

CEF ANÁLISIS

INFORME
MACROFINANCIERO

N° 97



ECONOMÍA INTERNACIONAL

China y su desaceleración
estructural



ECONOMÍA NACIONAL

Señales del IPoM de diciembre



MERCADO DE CAPITALES

Bonos híbridos: Boom global e
irrupción en Chile



MERCADO LABORAL Y PENSIONES

La torta a repartir entre las AFPs
ha dejado de crecer



TEMA DE ANÁLISIS

¿Quién se beneficia con eliminar
las contribuciones?



MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES

DICIEMBRE

BOOK REVIEW

“Si Leonardo Da Vinci fuese tu
CEO. Cómo liderar con
genialidad”



ECONOMÍA INTERNACIONAL

China y su desaceleración es-
tructural



diciembre 2025

Resumen ejecutivo

Contexto. El World Economic Outlook (WEO) del FMI de diciembre de 2025 anticipa un escenario global marcado por mayor incertidumbre y un crecimiento más moderado. En este contexto, la evolución de la economía china resulta particularmente relevante. Tras décadas de expansión acelerada, China enfrenta un proceso de desaceleración persistente que responde a factores estructurales más que a shocks transitorios. Dado su rol como principal demandante global de materias primas, esta convergencia hacia menores tasas de crecimiento tiene implicancias significativas para las economías emergentes y, en particular, para países altamente expuestos como Chile.

Factores estructurales

Evidencia reciente

- Entre 1998 y 2007 China creció cerca de 10% anual; entre 2009 y 2019 el promedio cayó a 7,8%.
 - Para el período 2023–2030, el FMI proyecta un crecimiento promedio cercano a 4,3% anual.
 - El crecimiento ha sido impulsado principalmente por la acumulación de capital y la productividad total de factores (PTF).
 - Desde la crisis financiera global, el aporte del capital y, especialmente, del trabajo al crecimiento se ha reducido de forma sostenida.
 - El aporte del factor trabajo cayó desde 1,4 pp anuales (1990–2010) a sólo 0,2 pp entre 2011 y 2023.
- La población china entró en una fase de contracción, con tasas de crecimiento negativas desde 2021.
 - Las proyecciones demográficas muestran un envejecimiento acelerado y una reducción persistente del mercado laboral.
 - El debilitamiento del mercado inmobiliario ha reducido la inversión, además se ha generado exceso de capacidad instalada en varias industrias lo que ha debilitado aún más.
 - La competencia en precios en sectores estratégicos ha disminuido fuertemente márgenes de rentabilidad, lo que también ha mermado la inversión.
 - Si bien la inversión se recuperaría a partir de 2026, se mantendría por debajo de los niveles pre pandemia.
 - Las exportaciones seguirían creciendo, pero a tasas menores que las observadas en décadas previas.

Conclusión. La evidencia sugiere que China ha ingresado en una fase de desaceleración estructural, convergiendo hacia tasas de crecimiento de largo plazo inferiores al 4%. Factores demográficos, menor dinamismo del mercado laboral, debilidad del sector inmobiliario y una menor contribución de la inversión explican este proceso. Para las economías emergentes intensivas en commodities, este escenario implica un entorno externo menos favorable que en décadas previas. En el caso de Chile, la desaceleración china refuerza la necesidad de fortalecer la resiliencia macroeconómica frente a un ciclo externo más moderado y volátil.

China y su desaceleración estructural

El *World Economic Outlook* (WEO) de diciembre 2025 entrega una visión integral sobre la evolución esperada de la economía mundial en los próximos años, combinando un análisis agregado del ciclo global con evaluaciones país por país respecto de sus perspectivas de crecimiento, principales desafíos macroeconómicos y recomendaciones de política pública para enfrentar un entorno internacional marcado por alta incertidumbre y recurrentes shocks.

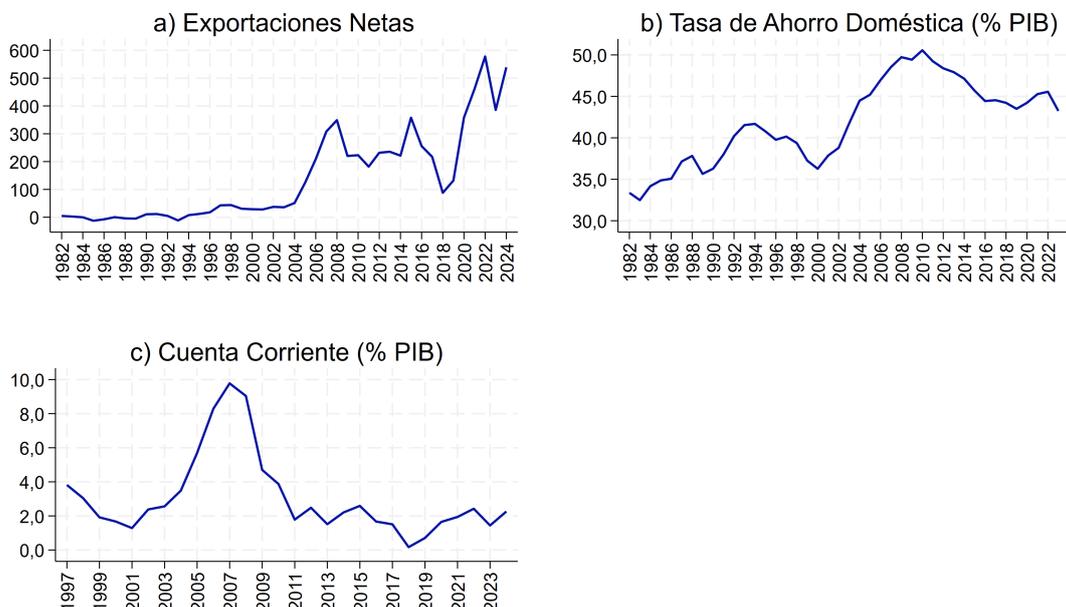
En este contexto, resulta particularmente relevante poner el foco en la economía china. Al ser la segunda economía del mundo, la trayectoria de su crecimiento y, en especial, la dinámica de su demanda por bienes del resto del mundo, tienen efectos que son relevantes más allá de sus fronteras. Estos impactos son especialmente significativos para economías emergentes y, en particular, para aquellos países intensivos en la exportación de *commodities*, como es el caso de Chile, cuya evolución macroeconómica está estrechamente ligada al desempeño de China y su demanda por cobre, otros minerales críticos y productos agrícolas.

Convergencia económica de China

Tras las reformas económicas impulsadas por Deng Xiaoping durante la década de 1980, China inició un proceso gradual de apertura al mundo. A partir de comienzos de los años 2000, la liberalización del comercio exterior —reflejada en el fuerte aumento de las exportaciones netas (panel a del Gráfico N°1)— junto con un marcado incremento de la tasa de ahorro doméstico (panel b), permitió sostener elevados niveles de inversión. Esta combinación se tradujo en importantes superávits de cuenta corriente durante la segunda mitad de la década de 2000 (panel c). Asimismo, la incorporación de una vasta masa de población al mercado laboral reforzó este proceso, posibilitando que China pasara de ser una economía de menor relevancia internacional a experimentar una profunda transformación económica y social, consolidándose como la segunda mayor economía del mundo, detrás de Estados Unidos¹.

¹Medida a PPC, China es la mayor economía del mundo.

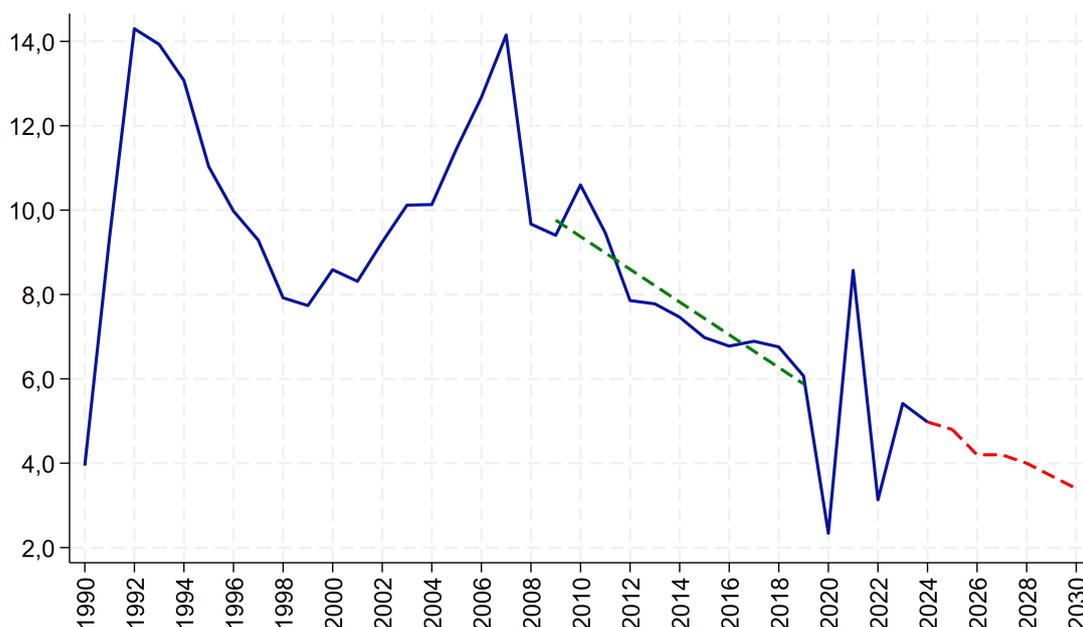
Gráfico N°1: Exportaciones netas de bienes y servicios, ahorro y cuenta corriente en China
(Bienes y servicios; miles de millones de US\$ corrientes)



Fuente: Banco Mundial y FMI

Dado lo anterior, China experimentó un marcado crecimiento económico. Entre 1998 y 2007, la economía china registró una tasa de crecimiento promedio cercana al 10 % anual. Este período coincide con un fuerte aumento de las exportaciones netas y con la persistencia de elevadas tasas de ahorro doméstico, particularmente entre 2000 y 2010, cuando el ahorro promedió un 44,5 % del PIB (o un 42,5 % si se considera únicamente hasta 2007). Si bien esta coincidencia temporal sugiere una estrecha relación entre estos fenómenos, no implica necesariamente una relación causal directa, ya que ambos pueden responder a factores estructurales comunes asociados al proceso de apertura, industrialización y transformación del mercado laboral chino.

Gráfico N°2: Evolución del crecimiento económico de China (%)



Fuente: Banco Mundial y FMI

Sin embargo, tras la Crisis Subprime, la economía china ha exhibido una desaceleración gradual de su crecimiento. El gráfico anterior ilustra este proceso mediante una tendencia lineal estimada para el período 2009–2019, previo a la pandemia, representada por la línea verde punteada. Asimismo, la línea roja punteada muestra las proyecciones del Fondo Monetario Internacional para el crecimiento anual de China entre 2025 y 2030.

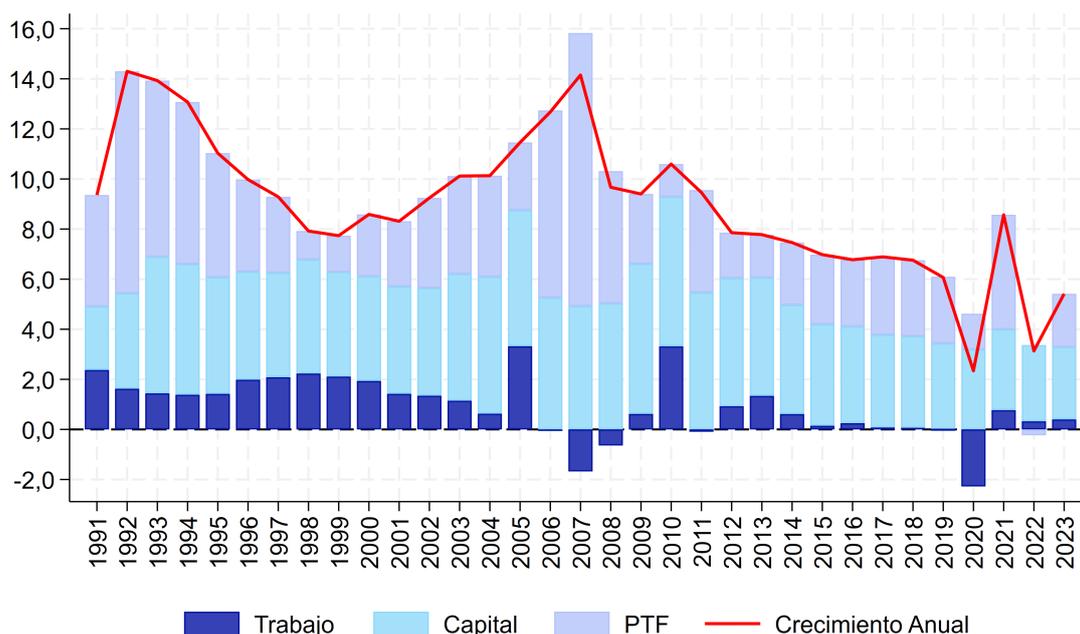
Excluyendo el período 2020–2022, marcado por la abrupta caída y posterior rebote del crecimiento producto de la pandemia, los datos observados para 2023 y 2024, junto con las proyecciones hasta 2030, indican una reducción sostenida del crecimiento anual. En particular, mientras que entre 2009 y 2019 la tasa de crecimiento promedio alcanzó un 7,8% anual, para el período 2023–2030 se proyecta un crecimiento promedio de 4,3%, de acuerdo con estimaciones del FMI.

En este sentido, la evidencia sugiere que China estaría convergiendo hacia una tasa de crecimiento de largo plazo coherente con su actual estructura productiva y nivel de desarrollo. Este patrón es consistente con la experiencia de otras economías que, tras períodos prolongados de rápido crecimiento, enfrentan una desaceleración al aproximarse a su estado estacionario. La trayectoria reciente de Chile —que exhibió altas tasas de crecimiento durante las décadas de 1990 y 2000, seguidas por un estancamiento relativo en la última década— da cuenta de un proceso comparable², aunque con dinámicas propias a Chile. El crecimiento económico observado se puede descomponer entre los aportes del Capital, Trabajo y Productividad Total de Factores (PTF) como se muestra en el siguiente gráfico³:

²Si bien los mecanismos son distintos, la comparación resulta ilustrativa en términos de convergencia de crecimiento.

³Ver apéndice matemático para mayores detalles.

Gráfico N°3: Descomposición del crecimiento económico de China



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y las Penn World Tables

De acuerdo con el ejercicio anterior, el capital y la productividad total de los factores (PTF), especialmente el primero, han sido los principales motores de la expansión del crecimiento económico chino durante casi tres décadas. Este resultado es consistente con el marcado aumento de la tasa de ahorro observado a partir de los años 2000, el cual permitió sostener elevados niveles de inversión en capital y, a su vez, facilitar mejoras en la productividad.

No obstante, a medida que la tasa de ahorro ha disminuido tras la crisis subprime, también lo ha hecho el aporte del capital al crecimiento, en comparación con los niveles observados en períodos previos. Como veremos más adelante, esta dinámica se correlaciona con la existencia de un exceso de capacidad instalada. Asimismo, los fuertes incrementos en la contribución de la PTF registrados antes de la crisis no se han vuelto a replicar, mientras que el aporte del factor trabajo al crecimiento resulta muy pequeño en el período posterior.

