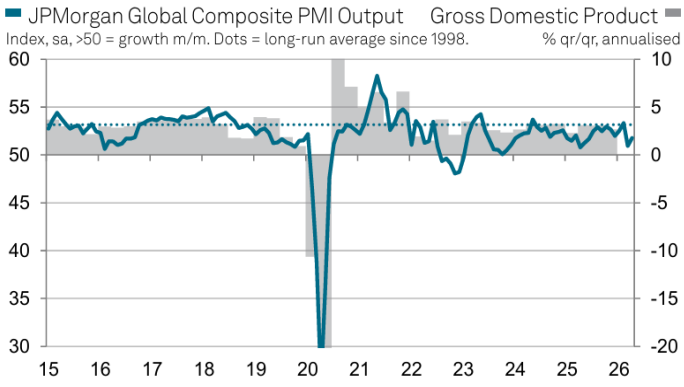



# GLOBAL

**Actividad global mejora, pero aumentan las presiones inflacionarias**

El PMI Compuesto a nivel global mostró una recuperación moderada de la actividad en su registro de abril, con el índice subiendo a 51,8 puntos, impulsado principalmente por la manufactura, que alcanzó su mayor nivel de producción en casi cinco años. Sin embargo, la mejora debe leerse con cautela, ya que parte del dinamismo podría responder al adelantamiento de pedidos y producción ante riesgos de disrupción en las cadenas de suministro. En paralelo, las presiones inflacionarias aumentaron con fuerza. De esta forma, los costos de insumos alcanzaron su mayor nivel en 41 meses y los precios de venta subieron al ritmo más alto desde octubre de 2022.

**Gráfico N° 4: PMI Compuesto Global**




**Crisis en Medio Oriente: señales parciales de apertura, pero riesgos energéticos al alza**

La tregua entre EE.UU. e Irán sigue siendo frágil, aunque surgieron señales parciales de normalización en el Estrecho de Ormuz. De esta forma, reportes desde Irán indican que cerca de 30 embarcaciones habrían cruzado el estrecho en las últimas horas, mientras Teherán habría comenzado a permitir el tránsito de algunos buques chinos. Esto refuerza el rol de China como actor clave en la negociación, en momentos en que Marco Rubio pidió a Beijing usar su influencia sobre Irán para facilitar la reapertura del paso marítimo.

Pese a estas señales, el mercado energético sigue tensionado. El WTI se mantiene en torno a US$100 por barril, mientras la IEA advirtió que los flujos de crudo y combustibles por Ormuz cayeron en casi 6 millones de barriles diarios durante el primer trimestre y que el mercado global seguiría significativamente deficitario hasta octubre, incluso si el conflicto termina el próximo mes. A ello se suma que Arabia Saudita informó a la OPEP que su producción cayó a su menor nivel desde 1990. Con todo, las presiones se han prolongado más de lo previsto en nuestro escenario base. Aunque esto no implica aún un cambio definitivo hacia un escenario más adverso, sí aumenta la probabilidad de un shock energético más relevante, con riesgos de presiones inflacionarias persistentes y efectos negativos sobre la actividad global.

**Gráfico N° 5: Precio del Petróleo - WTI**




# PRINCIPALES ECONOMÍAS

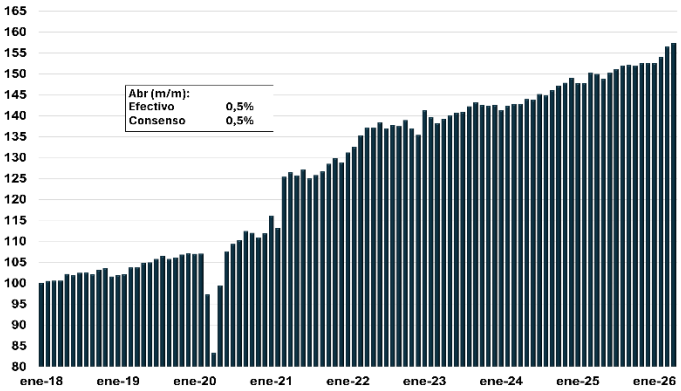
## ESTADOS UNIDOS

**Consumo resiliente sostiene el dinamismo de la economía**

Las ventas del comercio minorista volvieron a sorprender positivamente en abril, con un avance de 0,5% mensual, acumulando tres meses consecutivos de expansión. Más relevante aún, la medida de control —que excluye automóviles, gasolina, materiales de construcción y servicios de alimentación, y que se utiliza como insumo para la estimación del PIB— también aumentó 0,5%, por sobre lo esperado y por cuarto mes consecutivo. Esta señal confirma que, pese al alza de la gasolina

y alimentos, el consumo privado mantiene una fortaleza mayor a la anticipada.

