

RECUADRO I.2:

Riesgos inflacionarios en Estados Unidos

El escenario central de este IPoM contempla un incremento de la inflación en Estados Unidos, concentrado en 2025 y 2026, como resultado de la política arancelaria del gobierno estadounidense (ver detalles en [Recuadro II.2 del IPoM de junio 2025](#)). Cabe destacar que este aumento está en línea con las proyecciones de mercado y los *dots* de la Fed. Sin embargo, existen riesgos en torno a esta proyección que podrían llevar a que la política monetaria de esta economía siga una trayectoria menos expansiva que la prevista por el mercado y la considerada en el escenario central de este IPoM, afectando las condiciones financieras relevantes para las economías emergentes. En particular, destacan los riesgos asociados al impacto definitivo de los mayores aranceles en la dinámica inflacionaria, de la política migratoria en el mercado laboral y de perspectivas fiscales más desafiantes.

En primer lugar, si bien los efectos inflacionarios de los aranceles aún no se observan con claridad en los datos agregados, las cifras desagregadas muestran que los bienes más expuestos han presentado aumentos de precios mayores (gráfico I.26). Asimismo, usando datos de precios de venta en línea de grandes tiendas minoristas de Estados Unidos, [Cavallo et al. \(2025\)](#) encuentran que se han producido alzas mayores en los precios de bienes importados que en los de bienes producidos internamente. En la medida que la incertidumbre acerca del nivel definitivo de los aranceles y las prácticas de anticipación se disipen, puede materializarse un escenario de impactos más relevantes de los aranceles en las cifras agregadas que las consideradas en las proyecciones de mercado^{1/}. La persistencia de estos efectos dependerá, entre otras cosas, de su impacto en las expectativas de los agentes.

A lo anterior, se suma que las políticas sobre inmigración han reducido significativamente los flujos de entrada de inmigrantes (gráfico I.27), a lo que se agregan las deportaciones directas y la reducción de la participación por el temor a las detenciones en el lugar de trabajo. Sobre esto último, el [Beige Book de julio](#) destacó que las empresas percibían que el miedo a la deportación estaba siendo un factor relevante en la pérdida de trabajadores extranjeros. Coherente con eso, datos del *U.S. Bureau of Labor Statistics*, muestran que, respecto de marzo de este año, la tasa de participación laboral de extranjeros ha caído casi 1,5 puntos porcentuales (pp), mientras que la de nativos se mantuvo relativamente estable (gráfico I.28). Esto representa un shock de oferta laboral contractivo, que reduce el ritmo de creación de empleo y la actividad, y presiona los salarios al alza. [Cheyre et al. \(2025\)](#) muestran que esta situación estaría generando un aumento de los salarios reales en torno a 0,1pp por mes por sobre su promedio, que se compara con caídas bajo el promedio de la misma magnitud en el período de mayor ingreso de migrantes (gráfico I.29). De esta forma, el nivel del salario real estaría entre 0,7 y 1,0 pp. por encima de un escenario sin el cambio de política, factor que ejerce mayores presiones inflacionarias.

Por otra parte, el paquete fiscal aprobado el 4 de julio incluye recortes temporales de impuestos y más gasto en defensa y control migratorio, mientras que las reducciones de gasto previstas se implementarían gradualmente desde finales de 2026, concentrándose en los años 2029 a 2034. Se estima que el impulso fiscal resultante de estas medidas sería de entre 0,2 y 0,4pp del crecimiento del PIB en 2026^{2/}, lo que añadiría presiones de demanda sobre los precios. Hacia delante, se espera que el déficit fiscal se mantenga sobre el 6% del PIB.

^{1/} Ver detalles en [Cheyre et al. \(2025\)](#).

^{2/} Recopilación de estimaciones de bancos de inversión e instituciones económicas, como Barclays, Bank of America, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Penn Wharton y UBS.

En este contexto, se ha observado un incipiente aumento de las expectativas de inflación de mercado. Las compensaciones inflacionarias implícitas en precios de activos se pueden descomponer en un componente de expectativas puras —que reflejaría la proyección puntual promedio del mercado para la inflación—, y uno de riesgo en torno a dichas expectativas —que refleja la incertidumbre en torno a dicha proyección. Desde fines del año pasado las compensaciones a un año han aumentado en torno a 100 puntos base (pb), hasta ubicarse en 3,4%. En ello incide principalmente el aumento de las expectativas puras, aunque en los últimos meses también ha aumentado el componente de premios, contribuyendo en torno a 15pb en el alza del último mes (gráfico I.30). Esto es coherente con diversas encuestas de expectativas de consumidores y empresas. A plazos más largos, las compensaciones inflacionarias y las encuestas muestran aumentos más acotados. Destaca, no obstante, el aumento en el margen de las expectativas a dos años.