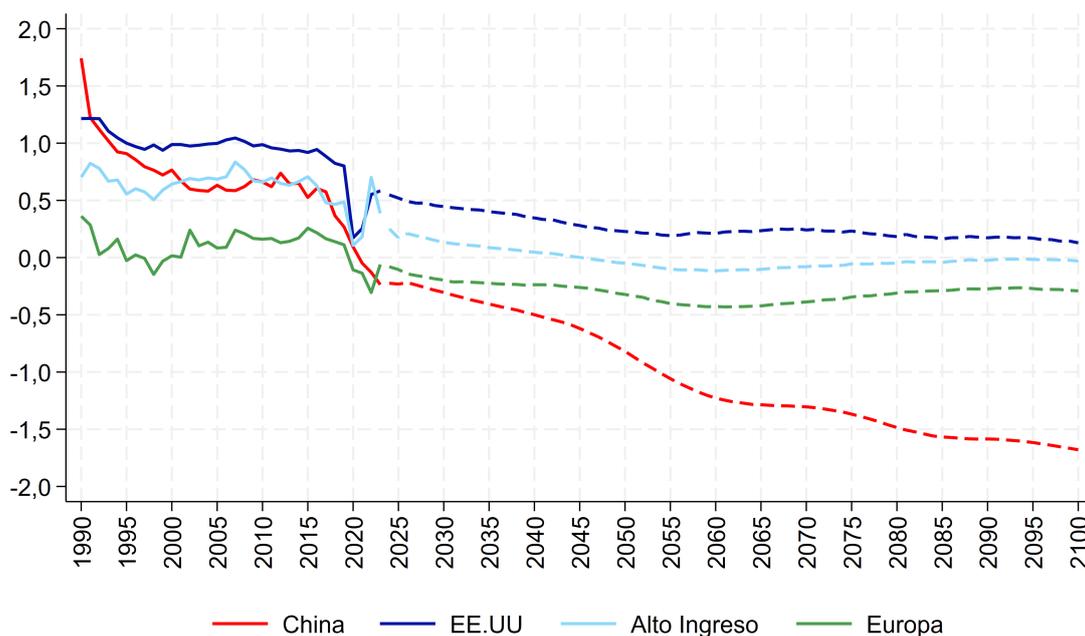
En suma, los datos muestran que la economía china ha entrado en una nueva etapa de su proceso de crecimiento. Tras décadas de crecimiento elevado, impulsado por una rápida acumulación de capital y significativas ganancias de productividad, el dinamismo económico ha comenzado a moderarse de manera persistente luego de la crisis financiera de 2008. Esta desaceleración no parece responder a factores coyunturales (dada la tendencia de los últimos 15 años), sino a cambios más profundos en la estructura de la economía, que están llevando a China a crecer a ritmos más acordes con su nivel de madurez económica. Entender las razones detrás de esta convergencia y los riesgos que de ella se desprenden resulta clave para evaluar el escenario económico hacia adelante y cómo puede esto afectar al mundo.

Posibles razones de la convergencia económica de China

Una posible primera explicación de la convergencia gradual que ha venido experimentando China se relaciona con la evolución de su mercado laboral. Tal como se observa en el Gráfico N°3, el aporte del trabajo al crecimiento anual del PIB fue históricamente minoritario, aunque seguía siendo relevante. Sin embargo, tras la crisis financiera global de 2008, su contribución se redujo de manera sostenida, hasta volverse prácticamente nula, con aportes cercanos a 0%. Mientras que en el período 1990–2010 el aporte promedio anual del trabajo alcanzó 1,4 pp, entre 2011 y 2023 cayó a apenas 0,2 pp. El capital también ha perdido dinamismo: su contribución promedio al crecimiento se redujo en casi 1 pp respecto del período previo a la crisis, desde 4,7 pp anuales a 3,9 pp después de 2010. Estos datos sugieren un progresivo agotamiento de la acumulación de factores como motor del crecimiento chino, siendo la desaceleración del factor trabajo particularmente marcada y evidente.

El comportamiento de las tasas de crecimiento poblacional es consistente con esta dinámica. El Gráfico N°4 presenta la evolución del crecimiento de la población en China, Estados Unidos, los países de alto ingreso y Europa. Ya desde la década de 1990, China experimentó una marcada desaceleración de su crecimiento poblacional, estabilizándose durante los años 2000 en niveles comparables a los de las economías de alto ingreso. En 2018 se observa una caída significativa respecto de 2017, tendencia que se profundiza en los años siguientes hasta volverse persistentemente negativa a partir de 2021. Estas reducciones acumuladas en el crecimiento poblacional desde los años noventa han tenido efectos directos sobre la expansión del mercado laboral, lo que resulta coherente con la disminución sostenida del aporte del trabajo al crecimiento económico chino. Un factor relevante detrás de esta evolución es la política estatal de control de la natalidad implementada por China durante varias décadas.

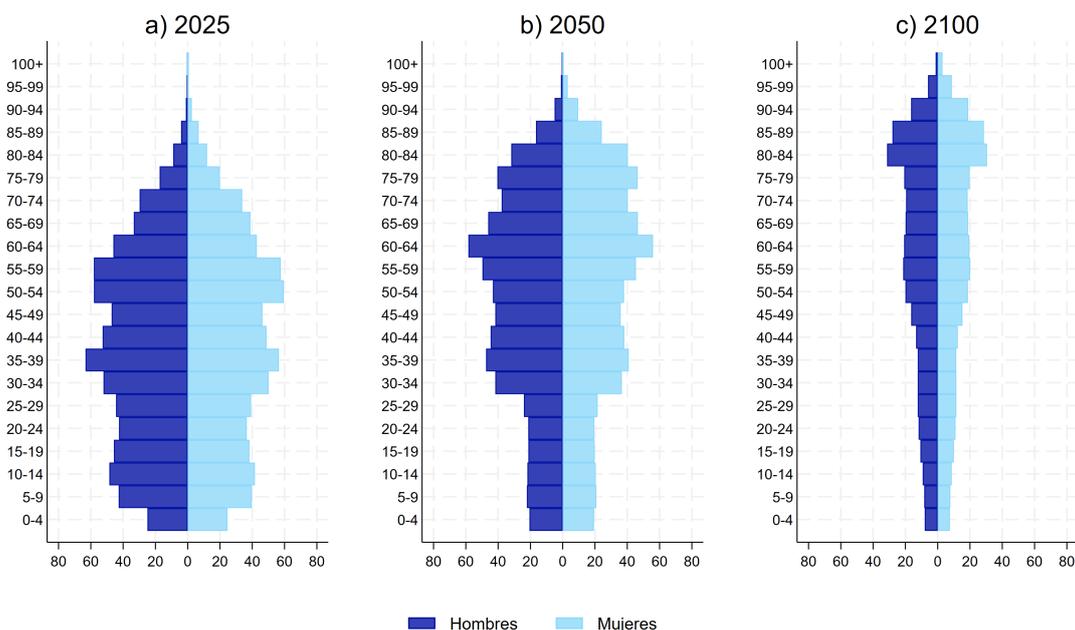
Gráfico N°4: Evolución de la tasa de crecimiento poblacional para distintos países



Fuente: Naciones Unidas

Más allá de sus causas, el hecho es que la población de China se encuentra en una fase de contracción, con efectos directos y persistentes sobre su mercado laboral. En el gráfico anterior, las líneas punteadas muestran las proyecciones de Naciones Unidas para la tasa de crecimiento poblacional hasta el año 2100. Estas indican que China continuará registrando tasas negativas, ubicándose muy por debajo de Estados Unidos —cuya población seguiría creciendo levemente, con tasas cercanas a 0%— y de los países de alto ingreso, que se mantendrían en torno a dicho umbral. Esta dinámica no solo implica que cada vez menos personas ingresan al mercado laboral, reduciendo gradualmente su tamaño, sino también un progresivo envejecimiento de su composición. A partir de estas trayectorias de crecimiento poblacional, es posible inferir la evolución de las pirámides demográficas hacia 2050 y 2100 y compararlas con la estructura proyectada para el presente año, tal como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico N°5: Pirámide demográfica de China a 2025, 2050 y 2100 (millones de personas)



Fuente: Naciones Unidas

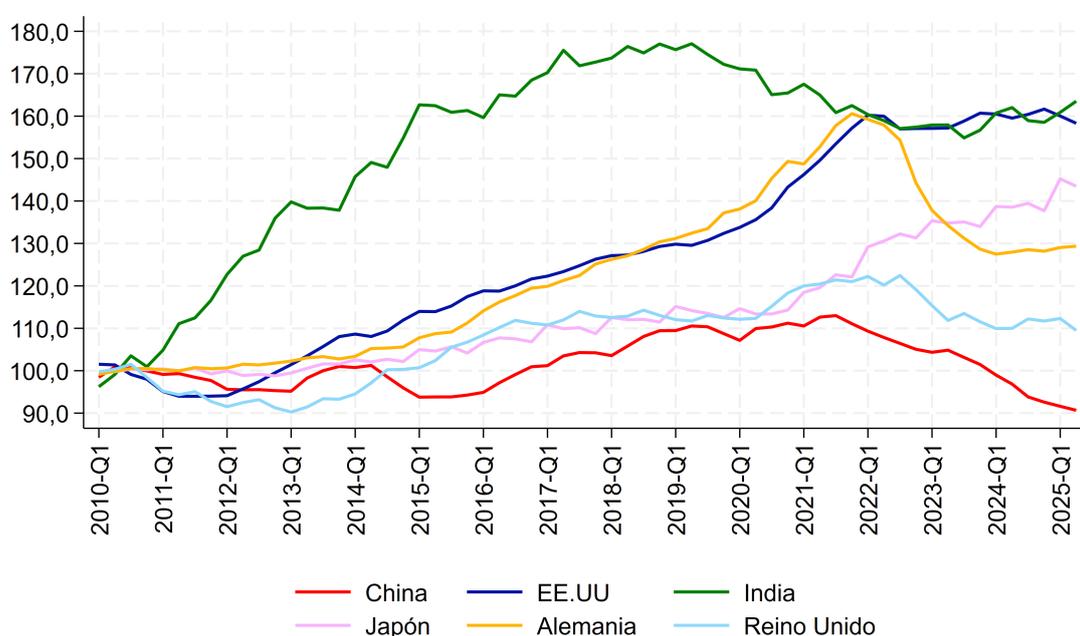
En comparación con 2025, las proyecciones para 2050 y 2100 muestran no solo un marcado estrechamiento de la “pirámide” poblacional —es decir, una fuerte reducción del tamaño total de la población—, sino también un cambio sustantivo en su composición etaria. Más que una pirámide, la estructura demográfica evoluciona hacia una “pirámide invertida”, fenómeno particularmente acentuado hacia el año 2100. En efecto, la población mayor de 60 años representaría cerca del 52 % del total en 2100, frente a un 40 % en 2050 y apenas un 21 % en 2025. Si se amplía el umbral etario a los mayores de 50 años, estas cifras alcanzan aproximadamente un 65 % de la población en 2100, un 54 % en 2050 y un 38 % en 2025. Este envejecimiento acelerado implica que la población de mayor edad superará ampliamente a la población joven, lo que anticipa una contracción del mercado laboral ante la menor disponibilidad de trabajadores jóvenes para reemplazar a las cohortes que se retiran. Al mismo tiempo, es probable que las personas de mayor edad deban permanecer activas por más tiempo debido a las menores tasas de reemplazo, con potenciales efectos negativos sobre la productividad y, en consecuencia, sobre el crecimiento económico de largo plazo.

En síntesis, la dinámica demográfica de China constituye un desafío estructural para su mercado laboral. El crecimiento poblacional se sitúa muy por debajo del observado en Estados Unidos y en otras economías de alto ingreso, brecha que se ampliará en el tiempo y que dificultará crecientemente la competencia de China con estas potencias, en un contexto de escasez relativa de capital humano. Adicionalmente, el acelerado envejecimiento de la población ejercerá una presión creciente sobre el Estado chino en materia de finanzas públicas, particularmente por el aumento del gasto asociado a pensiones y salud que deberán ser financiados.

Otra posible explicación del proceso de desaceleración que ha experimentado China en los

últimos años se relaciona con la evolución de su mercado inmobiliario. Tal como se observa en el Gráfico N°6, China exhibe una divergencia respecto de las otras cinco principales economías del mundo. Estados Unidos ha registrado una fuerte demanda por propiedades residenciales, lo que se ha traducido en un sostenido aumento de los precios, dinámica similar a la observada en Japón. India —una economía emergente con una población comparable a la de China y actualmente la tercera economía mundial después de China— ha experimentado un auge inmobiliario aún más marcado, reflejado en el fuerte incremento de los precios durante la década de 2010, aunque desde 2020 estos se han mantenido relativamente estables. En contraste, Alemania muestra una pérdida de dinamismo en su mercado inmobiliario a partir de la pandemia, comportamiento que también se observa en el Reino Unido, aunque en menor magnitud.

Gráfico N°6: Evolución de Precios Reales de Propiedades Residenciales en las seis mayores economías mundiales (2010 = 100)

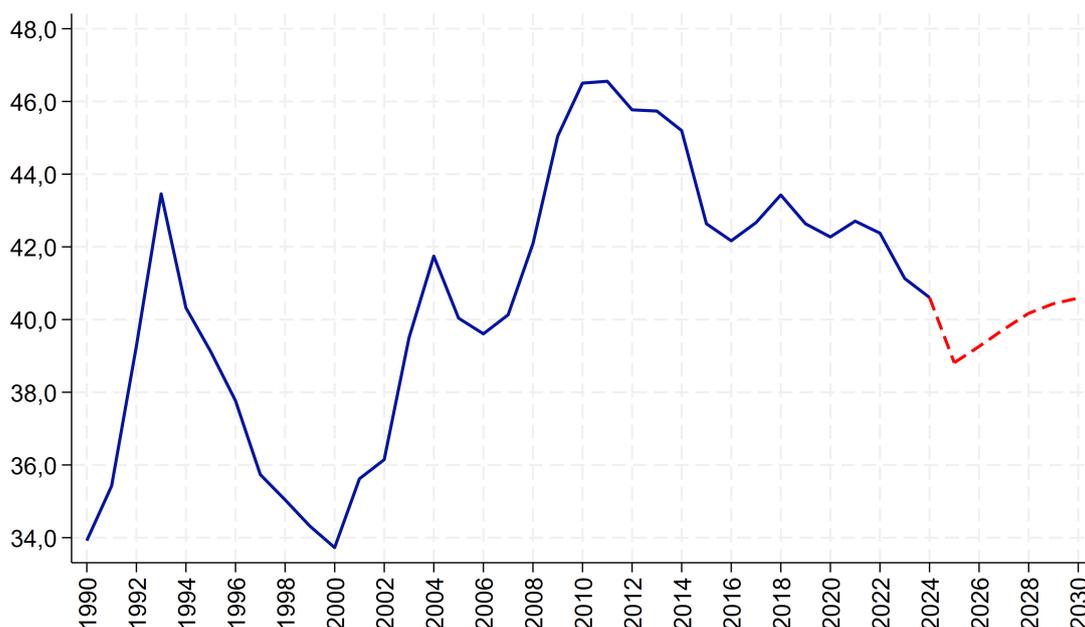


Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

Tal como señala el WEO del FMI, a la debilidad del mercado inmobiliario chino se suma una fuerte competencia en precios en diversos sectores estratégicos —como vehículos eléctricos, paneles solares, baterías de litio, acero y cemento, entre otros—, lo que ha reducido de manera significativa los márgenes de rentabilidad de muchas industrias. Este fenómeno ha llevado al gobierno chino a impulsar la denominada “*anti-involution campaign*” con el objetivo de mitigar la competencia excesiva que se ha traducido en una guerra de precios. A ello se agregan niveles persistentemente bajos de utilización de la capacidad instalada. Estos fenómenos han afectado negativamente la dinámica de la inversión, la cual ha venido desacelerándose de forma sostenida desde 2022, como se observa en la evolución de la Formación Bruta de Capital Fijo en el Gráfico N°7⁴.