**Gráfico N° 6: Ventas del Comercio Minorista**
(base 100 enero 2018)



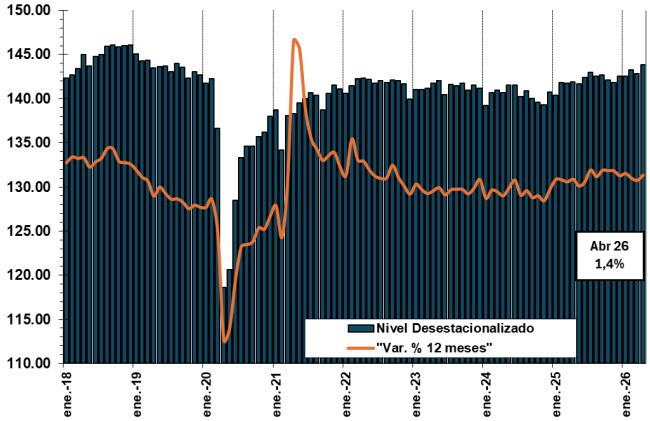

Esta resiliencia también se refleja en los modelos de actividad de alta frecuencia. El GDPNow de la FED de Atlanta estima, a partir de la información reciente, un crecimiento de la economía de 4,0% en el trimestre en curso, apoyado por el dinamismo del consumo privado y la inversión no residencial. Esta última ha recibido soporte del gasto en equipamiento, productos de propiedad intelectual y el ciclo de inversión asociado a tecnología, centros de datos e inteligencia artificial.

Con todo, la lectura no está exenta de matices. Las cifras de ventas minoristas son nominales, por lo que parte del avance refleja mayores precios, especialmente en gasolina y alimentos. Además, los salarios reales vuelven a mostrar presión, la tasa de ahorro es más baja y los hogares de menores ingresos comienzan a moderar su gasto. Por ahora, el consumo sigue siendo un apoyo relevante para la actividad, pero su sostenibilidad dependerá de la persistencia de las presiones inflacionarias y del impacto del shock energético sobre el ingreso disponible.

**A ello se suma el mayor dinamismo de la industria**

La producción industrial aumentó 0,7% en abril, su mayor avance en más de un año y por encima de las expectativas, recuperándose de la caída observada en marzo. El repunte estuvo liderado por la manufactura, lo que refuerza la señal de que el sector industrial mantiene cierto dinamismo pese al aumento de costos asociado a la guerra en Irán, las disrupciones logísticas y los aranceles. Si bien parte de la fortaleza podría reflejar una acumulación preventiva de inventarios ante eventuales alzas adicionales de precios, el dato sigue siendo consistente con una economía con una gran capacidad de resistencia. Hacia delante, las perspectivas de corto plazo se siguen viendo favorables, considerando el fuerte repunte de las primeras encuestas regionales de actividad manufacturera correspondientes a mayo.

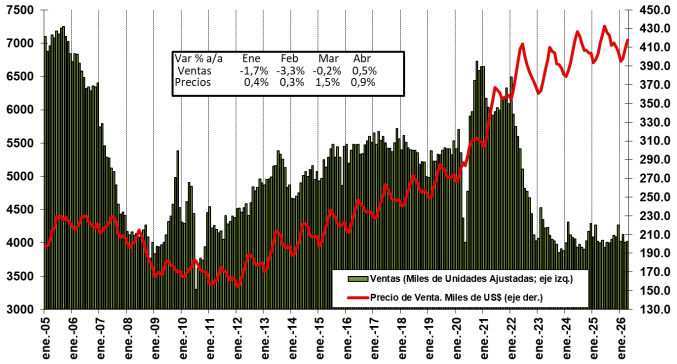
**Gráfico N° 7: Producción Industrial**




**En contraste, el mercado inmobiliario sigue débil**

Las ventas de viviendas usadas apenas aumentaron en abril (0,2% m/m) hasta una tasa anualizada de 4,02 millones, recuperándose solo marginalmente desde mínimos de nueve meses y confirmando que el mercado inmobiliario sigue débil. La demanda continúa limitada por tasas hipotecarias elevadas, precios aún récord y una menor accesibilidad, a lo que se suma la presión sobre los presupuestos de los hogares por el aumento de los costos de energía asociado al conflicto con Irán.