Conclusión

La economía estadounidense enfrenta un conjunto de shocks que elevan los riesgos inflacionarios a corto y mediano plazo. De materializarse, la política monetaria de la Fed podría desviarse de las expectativas actuales del mercado y de lo considerado en el escenario central de este IPoM, lo que estrecharía las condiciones financieras en todo el mundo y, especialmente, en economías emergentes.

GRÁFICO I.26

Inflación de bienes expuestos a aranceles (1)
(exceso de inflación acumulada desde ene.24, puntos porcentuales)

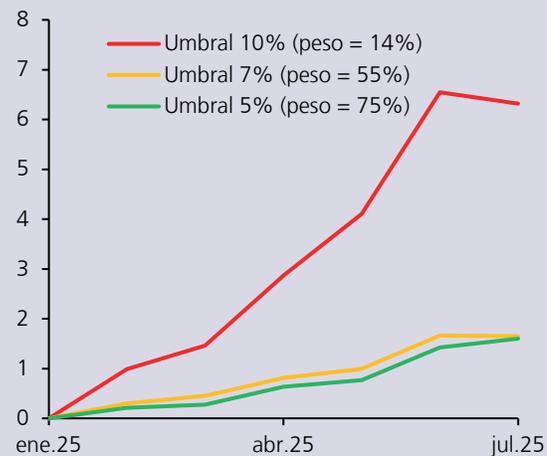
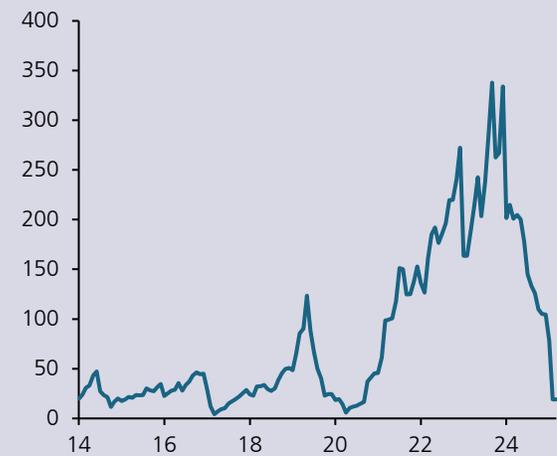


GRÁFICO I.27

Flujo neto de inmigrantes no autorizados
(miles)



(1) El umbral se define según el impacto esperado sobre cada producto (ej: ítems con alta exposición a aranceles - umbral 10% - aquellos a los cuales se estima un impacto de al menos 10%). Exceso de inflación se calcula como la inflación observada menos el promedio móvil 6 meses hasta enero de 2025.

Fuentes: [Cheyre et al. \(2025\)](#) y Fed de Dallas.

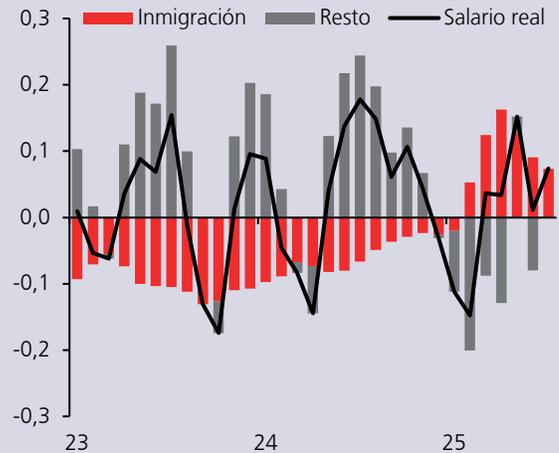
GRÁFICO I.28

Tasa de participación laboral (porcentaje)



GRÁFICO I.29

Crecimiento del salario real (1)
(variación mensual, promedio móvil tres meses, desvío del promedio, puntos porcentuales)



(1) Modelo VAR con flujos netos de inmigrantes no autorizados como variable exógena. Para la inmigración se usa la serie de la Fed de Dallas y se asume que los flujos netos se mantienen en el nivel de marzo hasta julio. El gráfico representa desvíos del promedio 2013.10 - 2025.07.

Fuentes: [Cheyre et al. \(2025\)](#) y U.S. Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO I.30

Descomposición *swap* inflación 1 año (1)
(acumulado desde diciembre 2024, puntos base)



(1) Expectativas puras se obtienen de encuestas a analistas de Bloomberg. Componente de premios es la diferencia entre *swap* y expectativas.

Fuente: [Cheyre et al. \(2025\)](#).