⁴Cabe señalar que, pese a la desaceleración observada, la tasa de inversión en China sigue siendo elevada en términos internacionales. En este contexto, la discusión parece desplazarse desde el nivel de inversión hacia posibles

Gráfico N°7: Evolución de la Formación Bruta de Capital Fijo en China (% PIB)

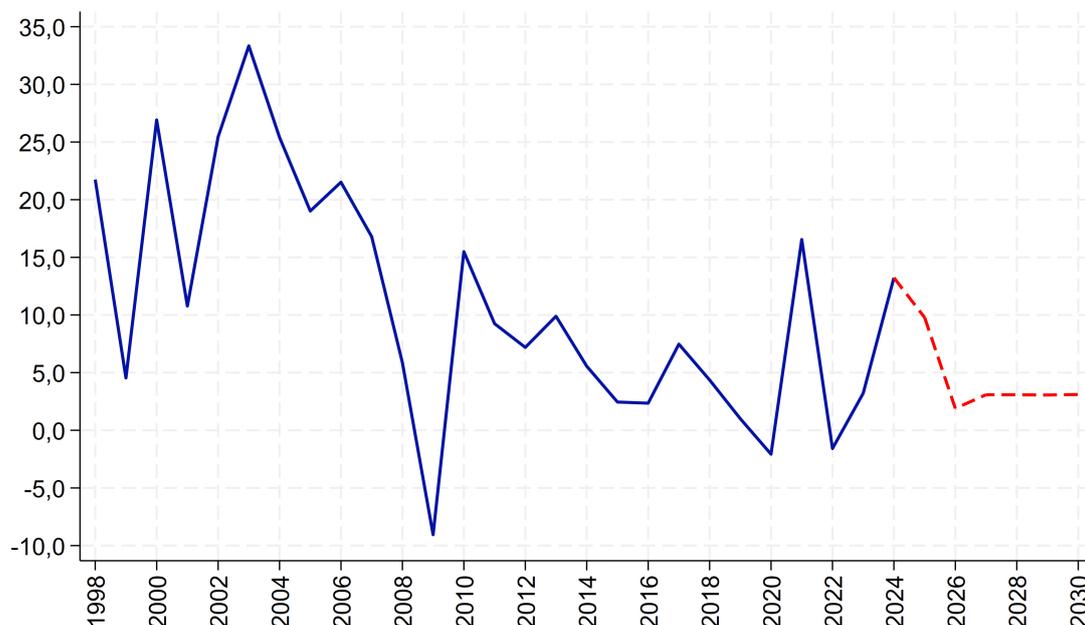


Fuente: Fondo Monetario Internacional

A partir de 2026 se proyectan aumentos de la inversión como lo denota la línea punteada roja en el gráfico anterior, pero por debajo de los niveles prepandemia. El FMI lo atribuye a nuevos proyectos de infraestructura que mitigarán la caída del mercado inmobiliario, además de la competencia en precios que erosiona las utilidades en varias industrias.

Respecto a las exportaciones de bienes, el FMI proyecta un crecimiento de 9,8% en 2025 respecto de 2024. Si bien las tarifas impuestas por Estados Unidos continuarían teniendo un efecto negativo sobre su expansión, este impacto sería parcialmente compensado por la reorientación de exportaciones hacia otros mercados, así como por una serie de medidas de mitigación, entre las que destacan la reducción de trabas administrativas para las empresas chinas, el carácter estratégico de ciertas exportaciones a nivel global y la implementación de un reembolso total del impuesto al valor agregado en las exportaciones. En ese contexto, las exportaciones chinas seguirían creciendo de manera estable durante el período 2026–2030, con una tasa promedio anual de 2,8%, aunque significativamente inferior al crecimiento promedio de 5,5% registrado entre 2011 y 2019.

Gráfico N°8: Crecimiento de las exportaciones de bienes en China respecto al año previo



Fuente: Fondo Monetario Internacional

En síntesis, dada la actual estructura económica de China, el país estaría convergiendo gradualmente hacia una senda de crecimiento de largo plazo inferior al 4 %, de acuerdo con las proyecciones del FMI, convergencia que probablemente se materialice durante la década de 2030. China enfrenta restricciones estructurales asociadas al estancamiento y posterior contracción de su población, las que seguirán afectando su mercado laboral y ejercerán una presión creciente sobre el Estado en materia fiscal, en la medida en que la población envejezca y aumenten las necesidades de financiamiento de pensiones y salud.

Por el lado de la inversión, su debilidad reciente se explica principalmente por la baja demanda en el mercado inmobiliario y por fuertes guerras de precios que han erosionado significativamente la rentabilidad en diversas industrias, siendo el sector de vehículos eléctricos uno de los más afectados. Si bien se proyecta una recuperación de la inversión durante el período 2026–2030 como resultado de las medidas adoptadas por el gobierno chino, esta se mantendría muy por debajo de los niveles observados antes de la pandemia.

Finalmente, las exportaciones de bienes se proyectan creciendo de manera estable en torno al 3 % anual en el mismo período, contribuyendo positivamente al crecimiento, aunque sin recuperar el dinamismo observado en décadas previas. A pesar de todo lo anterior, según el FMI, aún existe margen para sostener un crecimiento razonablemente sólido en el mediano plazo mediante reformas estructurales orientadas a fortalecer la competencia, mejorar la eficiencia productiva y ampliar la protección social, lo que permitiría impulsar el consumo interno y mitigar parcialmente las limitaciones demográficas.

Implicancias para economías emergentes

Dado el rol de China como la segunda mayor economía del mundo y principal demandante global de materias primas, su proceso de desaceleración estructural tiene implicancias directas para las economías emergentes intensivas en la exportación de *commodities*. Un crecimiento más bajo, junto con una menor contribución de la inversión —particularmente en sectores como la construcción e infraestructura— sugiere un escenario de menor dinamismo de la demanda por insumos industriales clave, como el cobre, el acero, el cemento y otros minerales críticos.

En este contexto, economías altamente expuestas al ciclo chino enfrentarán un entorno externo menos favorable que el observado durante las décadas previas, probablemente caracterizado por menores tasas de crecimiento de las exportaciones. En particular, la debilidad persistente del mercado inmobiliario chino limita uno de los principales canales de transmisión de la demanda por metales industriales, reduciendo la probabilidad de una alta y sostenida demanda por minerales usados en la construcción.

Adicionalmente, la transición del modelo de crecimiento chino —desde uno intensivo en inversión hacia uno más orientado al consumo y los servicios— podría modificar la composición de la demanda externa, beneficiando relativamente a ciertos bienes de consumo y productos agrícolas, pero con un impacto más acotado sobre la demanda por *commodities* tradicionales. Esto implica que, si bien China seguirá siendo un socio comercial relevante, su contribución al crecimiento externo de las economías exportadoras probablemente será más moderada.

Para países como Chile, altamente dependientes de China, su desaceleración estructural implica un entorno externo más desafiante, reforzando la necesidad de fortalecer la resiliencia macroeconómica ante un ciclo chino menos expansivo y más volátil.

Apéndice Matemático

La dinámica del crecimiento económico se analiza a partir de una función de producción agregada de tipo Cobb–Douglas, que permite descomponer el crecimiento del producto entre los aportes del capital, el trabajo y la Productividad Total de Factores (PTF). En particular, se considera la siguiente función de producción:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}, \quad (1)$$

donde Y_t corresponde al producto agregado, K_t al stock de capital, L_t al factor trabajo, A_t a la Productividad Total de Factores y $\alpha \in (0, 1)$ representa la elasticidad del producto respecto al capital.

Tomando logaritmos y diferenciando respecto al tiempo, se obtiene la expresión del crecimiento del producto:

$$\frac{\dot{Y}_t}{Y_t} = \frac{\dot{A}_t}{A_t} + \alpha \frac{\dot{K}_t}{K_t} + (1 - \alpha) \frac{\dot{L}_t}{L_t}, \quad (2)$$

donde \dot{X}_t denota la derivada temporal de la variable X_t .

A partir de esta expresión, es posible definir los aportes del capital, del trabajo y de la PTF al crecimiento económico como:

$$\text{Aporte del capital}_t = \alpha \frac{\dot{K}_t}{K_t}, \quad (3)$$

$$\text{Aporte del trabajo}_t = (1 - \alpha) \frac{\dot{L}_t}{L_t}, \quad (4)$$

$$\text{Aporte de la PTF}_t = \frac{\dot{A}_t}{A_t}. \quad (5)$$

De este modo, el crecimiento total del producto puede descomponerse como la suma de los aportes de cada uno de estos componentes:

$$g_{Y,t} = g_{A,t} + \alpha g_{K,t} + (1 - \alpha) g_{L,t}, \quad (6)$$

donde $g_{Y,t}$, $g_{K,t}$, $g_{L,t}$ y $g_{A,t}$ representan las tasas de crecimiento del producto, el capital, el trabajo y la PTF, respectivamente.

Esta descomposición es la que se utiliza para construir el ejercicio presentado en el Gráfico N°3, permitiendo identificar el rol relativo de la acumulación de factores y de la productividad en la evolución del crecimiento económico de China.

ECONOMÍA NACIONAL

Señales del IPoM de diciembre



diciembre 2025

Resumen ejecutivo

Contexto. En su reunión de diciembre de 2025, el Consejo del Banco Central de Chile redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base, llevándola a 4,5

Evidencia reciente

- La inflación anual se redujo desde un máximo de 11,5% en 2022 a 4,3% en 2024.
- El Banco Central revisó a la baja su proyección de inflación de cierre de 2025, desde 4,0% a 3,6%.
- En los últimos meses de 2025, la inflación mensual general y subyacente se ubicó en torno a 0,25%, consistente con la meta de 3%.
- Los precios volátiles mostraron menor persistencia de lo anticipado, contribuyendo a una convergencia inflacionaria más rápida.
- Las expectativas de inflación del mercado se han alineado progresivamente con los registros efectivos.

Escenario de política monetaria

- La TPM cerró 2025 en 4,5%, acumulando dos recortes durante el año.
- El Banco Central estima un rango de tasa neutral nominal entre 3,75% y 4,75%, utilizando 4,25% como referencia.
- El escenario base contempla una convergencia gradual de la TPM hacia niveles neutrales.
- El mercado anticipa mantención de la tasa en enero y un nuevo recorte hacia abril de 2026.
- Persisten riesgos asociados al dinamismo de la demanda interna, al escenario financiero externo y a la evolución del tipo de cambio.

Conclusión. La inflación ha convergido más rápido de lo previsto en el IPoM de septiembre, lo que permitió al Banco Central retomar el proceso de normalización de la política monetaria mediante un recorte de la TPM en diciembre. El escenario base sugiere que este proceso continuará de forma gradual durante 2026, condicionado principalmente a la evolución de la inflación y al desempeño de la actividad económica en un entorno externo aún incierto.

Señales del IPoM de diciembre

En la última reunión de política monetaria de 2025, el Consejo del Banco Central de Chile decidió reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, llevándola a 4,5 %. La decisión del Banco Central no sorprendió al mercado, ya que la evolución de la economía desde la última reunión de octubre —instancia en la que el Consejo decidió mantener la tasa en 4,75 %—, junto con el escenario central previsto en el IPoM de septiembre, ha sido mejor de lo esperado. Al día siguiente de la decisión, el 17 de diciembre, el Banco Central publicó el último IPoM del año, en el cual da a conocer el escenario base para los próximos tres meses, hasta el IPoM de marzo de 2026, además de dar cuenta de la evolución de la economía desde el IPoM de septiembre, evolución que resulta mejor a la prevista y que justifica la decisión del Consejo de recortar la TPM en 25 puntos base.

El escenario base de IPoM de septiembre

El escenario central del IPoM de septiembre de 2025 describía una economía chilena en proceso de normalización, con una actividad que evolucionaba en línea con lo previsto y una demanda interna algo más dinámica que en informes anteriores, impulsada principalmente por la inversión. La formación bruta de capital fijo mostraba un desempeño mejor al esperado, especialmente en maquinaria y equipos asociados a proyectos de energía y minería, mientras que el consumo privado crecía de manera moderada, apoyado en la recuperación del ingreso laboral real y en mejores condiciones financieras, sin señales de sobrecalentamiento.

En materia de inflación, el Banco Central proyectaba una convergencia gradual hacia la meta de 3 %, la que se alcanzaría recién hacia el tercer trimestre de 2026. Si bien la inflación total seguía una trayectoria descendente, la inflación subyacente mostraba una mayor persistencia de lo anticipado, reflejando presiones provenientes del mayor dinamismo del gasto interno, elevados costos laborales y un tipo de cambio real más depreciado. Este conjunto de factores elevaba los riesgos de una convergencia más lenta y reforzaba la necesidad de cautela en la evaluación del escenario inflacionario.

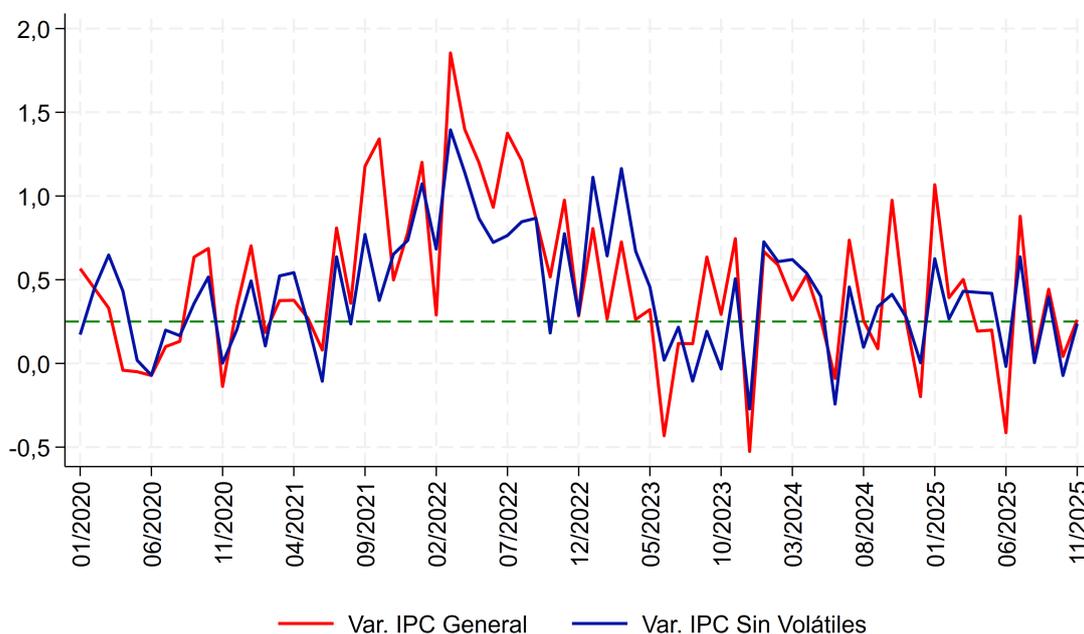
En este contexto, la política monetaria estaba sujeta a una estrategia gradual y dependiente de la información disponible. El Consejo señalaba que, dada la mayor persistencia inflacionaria observada, era necesario reunir más antecedentes antes de continuar con el proceso de convergencia de la Tasa de Política Monetaria hacia su nivel neutral, manteniendo una postura prudente frente a los riesgos tanto internos como externos.

¿Qué cambió respecto del escenario base del IPoM de septiembre?

El Banco Central fija actualmente su meta de inflación anual en 3 %. Esto implica que, para alcanzar dicho registro de manera sostenida, la variación mensual del IPC debe ubicarse en torno

a 0,25%, tal como lo muestra la línea verde horizontal del Gráfico N°1. Como se observa en el mismo gráfico, tanto la inflación mensual general —medida como la variación mensual del IPC— como la inflación sin volátiles (subyacente) se situaron, a partir de la pandemia, muy por sobre esa referencia de 0,25%, lo que llevó a que la inflación anual se desviara del rango meta por varios puntos porcentuales. En 2020, la inflación anual fue de 3%; en 2021 aumentó a 4,5%; en 2022 alcanzó niveles de dos dígitos por primera vez desde 1994 (11,5%); en 2023 inició su proceso de descenso, registrando un 7,7% anual, para finalmente cerrar 2024 en 4,3%. En el IPoM de diciembre, el Banco Central proyecta que la inflación anual de 2025 cerraría en 3,6%, revisando a la baja la estimación de 4,0% contenida en el IPoM de septiembre.