**Gráfico N° 8: Mercado de Viviendas Usadas**




**Warsh asume la FED en medio de presiones inflacionarias y políticas**

El Senado confirmó estrechamente a Kevin Warsh como nuevo presidente de la FED, con una votación de 54-45. Su llegada ocurre en un contexto especialmente complejo, marcado por una nueva aceleración de la inflación y por crecientes dudas sobre la independencia del organismo frente a las presiones del presidente Trump para recortar tasas rápidamente. Aunque Warsh aseguró que mantendrá una política monetaria "estrictamente independiente", enfrentará un escenario de alta incertidumbre, inflación persistente y una posible resistencia interna si intenta acelerar recortes que el resto de la FED no considere justificados.

## MERCADOS FINANCIEROS DE EE.UU.

Durante la semana, los mercados estuvieron dominados por una tensión clara entre tasas al alza y fundamentos accionarios todavía favorables. La aceleración de la inflación en EE.UU., junto con la persistencia del conflicto en Medio Oriente y el cierre efectivo del Estrecho de Ormuz, impulsó una fuerte venta de bonos soberanos. El TB10 superó el 4,5%, mientras que las tasas largas también subieron con fuerza en Japón, Reino Unido y otras economías desarrolladas.

**Gráfico N° 9: Tasa de Interés TB10**



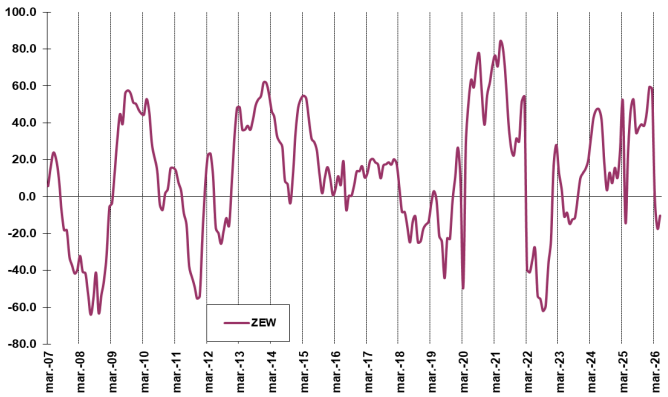

En renta variable, el mercado mostró una alta volatilidad, pero mantuvo una tendencia aún positiva. Las acciones corrigieron en algunos momentos ante la presión de las tasas y la toma de utilidades en tecnología, especialmente en semiconductores, pero los retrocesos fueron acotados frente a la magnitud del rally previo. El apoyo principal del mercado siguió viniendo de fundamentos: resiliencia del consumo, señales favorables en producción industrial y manufactura, sólidos resultados corporativos y nuevas revisiones alcistas en las expectativas de utilidades.

## ZONA EURO

**Alemania y Francia confirman un escenario europeo más frágil**

La evidencia reciente apunta a un debilitamiento de la Zona Euro y de sus perspectivas, especialmente en sus principales economías. En Alemania, si bien la confianza de inversionistas mejoró en mayo, el indicador ZEW continúa en terreno negativo y la evaluación de las condiciones actuales volvió a deteriorarse. A ello se suma que la producción industrial cayó inesperadamente 0,7% mensual en marzo, acumulando dos meses consecutivos de retrocesos, con bajas en energía y maquinaria/equipos. Esto confirma que la industria alemana sigue en niveles bajos, incluso antes de que se materialice plenamente el impacto del conflicto en Medio Oriente. Frente a ello, el gobierno alemán redujo su proyección de crecimiento para 2026 a apenas 0,5%, pese al mayor gasto previsto en defensa e infraestructura.

**Gráfico N° 10: Confianza Empresarial Alemania - ZEW**




En Francia, la señal también se ha tornado más adversa. La encuesta mensual del Banco de Francia mostró una desaceleración de la industria y la construcción en abril, con riesgo de caída en mayo, mientras que los servicios se estancaron y las empresas anticipan contracción. Además, aumentó la proporción de compañías que suben precios, las expectativas de alzas se ubicaron en su mayor nivel desde junio de 2022 y el desempleo subió inesperadamente a 8,1%, su nivel más alto en cinco años.

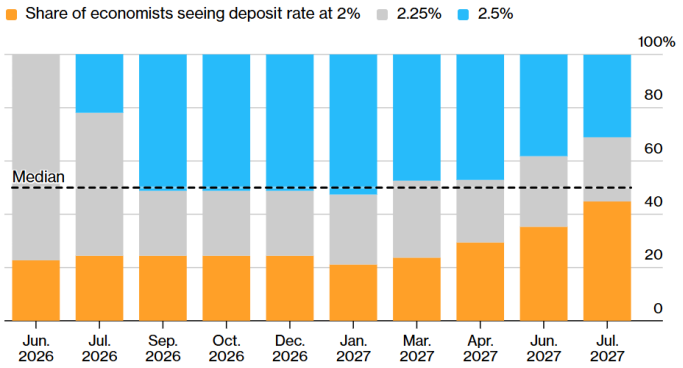
En conjunto, la región enfrenta una combinación más compleja de menor crecimiento, inflación más persistente e incertidumbre elevada, lo que refuerza la cautela del BCE ante el riesgo de que el shock energético termine afectando simultáneamente la actividad y las expectativas de precios.

**Aumenta la probabilidad de alza de tasas pese a la debilidad de la actividad**

La retórica reciente de distintos miembros del BCE sugiere que la probabilidad de una nueva alza de la TPM se ha incrementado significativamente. Aunque Philip Lane mantuvo un tono prudente y dependiente de los datos, Joachim Nagel y Christodoulos Patsalides fueron más explícitos al señalar que, si los riesgos inflacionarios no ceden, una subida de tasas en junio aparece cada vez más probable. El mercado ya incorpora dos alzas en lo que resta del año, reflejando el temor a que el shock energético se propague hacia la inflación subyacente y las expectativas.

La conclusión más relevante es que el BCE enfrenta un dilema crecientemente complejo: la región muestra señales de debilitamiento en actividad, pero el aumento de los precios de energía y transporte eleva el riesgo de una inflación más persistente. En ese contexto, la autoridad monetaria podría verse obligada a endurecer la política incluso con bajo crecimiento, priorizando la credibilidad del objetivo de inflación.

**Gráfico N° 11: Expectativas de TPM**




## JAPÓN

**Inflación global y diferencial de tasas vuelven a presionar al yen**

El yen se debilitó durante la semana, superando los ¥158 por dólar, presionado por la fortaleza del dólar tras la aceleración de la inflación en EE.UU. y la expectativa de que la FED mantenga las tasas altas por más tiempo. La ausencia de una intervención decisiva por parte de las autoridades japonesas también impactó a la paridad, aunque el mercado sigue atento a posibles acciones, especialmente después de que el secretario del Tesoro de EE.UU., Scott Bessent, respaldara los esfuerzos recientes de Tokio para estabilizar el tipo de cambio. En paralelo, el sesgo monetario del Banco de Japón parece volverse más restrictivo. De hecho, la minuta de la reunión de abril muestra que se discutieron nuevas alzas de tasas, que podrían materializarse incluso en la próxima reunión, en un contexto en que los mayores precios del petróleo complican el panorama inflacionario.