Gráfico N°1: Variación Mensual del IPC General y Sin Volátiles

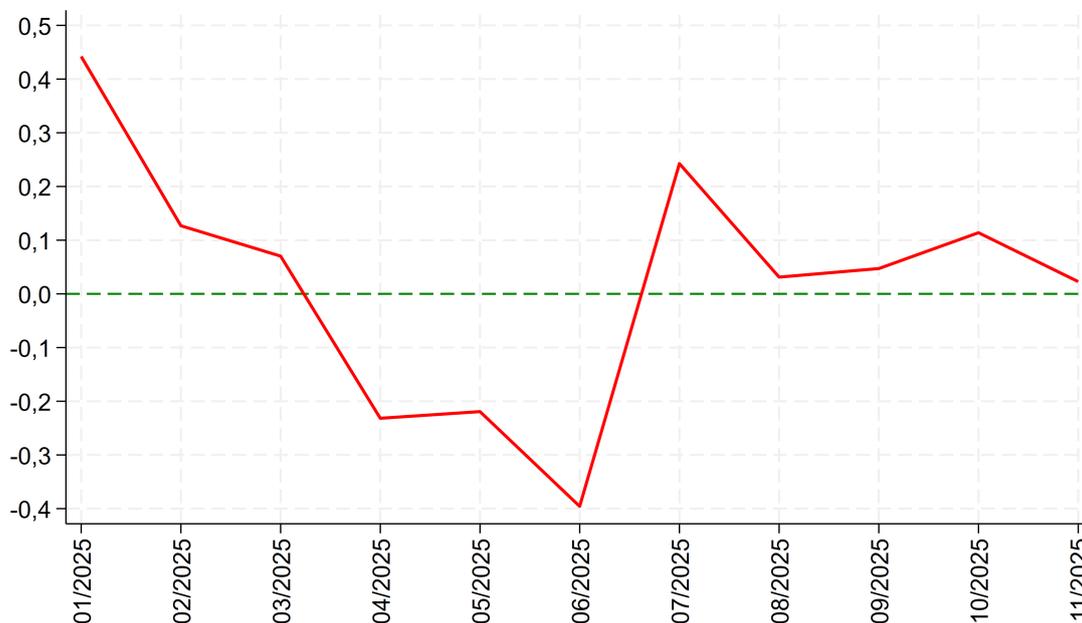


Fuente: BCCH

El IPoM de septiembre señalaba que la inflación estaba convergiendo a la meta, aunque a un ritmo más lento de lo esperado, principalmente debido al comportamiento de los precios de bienes y servicios volátiles. En particular, estos precios mostraban una mayor resistencia a la baja en comparación con los componentes del IPC subyacente. A partir de julio de 2025, la variación mensual del IPC general se ubicó por sobre la del IPC sin volátiles, lo que implicó que la inflación general resultara más elevada de lo previsto, dada la persistencia de los precios volátiles. Esta diferencia se ilustra en el Gráfico N°2, donde se observa una brecha positiva entre ambas medidas a partir de julio. En agosto, dicha brecha se cerró respecto de lo observado en julio, para luego reabrirse levemente en septiembre y octubre, con diferencias de 0,04 y 0,11 puntos porcentuales, respectivamente. En noviembre, la brecha volvió a reducirse prácticamente a cero, con aumentos de precios menores a lo esperado tanto en el IPC general (0,3%) como en el IPC subyacente (0,2%), cifras que estuvieron en línea con las expectativas de mercado. En este contexto, y considerando tanto este registro como las proyecciones del Banco Central para di-

ciembre, la inflación de cierre de 2025 se revisa a la baja, desde 4,0 % en el IPoM de septiembre a 3,6 % en el IPoM de diciembre.

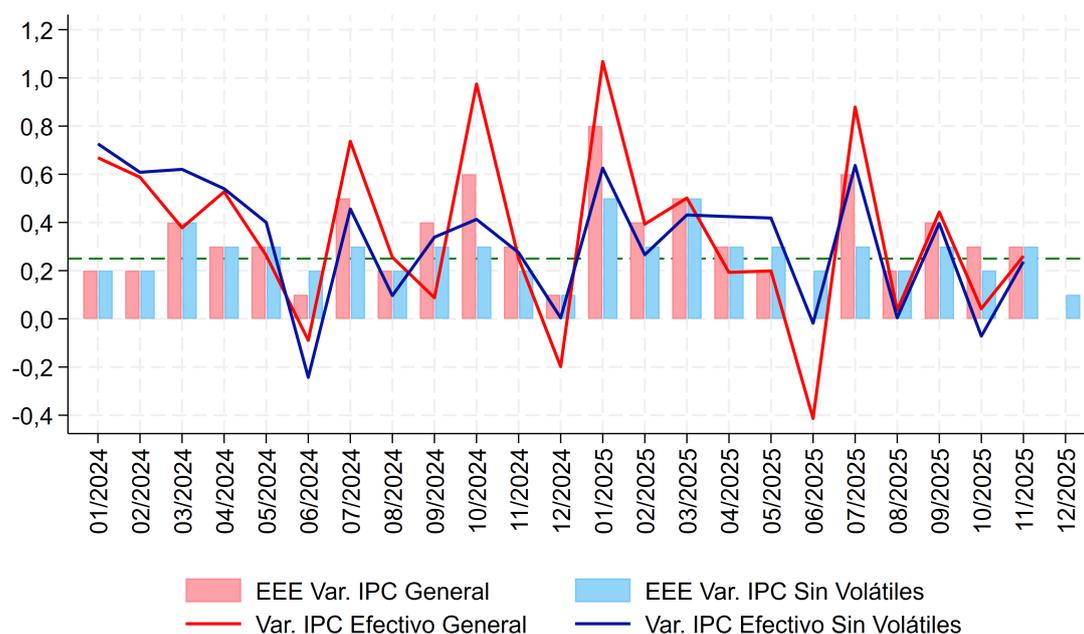
Gráfico N°2: Diferencia entre el IPC General y Sin Volátiles



Fuente: BCCH

El Gráfico N°3 muestra la evolución de las expectativas del mercado —de acuerdo a la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de cada mes— respecto de la variación mensual del IPC y su comparación con el dato inflacionario efectivo, tanto para el IPC general como para el IPC sin volátiles. La línea verde punteada sirve como referencia y nuevamente muestra una variación mensual de 0,25 %, consistente con una inflación anual de 3 %, es decir, con la meta del Banco Central. Como se observa, si bien durante gran parte de 2024 y comienzos de 2025 el mercado tendió a sobreestimar o subestimar de manera significativa el dato inflacionario mensual, hacia el último tramo de 2025 las expectativas se han ido alineando progresivamente con el registro efectivo. En particular, la brecha entre el IPC esperado y el observado muestra una tendencia a cerrarse, con un sesgo levemente a la baja, en la medida en que el mercado ha tendido a proyectar registros de inflación algo menores a los finalmente observados. No obstante, este sesgo se ha ido reduciendo y, hacia fines de 2025, las expectativas del mercado se ubican cada vez más cerca del dato inflacionario efectivo.

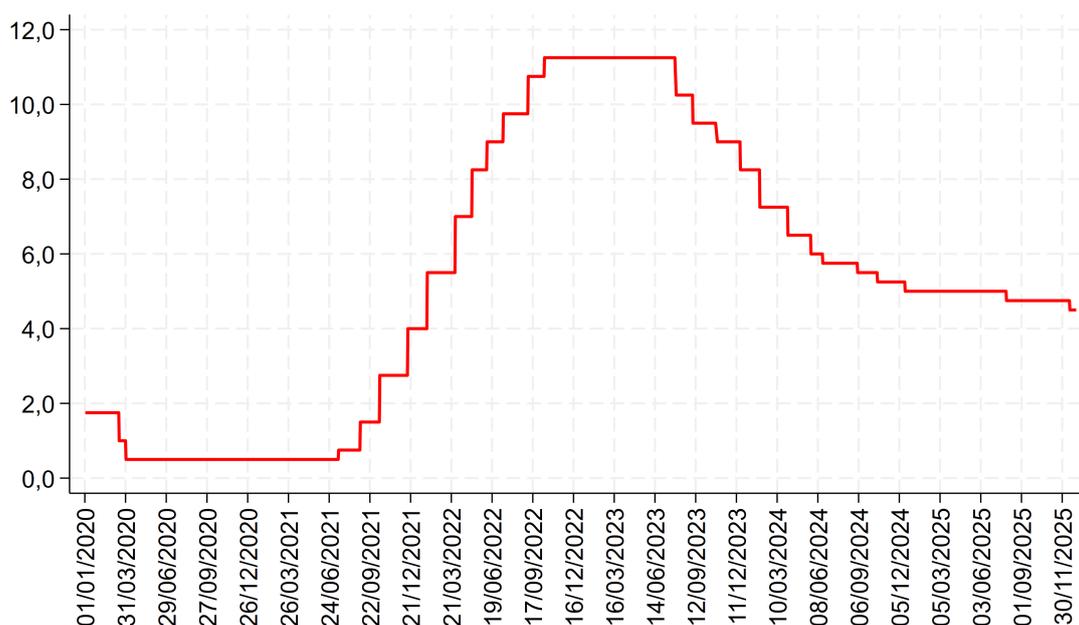
Gráfico N°3: Variación Mensual del IPC General y Sin Volátiles vs Expectativas del Mercado



Fuente: BCCH

Las mayores sorpresas a la baja del dato de inflación mensual para el mercado, junto con una evolución de la inflación mejor a la prevista en el escenario base del IPoM de septiembre —donde los precios de los componentes volátiles mostraron menor persistencia, aumentando menos de lo esperado y alineándose en mayor medida con los precios no volátiles—, además de un escenario externo más favorable, justificaron una reducción de la Tasa de Política Monetaria por parte del Consejo del Banco Central. Este recorte corresponde al segundo realizado en el año, tras la decisión adoptada en la reunión de junio, permitiendo que la TPM cierre 2025 en 4,5 %. De este modo, la tasa continúa su proceso de convergencia hacia niveles neutrales, luego del fuerte ajuste al alza implementado durante el período de la pandemia con el objetivo de contener las presiones inflacionarias, tal como se observa en el Gráfico N°4.

Gráfico N°4: Evolución de la TPM



Fuente: BCCH

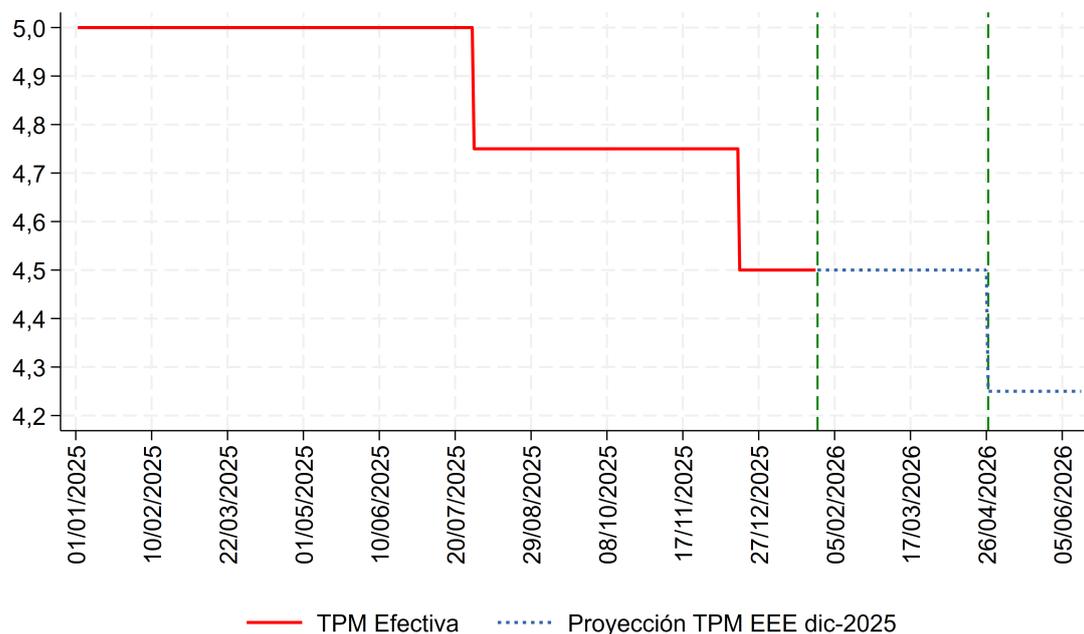
De forma simple, ha habido una convergencia más rápida en la inflación respecto de lo previsto en el IPoM de septiembre, esto ha permitido al Banco Central avanzar en el proceso de normalización de la política monetaria. La convergencia de la inflación en un mayor nivel al previsto se debe mayormente a apreciación del tipo de cambio que favorece a bienes importados, comportamientos atípicos en ciertos alimentos volátiles, además de que el aumento de costos laborales se ha vuelto más lento relativo a meses anteriores. El recorte de la TPM en diciembre consolida esta trayectoria y deja a la tasa en un nivel coherente con el escenario macroeconómico actual, reforzando la señal de que la política monetaria contractiva del periodo post pandemia va quedando atrás y que la economía está tendiendo hacia el equilibrio macroeconómico en términos inflacionarios y de crecimiento.

¿Qué esperar en los próximos meses?

De acuerdo con el escenario base del IPoM de diciembre, la política monetaria continuaría avanzando gradualmente hacia niveles neutrales de la Tasa de Política Monetaria. En este IPoM, el Consejo del Banco Central revisó el rango de valores estimados para la TPM neutral a 3,75 %-4,75 % en términos nominales, utilizando para efectos de los escenarios de proyección el punto medio de dicho rango, 4,25 %. Según la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre, el mercado anticipa que en la próxima reunión de política monetaria de fines de enero (26 y 27) el Consejo optaría por mantener la TPM en su nivel actual, mientras que para la reunión de abril

(27 y 28) se espera un nuevo recorte de 25 puntos base, tal como se observa en el Gráfico N°5¹.

Gráfico N°5: Evolución de la TPM en los próximos meses



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCCH

Lo observado en el gráfico anterior es consistente con una convergencia gradual de la tasa hacia su rango neutral. Sin embargo, cabe destacar que esta EEE fue levantada con anterioridad a la decisión del Banco Central de recortar la TPM en diciembre, y existe consenso entre economistas respecto a que aún habría espacio para realizar recortes adicionales durante las reuniones del primer semestre de 2026. En particular, esperar hasta abril podría resultar excesivo si se considera que, bajo el nuevo escenario base, la inflación convergería a la meta durante el primer trimestre de 2026, existiendo además reuniones de política monetaria en enero y marzo previas a la de abril.