**Gráfico N° 12: Tipo de Cambio ¥/US$**



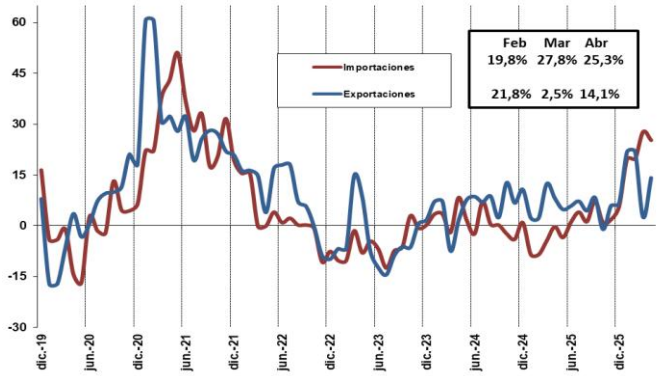

Con todo, el yen continúa condicionado por un entorno externo adverso, marcado por tasas en EE.UU. elevadas y un dólar más fuerte, mientras que la respuesta de política en Japón combina dos dimensiones: la posibilidad de intervención cambiaria para limitar movimientos desordenados de la paridad y una mayor probabilidad de normalización monetaria por parte del Banco de Japón.

## CHINA

**Señales mixtas entre sector externo resiliente y demanda interna débil**

La economía entregó en la semana señales mixtas. Por un lado, el sector externo sorprendió positivamente en abril, con exportaciones creciendo 14,1% anual, muy por sobre lo esperado, apoyadas por la demanda global asociada al ciclo de inversión en inteligencia artificial, centros de datos, chips y equipamiento eléctrico. En tanto, las importaciones también repuntaron con fuerza, aumentando 25,3%, en parte por mayores compras de productos tecnológicos, lo que confirma que el comercio exterior sigue mostrando resiliencia pese a las disrupciones logísticas derivadas del conflicto en Medio Oriente.

**Gráfico N° 13: Comercio Exterior**
(Variación anual)




Sin embargo, las condiciones internas son bastante más débiles. En este sentido, la expansión del crédito se desaceleró mucho más de lo previsto, con el financiamiento agregado situándose cerca de la mitad de lo esperado, mientras los nuevos préstamos bancarios registraron una contracción inusual. Más preocupante aún, los hogares realizaron amortizaciones netas récord, reflejando una demanda por crédito muy debilitada y una confianza todavía frágil. En conjunto, China mantiene un fuerte soporte externo, pero la debilidad del crédito, del consumo interno y de la inversión sugiere que la recuperación sigue incompleta y vulnerable a un conflicto más prolongado, mayores costos energéticos y presiones de inflación importada.

Adicionalmente, a esta fragilidad se suma el riesgo latente en el sistema bancario. En relación con ello, aunque la tasa oficial de préstamos morosos se mantiene cerca de 1,5%, distintas estimaciones sugieren que el deterioro real podría ser significativamente mayor: algunos analistas la ubican en torno a 10%, equivalente a unos US$3 trillones en créditos que deberían clasificarse como problemáticos, mientras otras estimaciones la sitúan incluso entre 15% y 20%. El problema no apunta

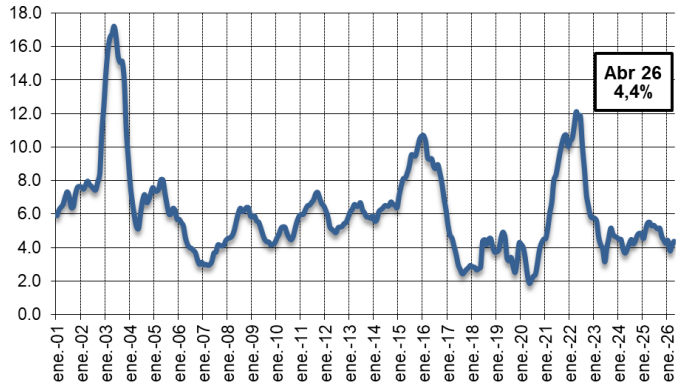
necesariamente a una crisis financiera inmediata, dado el respaldo estatal y las políticas de refinanciamiento y tolerancia regulatoria, pero sí representa una debilidad estructural: los bancos terminan refinanciando empresas poco productivas, limitando el crédito hacia compañías más eficientes y restringiendo la capacidad de la política monetaria para estimular la economía sin dañar aún más la rentabilidad de los bancos.