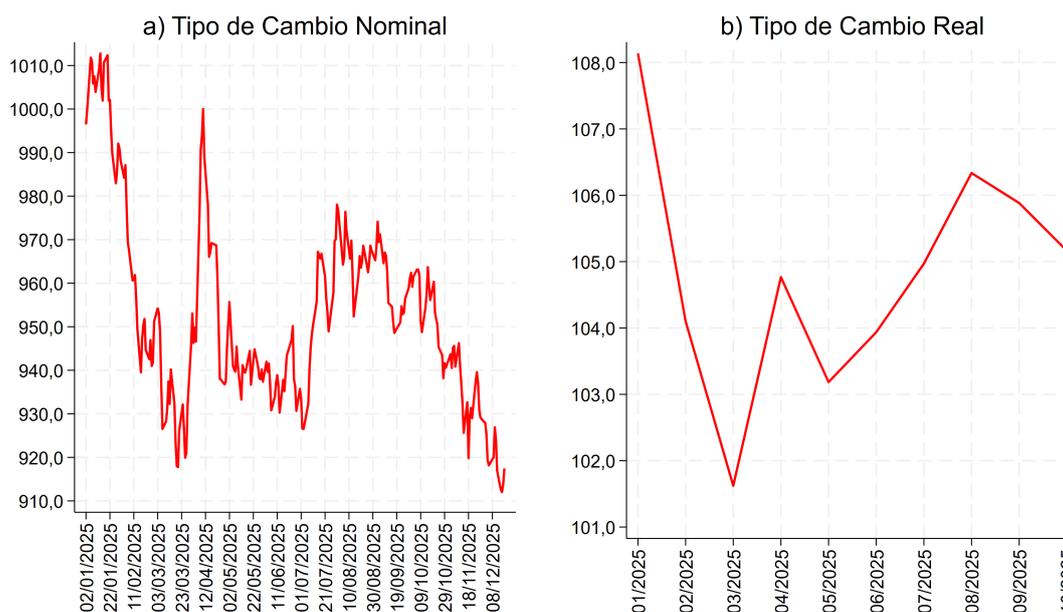
A su vez, la evolución futura de la TPM considera escenarios de sensibilidad alternativos al escenario base del IPoM de diciembre, escenarios en los cuales la política monetaria podría seguir trayectorias distintas, reflejando los principales riesgos que el Consejo identifica para los próximos trimestres. El borde superior del corredor de la TPM se asocia a un escenario de mayor dinamismo de la demanda interna, impulsado por condiciones financieras más laxas, un mayor crecimiento de los costos laborales y precios de materias primas más elevados, lo que podría generar mayores presiones inflacionarias. En contraste, el borde inferior corresponde a un escenario de deterioro de las condiciones financieras globales, con efectos negativos sobre la actividad local, la demanda interna y los precios de las materias primas, reduciendo las presiones inflacionarias y abriendo espacio para una política monetaria más expansiva.

Más allá de la inflación, la incertidumbre externa también constituye un eventual riesgo para

¹En las líneas verticales verdes, se muestran las reuniones de política monetaria programadas por el Banco Central para fines de enero y abril de 2026.

el crecimiento de la economía chilena. A ello se suma la evolución del tipo de cambio nominal y real como muestran el Gráfico N°6, donde una apreciación persistente del tipo de cambio nominal podría impulsar las importaciones, mientras que su transmisión al tipo de cambio real podría deteriorar la competitividad del sector exportador. Dado el peso de las exportaciones en el crecimiento de Chile —particularmente en sectores como la minería del cobre y litio, así como en la agroindustria—, este escenario podría traducirse en un menor dinamismo exportador y, en conjunto, en un deterioro de la balanza comercial y de la cuenta corriente.

Gráfico N°6: Evolución del Tipo de Cambio Nominal y Real en 2025



Fuente: BCCH

En suma, la inflación se ha moderado más rápido de lo previsto respecto al escenario base del IPoM de septiembre, lo que permitió la baja de la TPM en 25 pb. Sin embargo, si bien la inflación seguirá siendo el principal determinante de las decisiones de política monetaria, el desempeño del crecimiento económico —altamente influenciado por el escenario externo— constituirá un elemento relevante a monitorear en los próximos trimestres.

MERCADO DE CAPITALES

Bonos híbridos: boom global e irrupción en Chile



Resumen ejecutivo

Contexto. El mercado global de bonos híbridos ha experimentado una expansión acelerada desde 2024, impulsada por condiciones financieras favorables, alta demanda y estrategias corporativas orientadas a fortalecer indicadores crediticios. Chile se incorporó recientemente a esta tendencia, con emisiones relevantes de empresas de alta calificación, en un hito para el mercado local. Aunque el instrumento ofrece flexibilidad de financiamiento y atractivo para inversionistas, la información disponible aún se limita a la etapa de emisión primaria, lo que impide evaluar completamente su evolución y riesgos.

Evidencia reciente

- Desde 2024 y especialmente en 2025, la emisión mundial de bonos híbridos supera ampliamente los promedios del período 2010–2023.
- En dólares, euros y yuanes, la suma de emisiones de 2024–2025 equivale entre 50 % y 122 % del total emitido entre 2010 y 2023.
- Los principales emisores globales provienen de banca, servicios financieros, utilities e industria; China concentra gran parte de las emisiones en yuanes.
- Los bonos híbridos se utilizan para mejorar indicadores de solvencia, ya que las clasificadoras les asignan “equity credit”.
- El instrumento combina deuda y capital: tiene madurez larga o perpetua, permite diferir cupones sin default y es más subordinado que la deuda Tier 2.

Desarrollo reciente en Chile

- En 2025 comienzan las primeras emisiones locales, alineadas con la tendencia global de grandes corporaciones.
- CMPC inaugura el mercado con 10 millones de UF, seguida por Arauco con la mayor emisión corporativa registrada (20 millones de UF).
- Ambas emisiones se colocaron sobre la par, con tasas efectivas inferiores a las tasas cupón, reflejando alta demanda.
- SQM emitió 10 millones de UF con fuerte disminución de la de tasa: desde 4,4 % inicial a 3,84 % efectiva, evidenciando la elevada demanda de inversionistas.
- Las emisiones de estos instrumentos provienen de los sectores forestal y minero, coherentes con la participación industrial observada a nivel global.

Conclusión. Las emisiones de CMPC, Arauco y SQM consolidan la llegada de los bonos híbridos al mercado chileno, mostrando una capacidad destacable para absorber montos significativos y con alta demanda que presiona a la baja las tasas de colocación. El instrumento podría convertirse en una alternativa estable de financiamiento corporativo para emisores de alta calificación. Sin embargo, la ausencia de datos sobre comportamiento secundario, liquidez y resiliencia en escenarios adversos limita evaluaciones definitivas. Para avanzar, será clave monitorear el desarrollo regulatorio, la respuesta de inversionistas institucionales y la evolución del mercado en los próximos años.

Bonos híbridos: boom global e irrupción en Chile

El mercado global ha visto un crecimiento acelerado en la emisión de bonos híbridos desde 2024, impulsado por grandes corporaciones que buscan alternativas de financiamiento flexibles y eficientes. Este dinamismo internacional ha comenzado a reflejarse también en Chile, donde empresas de alta calificación crediticia han recurrido recientemente a este tipo de instrumentos, marcando un hito para el mercado local. La combinación de condiciones financieras atractivas, fuerte demanda de inversionistas y un entorno internacional que consolida a los híbridos como un vehículo relevante de capital corporativo sugiere que su presencia podría expandirse en los próximos años, abriendo un nuevo espacio dentro de las fuentes de financiamiento disponibles para emisores nacionales.

Los Bonos Híbridos en simple

Los bonos híbridos son instrumentos financieros que combinan elementos de un bono tradicional y de una acción. Para contextualizar mejor su posición dentro de la estructura de capital, la siguiente tabla compara los bonos híbridos con los bonos subordinados, un instrumento similar, pero con características regulatorias y financieras distintas:

Tabla N°1: Bono híbrido vs. Bono subordinado (según criterios regulatorios oficiales)

Característica	Bono híbrido (AT1 corporativo/bancario)	Bono subordinado (Tier 2)
Naturaleza	Deuda con elementos de capital.	Deuda pura subordinada.
Madurez	Muy larga o perpetua; puede no tener vencimiento fijo.	Fija; mínimo 5 años según criterios T2.
Cupón	Puede ser diferible sin constituir default; pagos discretivos.	Obligatorio; el no pago constituye default.
Prioridad en liquidación	Más subordinado: absorbe pérdidas antes que T2.	Superior a híbridos; inferior a deuda senior.
Equity credit	Alto: parte puede clasificarse como capital.	Bajo o nulo: se reconoce como deuda.
Riesgo y retorno	Mayor riesgo que deuda senior y subordinada.	Menor riesgo relativo que los híbridos, pero más riesgosos que la deuda senior.

Fuente: Elaboración propia en base a Basilea III y CMF

Los bonos híbridos funcionan como un bono porque pagan intereses a los inversionistas, pero también se parecen a una acción porque pueden no tener una fecha fija de vencimiento y permiten a la empresa posponer el pago de intereses sin que eso se considere un incumplimiento. Estos bonos suelen ser emitidos por empresas grandes y sólidas, especialmente en sectores como energía, telecomunicaciones y servicios básicos, que cuentan con ingresos estables y buena calificación crediticia.

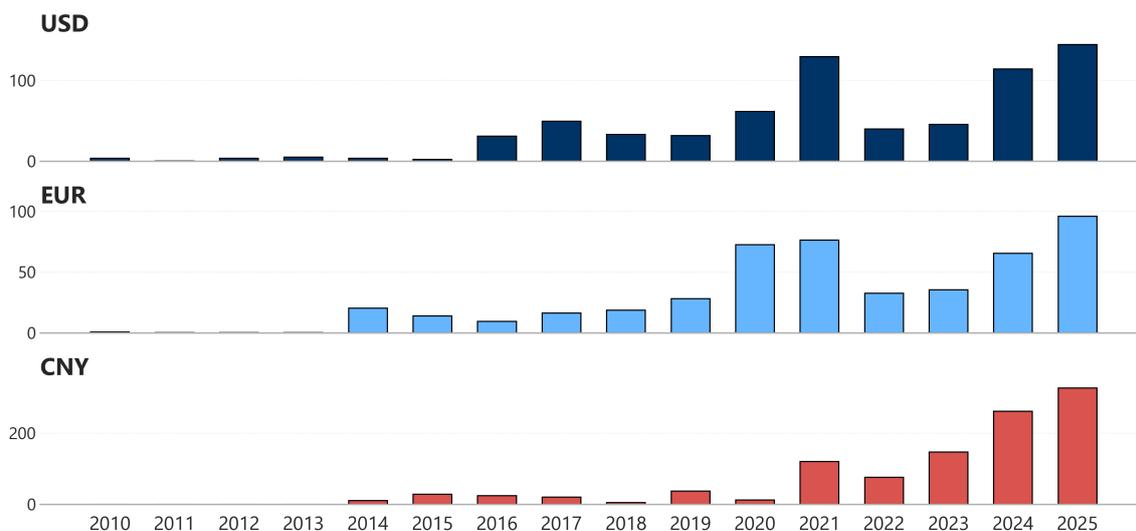
A las empresas les resultan atractivos porque les permiten financiarse más barato que emitiendo nuevas acciones y, al mismo tiempo, mejorar sus indicadores financieros, ya que las agencias de crédito consideran parte de estos instrumentos como “capital”. Esto reduce su nivel de deuda a los ojos del mercado. Además, la flexibilidad para posponer pagos les da margen en momentos de dificultad financiera.

Para los inversionistas, los bonos híbridos suelen ofrecer rendimientos más altos que los bonos tradicionales del mismo emisor. Desde la perspectiva de la empresa, este beneficio para el inversionista implica una desventaja: deben pagar tasas más elevadas que en la deuda convencional. En otras palabras, existe un *trade-off* entre mejorar sus métricas de *rating* mediante la emisión de híbridos y asumir un mayor costo financiero. La rentabilidad adicional que reciben los inversionistas compensa riesgos específicos, como la posibilidad de que la empresa retrase los pagos o decida no recomprar el bono en la fecha prevista, extendiendo su duración. No obstante, en la práctica, estos eventos han sido muy poco frecuentes entre emisores de alta calidad financiera, por lo que los híbridos siguen siendo una alternativa atractiva para quienes buscan un equilibrio entre riesgo y retorno.

Los Bonos Híbridos a nivel mundial y en el mercado local chileno

La emisión de bonos híbridos, que comenzó en el mercado chileno en 2025, se alinea con una tendencia global observada en empresas —generalmente de gran tamaño y con alta solidez financiera— que requieren financiamiento para realizar inversiones asociadas a eventuales expansiones operativas. El “boom” de estos instrumentos se ha desarrollado en los últimos años. Más allá del carácter atípico del volumen emitido en 2021, considerando la tendencia previa y posterior, se observa un aumento claro en la emisión de bonos híbridos en 2024. En 2025, esta expansión se acelera aún más, como muestra el siguiente gráfico:

Gráfico N°1: Monto Total Emitido de Bonos Híbridos a Nivel Mundial (miles de millones, valores reales: USD y EUR a sep-2025; CNY¹ a abr-2025)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Los montos emitidos en cada uno de los años 2024 y 2025, considerados individualmente, superan ampliamente tanto el promedio anual del período 2010–2023 como los montos emitidos en cada uno de esos años por separado, para las tres monedas mostradas en el gráfico anterior, tal como se observa en la Tabla N°2. Asimismo, al sumar lo emitido en 2024 y 2025, dicha cifra equivale a al menos un 50 % del total emitido entre 2010 y 2023 en el caso del euro, a un 59 % en las emisiones en dólares y, para el yuan chino, alcanza un nivel que supera en 22 % la totalidad emitida en el período 2010–2023, lo que evidencia una aceleración especialmente significativa.

Tabla N°2: Evolución del Monto Emitido en Bonos Híbridos a Nivel Mundial (miles de millones en valores reales: USD y EUR a sep-2025; CNY a abr-2025)

Moneda	Promedio anual 2010–2023	Monto 2024	Monto 2025	Suma 2024–2025	Total 2010–2023	% de 2010–2023
USD	31,3	114,0	144,1	258,1	438,4	58,9 %
EUR	23,1	65,3	95,8	161,1	323,9	49,7 %
CNY	48,1	260,8	325,9	586,8	481,1	122,0 %

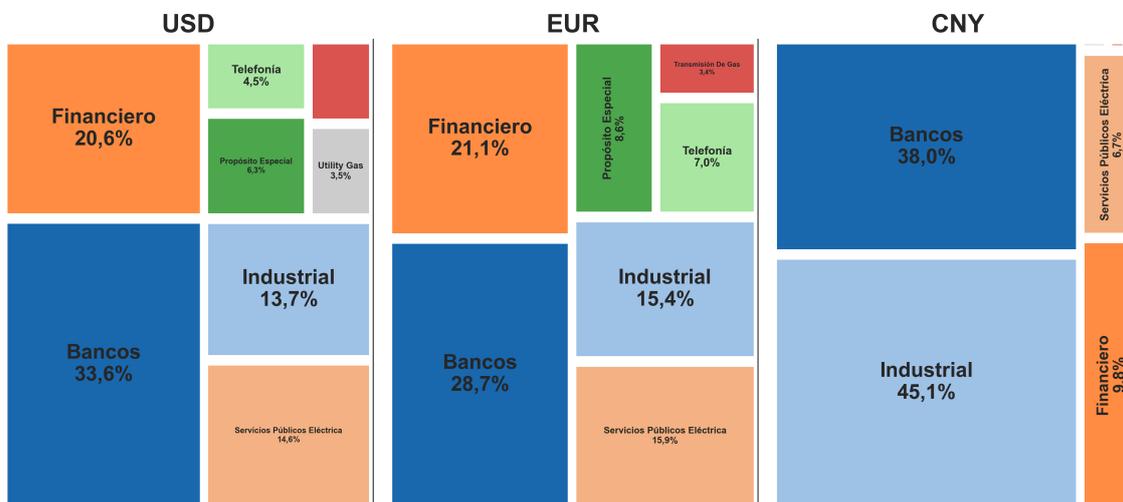
Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg

Para contar con un año completo como referencia, y dado que es comparable en montos emitidos con 2025, resulta útil analizar el comportamiento de 2024. Al observar la emisión mundial de bonos híbridos en las tres monedas mencionadas previamente, se aprecia que la mayor parte proviene de empresas bancarias, del sector financiero, de servicios públicos o de industrias, como se muestra en el Gráfico N°2. Las emisiones en dólares y euros presentan una mayor diversificación, dado que participan empresas de más sectores. En contraste, en 2024 las empresas chinas

¹Renminbi, divisa de curso legal de la República Popular China cuya emisión está a cargo del Banco Popular de China.