## BRASIL

**Inflación se acelera y acentúa la presión sobre el escenario monetario**

La inflación volvió a acelerarse en abril, con un avance mensual de 0,67% y una variación anual de 4,4%, acercándose al límite superior del rango de tolerancia del Banco Central. La presión estuvo liderada por alimentos y bebidas y por el impacto del shock energético asociado al conflicto en Irán, que también elevó costos de transporte y combustibles. Si bien el dato estuvo en línea con lo esperado, la señal es preocupante porque, además, la inflación subyacente y de servicios sigue por sobre el 5,0%. En este contexto, las tasas swap mostraron alzas generalizadas, reflejando las crecientes dudas del mercado sobre el espacio para recortes de tasas, especialmente considerando expectativas inflacionarias que se encuentran aún sobre la meta, cuentas fiscales debilitadas y medidas de subsidios que podrían sostener la demanda y complicar la convergencia inflacionaria.

**Gráfico N° 14: Inflación Anual**




**Ruido político golpeó a los activos locales**

Los activos locales experimentaron fuertes correcciones durante la semana, luego de que un medio vinculara al candidato presidencial Flavio Bolsonaro con Daniel Vorcaro, ex CEO de Banco Master y figura central de una investigación por fraude. El real cayó un 2,4% frente al dólar, el Bovespa retrocedió casi un 2,0%, mientras que las tasas swap subieron a lo largo de la curva, con alzas de cerca de 30 pb en los tramos largos. Dicha reacción reflejó el temor de que el caso debilite las opciones electorales de Bolsonaro frente a Lula, en un contexto en que las encuestas muestran un resultado muy estrecho. Aunque Bolsonaro negó irregularidades y señaló que se trató de financiamiento privado para una película sobre su padre, el mercado interpretó la noticia como un nuevo foco de incertidumbre política e institucional.

## MÉXICO

**Perspectiva negativa de S&P refleja menor margen fiscal**

La agencia S&P revisó la perspectiva crediticia para la deuda soberana desde estable a negativa, aunque mantuvo la clasificación en “BBB”, dos escalones sobre grado especulativo. La decisión refleja preocupaciones por resultados fiscales persistentemente débiles, aumento de la deuda, mayor carga de intereses y bajo crecimiento económico, factores que podrían dificultar la consolidación fiscal. A esto se suma el apoyo recurrente del gobierno a Pemex, que según S&P seguiría agravando las rigideces fiscales, junto con la incertidumbre por la revisión del tratado USMCA. Si bien México aún mantiene grado de inversión, el margen fiscal se ha reducido y el país queda más expuesto a eventuales recortes si no logra fortalecer el crecimiento, contener la deuda y mejorar la situación operativa de Pemex.

## ECONOMÍA CHILENA

**Seguimiento Ley de Reconstrucción: avance relevante, pero aún con tramitación pendiente**

El proyecto de Ley de Reconstrucción Nacional tuvo un avance importante durante la semana, luego de que la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados despachara la iniciativa tras una extensa votación de indicaciones. Si bien esto representa una señal política favorable para el Ejecutivo, el texto aún no está cerrado y deberá continuar su tramitación en las comisiones de Medio Ambiente y Trabajo, antes de pasar a la Sala de la Cámara y luego al Senado.

- **Principales medidas aprobadas**

Entre los puntos más relevantes, se aprobó el aumento del fondo de reconstrucción desde $800.000 millones a $1.200.000 millones, ampliando su cobertura a las zonas afectadas por incendios en Valparaíso, Ñuble y Biobío.

También avanzó una parte importante del paquete tributario, incluyendo la rebaja del impuesto corporativo desde 27% a 23% para grandes empresas, la reducción permanente de la tasa Pro Pyme a 23% una vez terminados los beneficios transitorios vigentes, y la eliminación de la restitución del 35% de los créditos del impuesto de primera categoría. En conjunto, estas medidas apuntan a reducir la carga tributaria sobre las empresas y avanzar hacia un sistema más integrado.

Otro eje relevante fue la aprobación de medidas orientadas a reducir tiempos de tramitación y elevar la certeza jurídica para proyectos de inversión. Entre ellas destacan la reducción del plazo para impugnar permisos sectoriales desde dos años a seis meses, cambios al SEIA para evitar nuevas evaluaciones en proyectos con RCA favorable cuando no existan modificaciones sustantivas,

y restricciones a medidas cautelares contra proyectos ya aprobados ambientalmente.