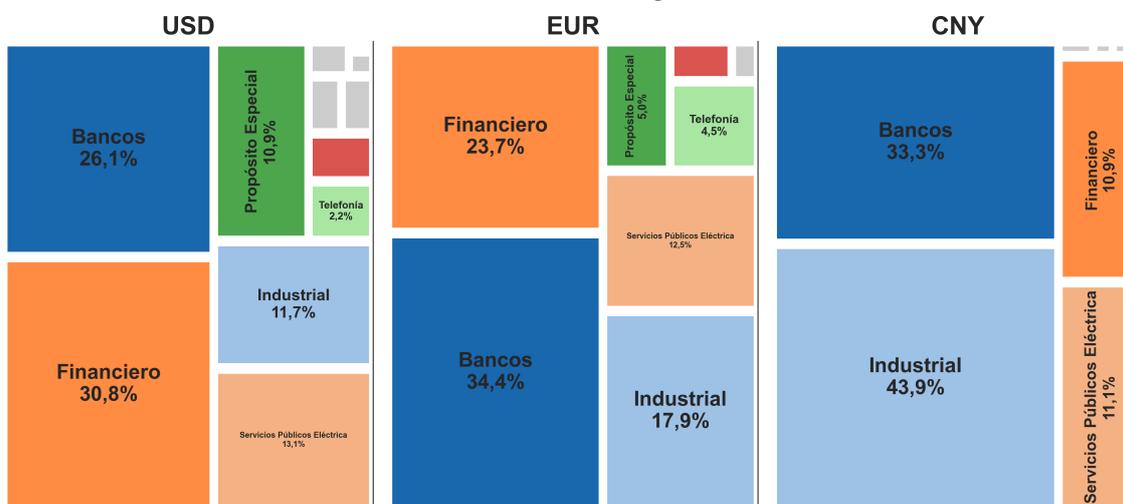
concentraron el 83,1% de la emisión en los sectores bancario e industrial. Al replicar este análisis para las emisiones de bonos híbridos en 2025 (hasta noviembre), se obtiene una conclusión similar, tal como se observa en el Gráfico N°3.

Gráfico N°2: Emisión de bonos híbridos en 2024 según industria (% del monto total anual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

Gráfico N°3: Emisión de bonos híbridos en 2025 según industria (% del monto total anual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

En este contexto de un boom mundial de bonos híbridos a partir de 2024, que se intensifica en 2025, el mercado chileno también se incorporó a esta tendencia. Las mayores emisiones corresponden al sector forestal y minero, con emisores que, si bien no pertenecen exactamente a los sectores predominantes a nivel global (banca, finanzas, *utilities* e industria), sí se enmarcan dentro de categorías industriales amplias y coherentes con la composición observada internacionalmente. CMPC y Arauco, por ejemplo, pertenecen a la industria forestal —papel y celulosa, respectivamente—, mientras que SQM forma parte de la industria química vinculada al sector minero.

En ese contexto, CMPC fue la primera en emitir un bono híbrido en el mercado chileno, colocando 10 millones de UF en agosto. La tasa de colocación fue de 4,19 %, inferior a la tasa cupón de 4,25 %, lo que implica que el bono se emitió sobre la par. Arauco, posteriormente, realizó la mayor emisión corporativa en la historia de Chile, por 20 millones de UF. Su tasa de colocación fue de 3,97 %, también inferior a la tasa cupón de 4,5 %, nuevamente reflejando una emisión sobre la par.

Que ambas emisiones se hayan colocado con tasas menores que sus respectivas tasas cupón significa que los inversionistas aceptaron pagar un precio mayor, reduciendo su rendimiento efectivo, lo cual es un indicador claro de alta demanda y confianza de los inversionistas por este tipo de instrumentos en el mercado chileno. Como se mostrará en la siguiente sección, la emisión de SQM siguió la misma tendencia.

El Bono Híbrido de SQM

El 25 de noviembre, SQM anunció su intención de emitir un bono híbrido por hasta UF 10 millones, lo que se concretó una semana después, el jueves 4 de diciembre, cuando la compañía colocó la totalidad del monto anticipado traduciéndose en 401.244 millones de pesos transados en la operación. La transacción se lanzó inicialmente con una tasa de referencia de 4,4 %. Sin embargo, debido a la fuerte demanda por el instrumento, la tasa se ajustó significativamente a la baja, cerrando en 3,84 %, lo que refleja el elevado interés de los inversionistas y un costo de financiamiento menor al esperado inicialmente.

De acuerdo con el hecho esencial enviado por SQM a la CMF, los bonos corresponden a la Serie S, emitida con cargo a la Línea de Bonos a 35 años registrada el 25 de noviembre de 2025. Los Bonos Serie S tienen vencimiento el 15 de febrero de 2058 y devengan una tasa fija anual de 4 % sobre el capital expresado en UF. La tasa efectiva de colocación, por su parte, fue de 3,84 %, incorporando un margen de 1,52 % sobre el bono del Banco Central de Chile de plazo equivalente². Los fondos obtenidos serán destinados a fines corporativos generales de la compañía y/o al pago de deuda corriente existente, y la empresa señaló que por ahora no es posible cuantificar los efectos de esta operación en sus resultados.

¿Qué esperar hacia adelante?

A partir de las emisiones recientes de CMPC, Arauco y SQM, se observa que el mercado chileno mostró una capacidad relevante para absorber montos significativos en instrumentos híbridos en un horizonte temporal acotado, con un grado de demanda suficiente para llevar las tasas de colocación por debajo de las tasas cupón en todos los casos. Si bien el número de operaciones es todavía reducido, el comportamiento observado indica que existe un espacio potencial para que

²La diferencia entre el cupón (4 %) y la tasa efectiva (3,84 %) se debe a que el bono se colocó sobre par. Aunque paga un cupón de 4 %, el costo efectivo de financiamiento para SQM es 3,84 %, reflejando que los inversionistas estuvieron dispuestos a pagar un precio mayor por el instrumento.

este segmento continúe desarrollándose, especialmente entre empresas con alta clasificación crediticia y estructuras operativas estables. No obstante, la profundidad actual del mercado y la escasez de datos disponibles no permiten, por ahora, extraer conclusiones sobre el desempeño posterior de estos bonos en el mercado secundario, su liquidez efectiva de negociación o la persistencia del apetito inversionista a mediano plazo.

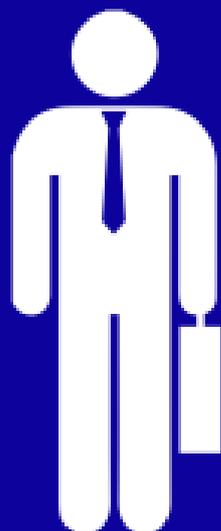
Dado que los bonos híbridos son un instrumento nuevo en el mercado local, la información existente se circunscribe exclusivamente a la etapa de emisión primaria. No se dispone aún de antecedentes suficientes que permitan evaluar el comportamiento de sus precios luego de la colocación, la sensibilidad de su valorización frente a movimientos de tasas internas, la composición detallada de la demanda por tipo de inversionista institucional o la profundidad real del mercado en escenarios menos favorables. Por ello, cualquier evaluación más amplia deberá esperar a que se genere un historial suficiente de negociación en el mercado secundario.

Adicionalmente, es importante considerar que, a nivel internacional, los bonos híbridos presentan características específicas que requieren monitoreo constante, como su condición subordinada, el tratamiento que reciben por parte de las clasificadoras de riesgo, su capacidad de absorción de pérdidas y la flexibilidad que otorgan a los emisores para diferir pagos sin constituir un evento de incumplimiento. Si este mercado continúa expandiéndose en Chile, será relevante observar cómo se adaptan estos instrumentos a la normativa local, qué criterios aplican las agencias de clasificación nacionales y si los inversionistas institucionales desarrollan mandatos formales que incorporen el uso de híbridos dentro de sus portafolios.

En conjunto, las emisiones recientes constituyen un hito relevante para el mercado de capitales chileno y sugieren que los bonos híbridos podrían consolidarse como una alternativa de financiamiento complementaria para emisores corporativos de alta calidad crediticia. Sin embargo, la evolución de este segmento dependerá en gran medida de la disponibilidad futura de información, del comportamiento de la demanda en escenarios diversos y del marco regulatorio que se defina para este tipo de instrumentos. La evidencia actual es promisoriosa, pero aún insuficiente para realizar evaluaciones definitivas; por tanto, será necesario continuar monitoreando su desarrollo durante los próximos años.

MERCADO LABORAL Y PENSIONES

La torta a repartir entre las AFPs
ha dejado de crecer



Resumen ejecutivo

Contexto. El mercado previsional enfrenta un escenario de bajo dinamismo: la población en edad de cotizar prácticamente ha dejado de crecer y el ritmo de aumento de cotizantes dependientes se ha desacelerado de forma significativa. Al mismo tiempo, la estructura competitiva del sistema y las próximas licitaciones de stock plantean desafíos operativos para las AFP, en un entorno donde la informalidad y la evasión previsional siguen siendo elevadas.

Evidencia reciente

- La población de 25–64 años dejó de crecer tras el fin del ciclo migratorio, reduciendo el potencial de expansión del sistema.
- El aumento anual de cotizantes dependientes cayó desde cerca de 150 mil (2000–2019) a sólo 54 mil desde 2019.
- Entre 2019 y 2025 el número total de cotizantes dependientes creció apenas un 5,6%.
- Salvo Modelo y Uno, todas las AFP han perdido cotizantes desde 2019; las ganancias se concentran en las administradoras con comisiones más bajas.
- El ingreso imponible promedio sigue aumentando y compensa parcialmente la menor base de cotizantes.
- Los ingresos por comisiones obligatorias se han mantenido estables, impulsados por las AFP que ganaron las últimas licitaciones.

Factores estructurales y desafíos

- Desde 2027 se implementará la licitación de stock, que trasladará al 10% de los afiliados a la AFP con menor comisión, generando costos y complejidades operativas.
- La licitación de nuevos afiliados dejó de ser un mecanismo suficiente para seguir reduciendo comisiones.
- Más de un millón de asalariados dependientes no cotizan, reflejando un nivel persistente de informalidad.
- La tasa de ocupación en Chile es baja comparada con la OCDE, afectando el tamaño potencial del mercado.
- Mayor ocupación laboral y menor evasión previsional representan las principales vías para expandir la base de cotizantes.
- Con la mayor tasa de cotización, las comisiones medidas como porcentaje del saldo administrado tenderán a disminuir en los próximos años.

Conclusión. El mercado de AFP ha dejado de expandirse al ritmo histórico que sostuvo los ingresos de la industria por décadas. Con menor crecimiento demográfico, baja ocupación, alta informalidad y nuevas exigencias regulatorias, es probable que los retornos futuros sean menores que los observados en el pasado. Para fortalecer el sistema, las políticas públicas deben enfocarse en aumentar la ocupación, reducir la evasión previsional y asegurar una competencia efectiva en comisiones.

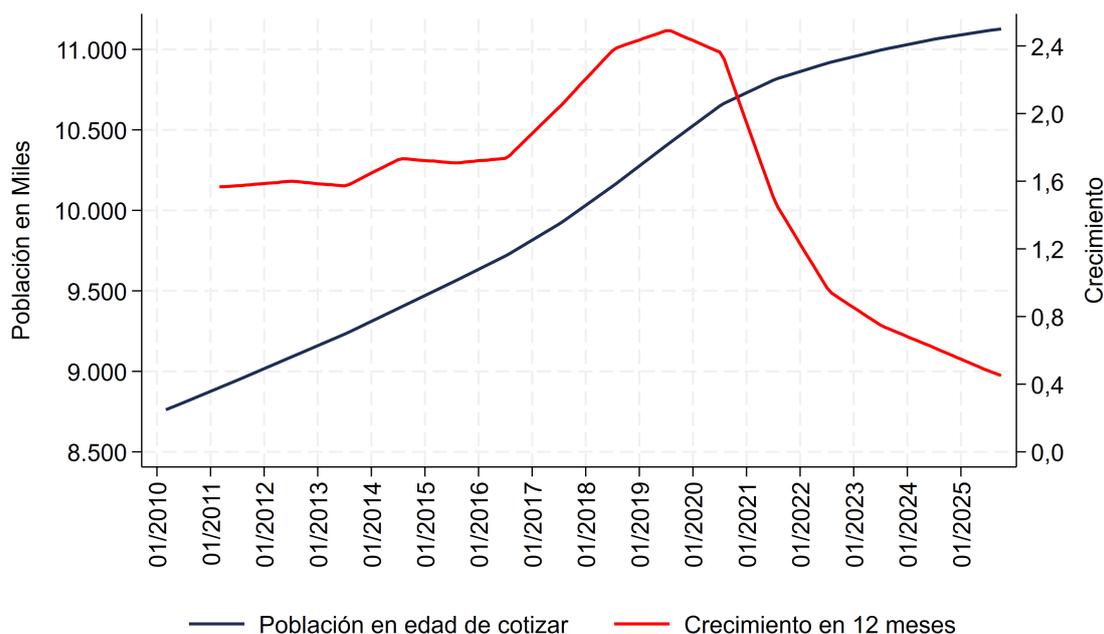
La torta a repartir entre las AFPs ha dejado de crecer

La discusión sobre los elevados retornos de las administradoras de fondos de pensiones lleva muchos años, y de hecho, la reforma previsional aprobada en enero buscó enfrentar esta situación a través de la licitación de parte del stock de afiliados, luego de que la licitación de afiliados nuevos parece haberse agotado como mecanismo para lograr reducciones adicionales de las comisiones de administración. Eso sí, veremos más adelante que las únicas administradoras que crecen en número de cotizantes son las que tienen las comisiones más bajas.

La primera licitación de stock de afiliados debe realizarse de acuerdo a la ley en agosto de 2027. A través de este mecanismo se busca trasladar aleatoriamente al 10% de los afiliados actuales a la AFP que ofrezca la comisión más baja en la licitación. Los primeros afiliados de esta nueva licitación se asignarían en junio de 2028. Existen una serie de complejidades prácticas, técnicas y normativas para la realización de este proceso. Esto ha generado dudas sobre si sus beneficios en términos de menores comisiones lograrán compensar los costos del traspaso de carteras junto con el efecto que la existencia de la licitación genera en las decisiones de inversión de los portfolio managers, sobre todo en lo que se refiere a las inversiones de poca liquidez.

En el intertanto, la demografía, junto con el bajo dinamismo del mercado laboral, llevan a que el mercado por el que compiten las AFPs, es decir, el número de cotizantes dependientes haya dejado de crecer. Podemos ver que la población en edad de cotizar (25-64 años), prácticamente ha dejado de crecer, como muestra el Gráfico N°1. Se observa que esta creció a una tasa elevada durante el período de la masiva inmigración, pero ahora se encuentra casi estancada.

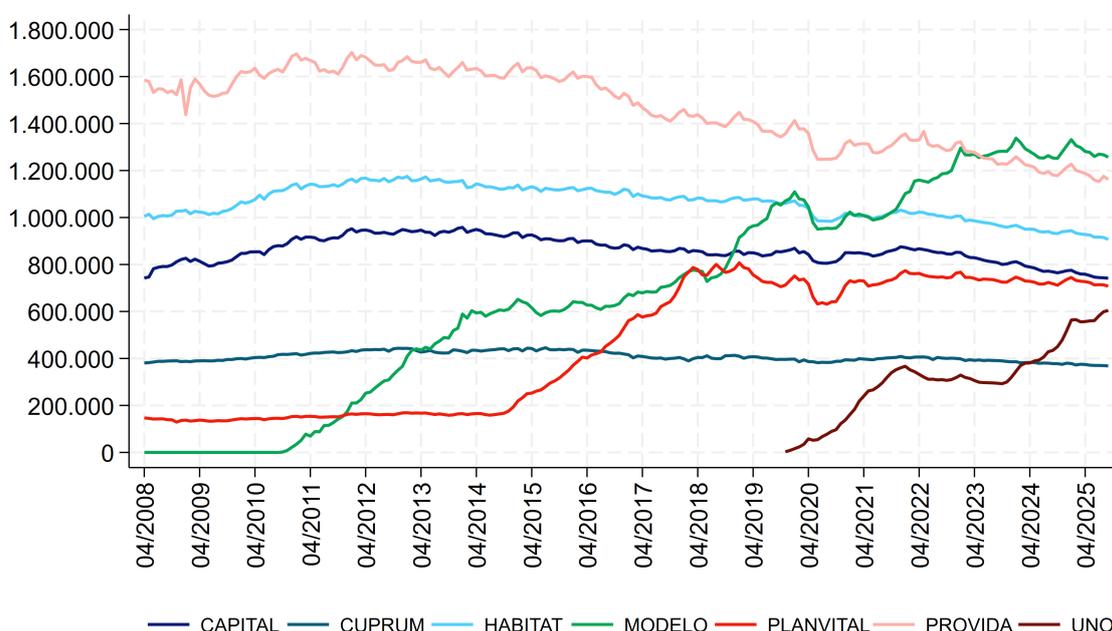
Gráfico N°1: Evolución de la Población en Edad de Cotizar (25-64 años)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Dado que las comisiones se cobran de acuerdo con el ingreso imponible total, el estancamiento en el número de cotizantes afecta los ingresos de las administradoras, especialmente si se compara la situación actual con la que se enfrentó desde los inicios de este sistema hasta el año 2019. A modo de comparación, entre el año 2000 y 2019, el número de cotizantes dependientes aumentó en promedio cerca de 150 mil por año, cifra que se redujo a 54 mil entre 2019 y septiembre pasado. Dado que además la AFP ganadora de la licitación capta a todos los nuevos afiliados, para varias administradoras el número de clientes se está reduciendo, salvo las que se han ganado las últimas licitaciones, Plan Vital, Modelo y Uno. El siguiente gráfico muestra los cotizantes dependientes por administradora y revela aquella situación:

Gráfico N°2: Evolución del Número de Cotizantes Dependientes según AFP



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Pensiones

A su vez, la Tabla N°1 muestra lo que ha ocurrido año a año con el número de cotizantes por AFP. Podemos ver que, con excepción de Modelo y Uno, el resto de las administradoras ha tenido una caída en el número de cotizantes entre 2019 y septiembre pasado. Para el sistema en conjunto, entre 2019 y 2025 el número de cotizantes dependientes ha crecido sólo en un 5,6%, muy por debajo de lo que fueron las tasas de crecimiento históricas.

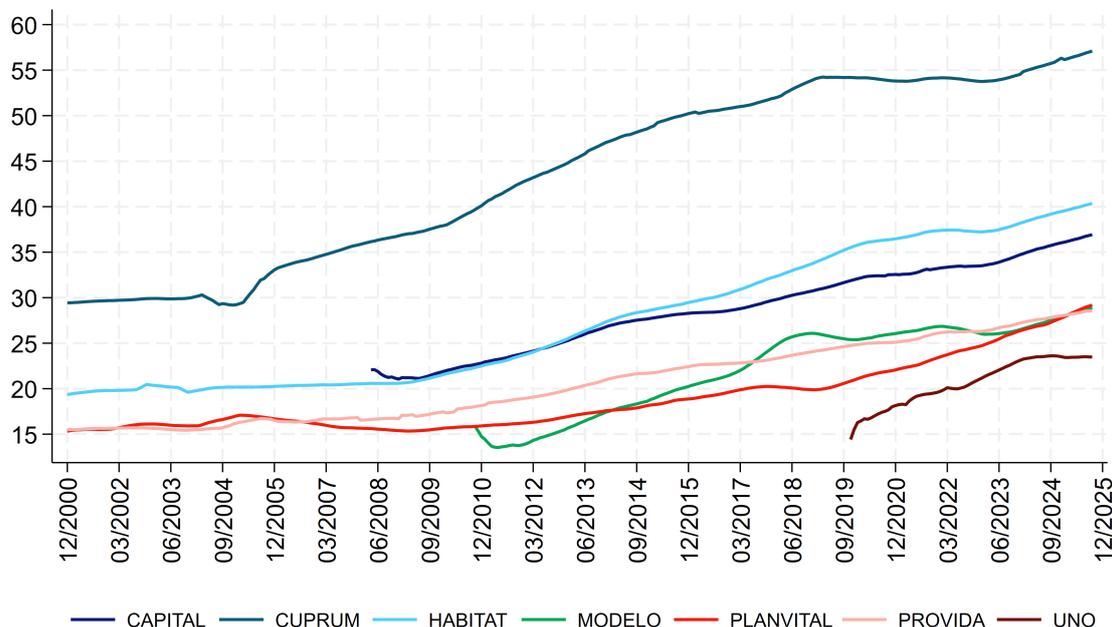
Tabla N°1: Cambio Anual en el Número de Cotizantes Dependientes según AFP

	CAPITAL	CUPRUM	HABITAT	MODELO	PLANVITAL	PROVIDA	UNO	TOTAL
2008	78.414	5.948	22.422		-10.657	960		97.087
2009	12.074	12.210	24.547		5.080	13.214		67.125
2010	74.113	20.209	85.898	22.142	11.404	87.493		301.259
2011	36.798	9.260	19.155	151.529	9.603	-8.267		218.078
2012	4.717	14.576	10.730	193.346	6.034	-9.805		219.598
2013	5.216	-8.099	-14.169	161.800	-3.978	-29.654		111.116
2014	-19.435	6.382	-27.592	100.294	28.729	2.264		90.642
2015	-24.912	-1.842	-752	-7.447	156.792	-36.300		85.539
2016	-25.930	-20.326	-4.269	35.706	180.158	-76.700		88.639
2017	-15.303	-14.715	-33.079	86.291	172.728	-80.398		115.524
2018	-12.099	9.304	-3.879	118.446	79.564	-17.720		173.616
2019	5.467	-16.557	-17.486	218.589	-50.218	-44.563	8.587	103.819
2020	-11.695	-2.577	-48.445	-76.611	-21.395	-70.148	129.255	-101.616
2021	25.119	14.150	13.555	63.369	51.837	29.494	222.488	420.012
2022	-23.435	-8.381	-25.413	180.747	879	-28.190	-41.753	54.454
2023	-43.261	-14.278	-43.012	53.440	-27.599	-75.843	1.182	-149.371
2024	-35.005	-5.872	-21.643	3.886	700	-26.856	198.622	113.832
2025 sep	-27.381	-9.755	-26.388	3.707	-10.403	-18.105	169.921	81.596
Cambio % entre 2019 y 2025	-13,3	-6,8	-14,8	18,4	-1,0	-14,0		5,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Pensiones

Además del número de cotizantes, la segunda variable relevante en los ingresos por comisiones es el comportamiento de los ingresos imposables de éstos. En esta variable se observa un comportamiento al alza más estable que en el número de cotizantes, y también brechas importantes entre las administradoras, como puede verse en el siguiente gráfico. El crecimiento del ingreso imponible logra compensar entonces la caída del número de cotizantes para algunas administradoras.

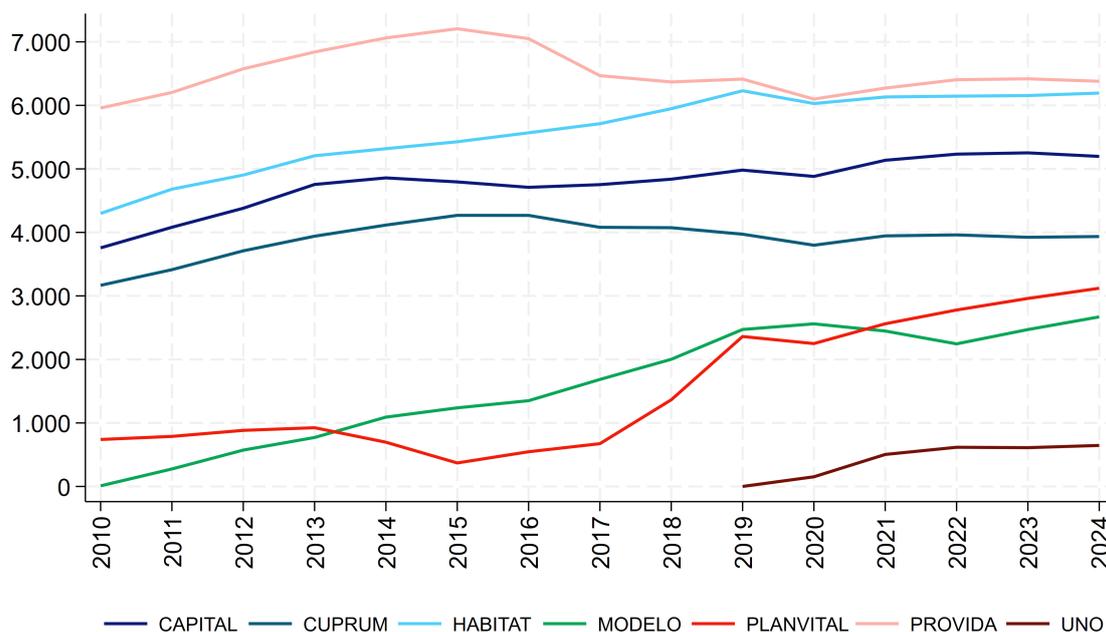
Gráfico N°3: Evolución del Ingreso Imponible promedio mensual en UF según AFP (promedio móvil en 12 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Pensiones

Si analizamos el ingreso por comisiones de las cotizaciones obligatorias, efectivamente se han mantenido bastante estables en los últimos años, y el crecimiento se explica por las administradoras que se han adjudicado las últimas licitaciones (Plan Vital, Modelo y Uno), y que, por ende, han mostrado crecimientos en el número de cotizantes, como se puede ver en el siguiente gráfico:

Gráfico N°4: Evolución de los Ingresos por Comisiones Obligatorias en miles de UF según AFP



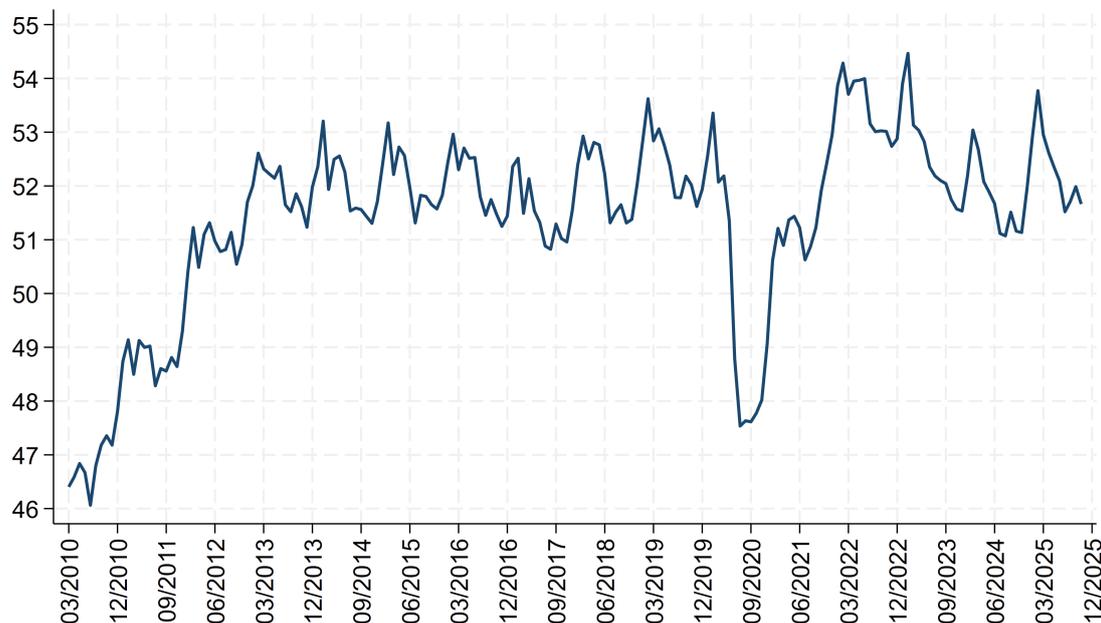
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Superintendencia de Pensiones

En definitiva, lo que hasta hace algunos años se podía describir como un mercado en que los ingresos de los oferentes crecían en forma permanente, tanto por la demografía como por el crecimiento de los salarios reales, ya dejó de serlo. Los ingresos han tendido a estancarse, y de hecho, si en algunos años más se miden las comisiones como un porcentaje del saldo administrado, dado que se mantendría la comisión por sueldo, los costos van a mostrar una tendencia decreciente, producto del aumento de la tasa de cotización, que va a generar mayores saldos en las cuentas de capitalización. Podría darse entonces que esta polémica por los retornos de la industria empiece a perder importancia, ya que se tratará de un negocio menos atractivo de lo que fue en el pasado.

Es cierto que está aumentando el número de los jubilados, y que las administradoras también cobran comisiones por la administración del retiro programado, pero en ese segmento compiten con las compañías de seguro, por lo que la organización industrial no presenta los problemas de inercia de afiliados que tiene el ahorro obligatorio.