También se aprobó un régimen de restitución de gastos en caso de anulación judicial de una RCA y un esquema de invariabilidad tributaria por hasta 25 años para grandes inversiones. Estas disposiciones son relevantes desde una perspectiva proinversión, aunque probablemente seguirán siendo parte de la discusión más sensible en las próximas etapas legislativas.

- **Cambios incorporados durante la discusión**

Durante la tramitación también se introdujeron modificaciones relevantes. El crédito tributario para pymes que paguen remuneraciones fue rediseñado para focalizar mejor el incentivo a la contratación, con mayores beneficios para mujeres y trabajadores jóvenes.

En materia de CAE, se aprobó la posibilidad de que Tesorería ofrezca convenios de pago de hasta 48 cuotas a deudores cuya garantía estatal haya sido ejecutada, pero se rechazaron las normas que permitían condonaciones parciales o totales del saldo.

Asimismo, se ajustó el régimen tributario para arrendadores de viviendas económicas, permitiendo que personas naturales con tres o más propiedades puedan acogerse voluntariamente a un impuesto único de 5% sobre el arriendo bruto.

- **Artículos rechazados**

No todas las propuestas fueron aprobadas. La Comisión rechazó la actualización de normas de compras públicas para obras públicas, la excepción al derecho de autor para análisis masivo de datos e inteligencia artificial, y la eliminación de la franquicia tributaria de capacitación Sence.

En este último caso, el rechazo implica mantener el esquema actual, que permite a las empresas descontar del impuesto de primera categoría hasta el 1% de su planilla de remuneraciones por gastos de capacitación.

- **¿Qué viene ahora?**

El proyecto superó una primera etapa relevante, pero su contenido final sigue abierto. La discusión continuará en las comisiones de Medio Ambiente y Trabajo, donde probablemente se concentrará el debate sobre permisos, institucionalidad ambiental, empleo y eventuales ajustes al texto.

Luego deberá ser votado por la Sala de la Cámara y pasar al Senado. Hacia adelante, los principales focos estarán en la capacidad del Ejecutivo para mantener la lógica proinversión del proyecto, la evaluación fiscal de las rebajas tributarias y el debate sobre el balance entre mayor agilidad regulatoria y resguardos ambientales.

- **¿Qué pensamos?**

Desde una perspectiva económica, el avance del proyecto es relevante porque combina tres dimensiones: financiamiento para reconstrucción, rebaja de la carga tributaria y medidas de simplificación regulatoria. Si bien aún resta una tramitación compleja, la aprobación en Hacienda aumenta la probabilidad de que parte importante de la agenda proinversión llegue a la discusión final.

No obstante, el impacto efectivo dependerá de la versión que finalmente sea aprobada, especialmente en materia tributaria, permisos sectoriales e institucionalidad ambiental. Por ahora, el proyecto debe seguir siendo monitoreado como uno de los principales hitos legislativos con impacto potencial sobre inversión y crecimiento.

**Tipo de cambio sube por presión externa, pero fundamentos siguen apuntando a una baja**

Durante la semana, el tipo de cambio mostró una presión alcista relevante, cerrando algo por sobre los $907 por dólar, lo que representa un aumento cercano a $17 respecto del cierre de la semana anterior. El movimiento respondió principalmente a factores externos: mayor volatilidad en los mercados financieros globales hacia el cierre de la semana, fortalecimiento generalizado del dólar —también frente a monedas emergentes— y un fuerte aumento de las tasas de interés internacionales, que redujo el atractivo relativo de las monedas de economías emergentes y comprimió la brecha de tasas.

A pesar de esta depreciación semanal del peso, mantenemos una visión bajista para el tipo de cambio en el mediano plazo. Ello se apoya en la mejora de los términos de intercambio, especialmente por el elevado precio del cobre, un escenario base de contención gradual del riesgo geopolítico y una eventual recomposición de flujos hacia mercados emergentes. En ese contexto, estimamos que el alza reciente responde más a un episodio de aversión global al riesgo y fortaleza transitoria del dólar que a un deterioro estructural de los fundamentos del peso chileno.

**Gráfico N° 15: Tipo de Cambio $/US$**