Un aspecto de interés y que debería estar dentro de las preocupaciones de la industria es que a pesar de que la población objetivo en esta industria ha dejado de crecer, también es efectivo que un poco más de la mitad de la población entre 25 y 64 cotiza como trabajador dependiente, como muestra el siguiente gráfico:

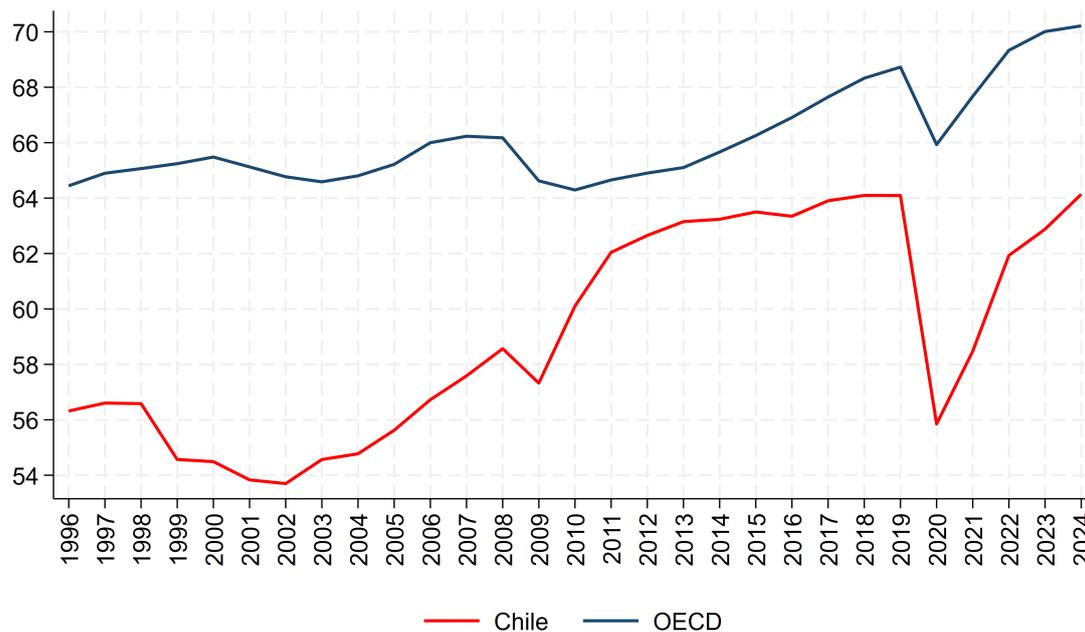
Gráfico N°5: Evolución del porcentaje de trabajadores en edad de cotizar que cotiza como dependiente



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE y la Superintendencia de Pensiones

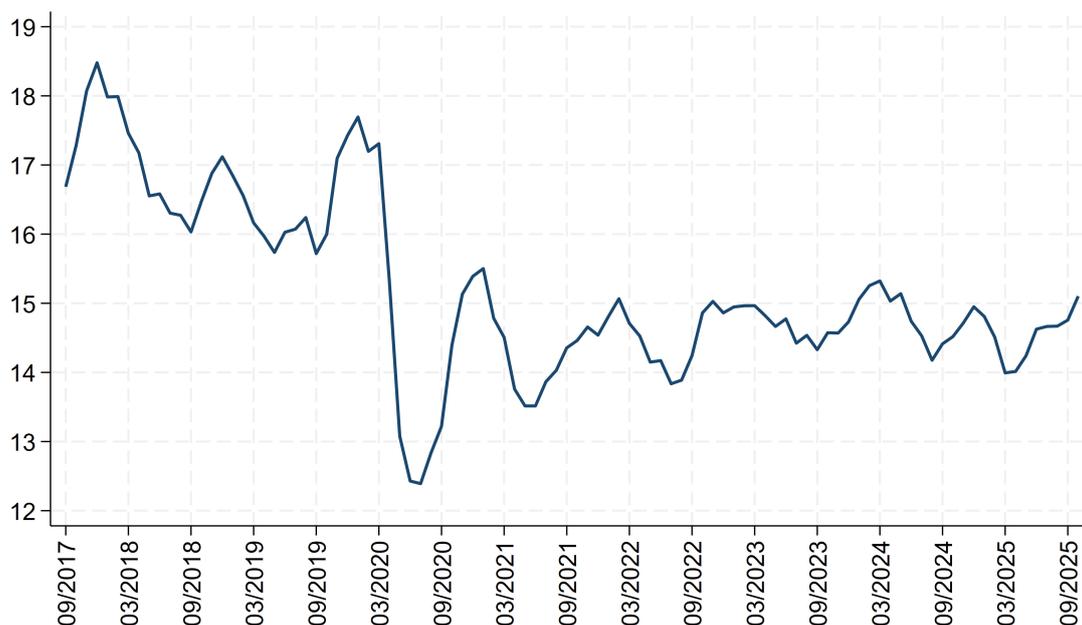
Las brechas actuales en la tasa de ocupación laboral y en la evasión previsional se ilustran en los Gráficos N°6 y N°7, respectivamente. Chile mantiene una tasa de ocupación por debajo del promedio de la OCDE y un nivel persistente de informalidad entre los asalariados, equivalente a cerca de un 15 % en el último quinquenio.

Gráfico N°6: Ocupados como proporción de la población en edad de trabajar – Chile vs OECD



Fuente: OECD

Gráfico N°7: Asalariados informales como proporción de los asalariados totales en Chile



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

Esto significa que existe un potencial de crecimiento importante por dos vías complementarias: aumentar la tasa de ocupación laboral y disminuir la evasión previsional, considerando que en Chile más de un millón de trabajadores asalariados informales no cotizan. Se trata de trabajadores dependientes cuyos empleadores deberían cumplir con la obligación de cotizar y no lo hacen. Avanzar en estos temas debería ser un objetivo importante de las políticas públicas.

TEMA DE ANÁLISIS

¿Quién se beneficia con eliminar
las contribuciones?



Resumen ejecutivo

Contexto. El impuesto territorial es la principal fuente estable de financiamiento municipal: aproximadamente el 60 % del FCM proviene de este impuesto. Su eliminación (en cualquier grado) beneficiaría principalmente a comunas de altos ingresos y reduciría significativamente los ingresos de la mayoría de las comunas, especialmente las más vulnerables, que dependen fuertemente del FCM para financiar servicios esenciales.

Diagnóstico

- La mayoría de los predios no agrícolas no paga contribuciones debido al tramo exento, por lo que eliminar el impuesto no beneficiaría significativamente a la clase media promedio.
- La evidencia urbana muestra que eliminar las contribuciones no reduce arriendos: el ahorro se capitaliza en mayores precios de vivienda, encareciendo el acceso para futuros compradores.
- Las comunas vulnerables dependen fuertemente del FCM; sin un reemplazo equivalente, habría recortes significativos en servicios provistos como aseo, áreas verdes, CESFAM, etc.
- A nivel internacional, todos los países de la OECD mantienen impuestos recurrentes a la propiedad por ser eficientes, progresivos y claves para la autonomía local.

Principales implicancias

- Eliminar las contribuciones (en cualquier grado) sería una medida regresiva: beneficiaría a los hogares de mayores ingresos y reduciría los recursos disponibles para comunas vulnerables.
- La eliminación del impuesto territorial profundizaría la brecha entre comunas “ricas” y “pobres”, al aumentar recursos donde menos se necesitan y reducirlos donde más se requieren.
- Existe un desacople creciente entre avalúos fiscales y capacidad real de pago; el problema no es el impuesto en sí, sino su diseño actual.
- Mejoras al impuesto deben enfocarse en vincular mejor las contribuciones al ingreso real o la liquidez del contribuyente, no en eliminarlo.

Conclusión. Eliminar el Impuesto Territorial en Chile carece de sustento técnico y sería una medida fiscalmente irresponsable. Reduciría significativamente los ingresos de las comunas más vulnerables, que dependen del FCM, y transferiría recursos a los hogares y comunas de mayores ingresos, profundizando desigualdades territoriales. La evidencia nacional e internacional apunta a perfeccionar el impuesto —actualizando avalúos, mejorando su progresividad y protegiendo a hogares con baja liquidez— antes que eliminarlo.

¿Quién se beneficia con eliminar las contribuciones?

Durante todo el ciclo de campañas presidenciales de este año —y también recientemente— el tema de las contribuciones ha estado presente de manera constante en la discusión pública. En muchos casos, el debate ha tendido a abordarse desde una perspectiva más política que técnica, poniendo el énfasis en la percepción de si es “justo” pagar contribuciones por una propiedad adquirida con esfuerzo.

Ese enfoque, aunque relevante para entender las preocupaciones ciudadanas, suele dejar en segundo plano algunos elementos técnicos fundamentales. Primero, las llamadas “contribuciones de bienes raíces” (o Impuesto Territorial) son efectivamente un impuesto, que —como cualquier otro— puede tener un carácter más progresivo o regresivo dependiendo de su diseño. Segundo, su aplicación no se limita a propiedades habitacionales: una parte importante de la recaudación proviene de inmuebles con otros usos, especialmente en comunas con mayor actividad económica. Tercero, a diferencia de otros tributos, los recursos provenientes del Impuesto Territorial se destinan íntegramente a las municipalidades, que son precisamente las instituciones capaces de generar mejoras visibles y relativamente rápidas en la calidad de vida de las personas. Cuarto, y quizás más relevante, este impuesto constituye una de las principales herramientas de redistribución entre municipalidades, contribuyendo a disminuir las brechas de ingresos existentes en el país.

En suma, aunque la dimensión emocional es importante para comprender cómo la ciudadanía interpreta este tema, el análisis técnico resulta esencial —al menos en un escenario ideal— para evaluar la viabilidad y efectividad de las propuestas. En un contexto de recursos escasos, las políticas públicas requieren un diseño sólido: de lo contrario, no solo es difícil que logren sus objetivos, sino que además pueden absorber recursos que podrían destinarse a iniciativas con mayor impacto. La discusión sobre una eventual eliminación del Impuesto Territorial (sea total, parcial o acotada a la primera vivienda) debe ser evaluada precisamente bajo esta lógica.

Antecedentes y Estructura del Impuesto Territorial en Chile

El impuesto territorial en Chile tiene una larga trayectoria. Sus orígenes se remontan a la Ley de Catastro de 1831, que estableció una contribución catastral sobre predios rústicos en reemplazo de las alcabalas¹ y, en parte, del diezmo que financiaba a la Iglesia. A lo largo del siglo XX se consolidó la Contribución de Haberes y luego la Ley N°17.235 de 1969, hoy refundida en el DFL N°1 de 1998, que fija el marco vigente del impuesto territorial o contribuciones de bienes raíces.

Actualmente, el impuesto territorial es un gravamen anual sobre el avalúo fiscal de los bienes raíces agrícolas y no agrícolas. El Servicio de Impuestos Internos determina y actualiza estos avalúos mediante procesos periódicos de reavalúo, considerando terreno, construcciones y, cuando

¹La *alcabala* era un impuesto de origen hispánico aplicado en los virreinos americanos, que gravaba la compraventa de bienes con una tasa proporcional al valor transado. Fue uno de los principales tributos del comercio colonial y comenzó a eliminarse gradualmente en Chile durante el siglo XIX.

corresponde, bienes comunes. La recaudación se destina en un 100 % a las municipalidades: una parte queda como ingreso propio de la comuna y el resto se aporta al Fondo Común Municipal, por lo que este impuesto es una de las principales fuentes estables de financiamiento local.

Las tasas dependen del destino del predio y se ajustan en cada reavalúo. La ley fija tasas máximas de 1 % para bienes raíces agrícolas y de 1,4 % para bienes raíces no agrícolas. En el ciclo de reavalúo 2025, las tasas efectivas son inferiores a esos máximos: para propiedades no habitacionales, la tasa vigente aplicable a sitios no edificados, propiedades abandonadas o pozos lastreros ubicados en áreas urbanas es de 1,23 % anual. En el caso de los bienes raíces no agrícolas destinados a la habitación, la tasa es progresiva: al 1 de enero de 2025, la parte de la base imponible hasta \$207.288.476 paga una tasa de 0,893 % anual, y la parte que excede dicho monto paga 1,042 % anual.

En paralelo, existe un conjunto de exenciones estructurales y montos exentos que se reajustan semestralmente. A contar del 1 de enero de 2025, los tramos exentos son, aproximadamente: \$47,2 millones para bienes raíces agrícolas propiamente tales, \$13,0 millones para casa patronal, \$257 mil para bienes raíces no agrícolas no habitacionales (pleno derecho) y \$58,0 millones para bienes raíces habitacionales no agrícolas. En el caso de las viviendas, esto significa que hasta ese avalúo fiscal la propiedad no paga contribuciones y solo el excedente se convierte en base imponible, sobre la cual se aplican las tasas de 0,893 % y 1,042 % según el tramo. En la práctica, una fracción muy relevante del parque habitacional no agrícola queda totalmente exenta, especialmente fuera de la Región Metropolitana, concentrando el impuesto en viviendas de mayor avalúo y en inmuebles comerciales e industriales.

Por otro lado, existe el debate sobre la incidencia del impuesto. Si bien teóricamente se podría pensar que eliminarlo bajaría los arriendos, la evidencia en economía urbana sugiere lo contrario.

En el corto plazo, el mercado presenta rigideces contractuales: los arriendos en Chile típicamente se pactan a plazo fijo y en UF, indexados a la inflación y no a los costos tributarios del dueño, por lo que no hay mecanismo inmediato de traspaso.

Sin embargo, lo más relevante ocurre en el mediano y largo plazo. El precio de los arriendos está determinado fundamentalmente por la demanda y la oferta en la ubicación, no por el costo del propietario. Si se eliminan las contribuciones, el dueño no tiene incentivos de mercado para bajar el precio, ya que la disposición a pagar de los inquilinos sigue siendo la misma o más. En consecuencia, el dueño captura ese “ahorro” íntegramente como una mayor rentabilidad neta. Esto no solo no beneficia al arrendatario, sino que se capitaliza inmediatamente en un mayor valor de la propiedad, haciendo la vivienda aún más cara para quien quiera comprar.

Junto a estos tramos por monto, la ley contempla exenciones por beneficios, focalizadas en ciertos contribuyentes o usos. Destaca el beneficio para adultos mayores vulnerables, que permite rebajar hasta un 100 % (o 50 %, según tramo de ingreso) el impuesto territorial de la vivienda principal de mujeres desde 60 años y hombres desde 65 años, propietarios de un bien raíz no agrícola destinado a habitación, siempre que cumplan condiciones de ingreso, avalúo máximo y residencia efectiva. Existen además exenciones totales para determinados inmuebles de interés público (bienes del Fisco y municipalidades, establecimientos educacionales reconocidos, univer-

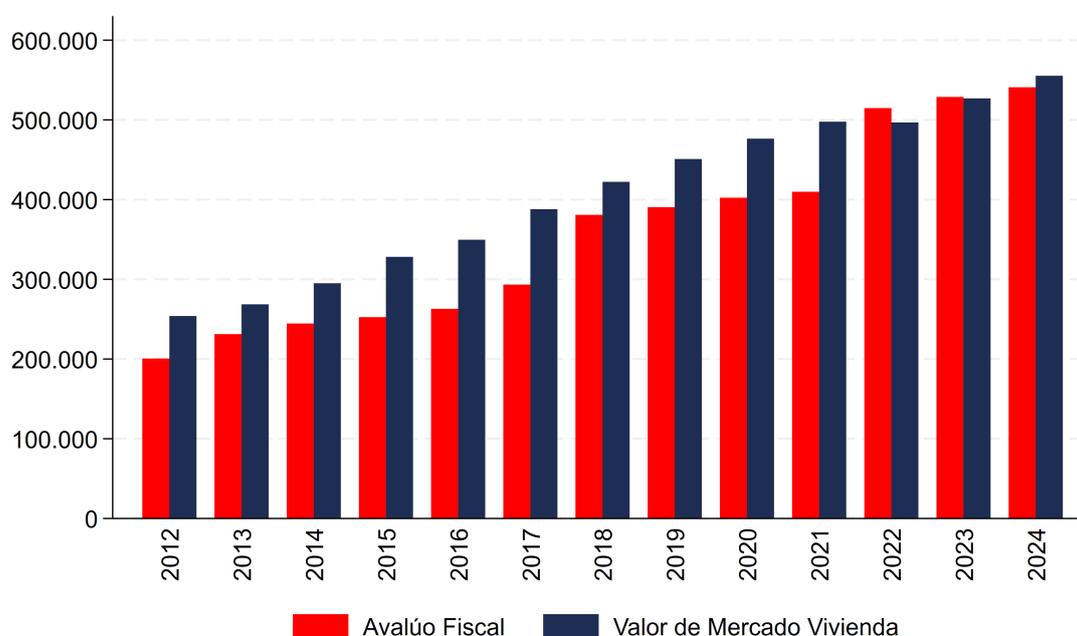
sidades e instituciones de beneficencia, templos y sedes religiosas, ciertas viviendas económicas y viviendas acogidas a regímenes especiales, entre otros), siempre que se destinen efectivamente a esos fines.

Sin embargo, persiste una limitación técnica relevante: la desconexión entre el valor del activo y el flujo de caja efectivo del propietario. El impuesto se determina en función del avalúo fiscal de la propiedad —que refleja riqueza acumulada— pero no considera la capacidad real de pago mensual del dueño. Esto afecta especialmente a quienes presentan baja liquidez, ya sea por pensiones insuficientes en el caso de jubilados, pérdida de empleo, o ingresos inestables o reducidos.

En estos casos, el impuesto puede terminar forzando la venta de la vivienda únicamente para cumplir con la obligación tributaria, lo que constituye una ineficiencia económica al inducir decisiones que no ocurrirían sin esa presión fiscal. No es deseable que las personas se vean obligadas a vender su propiedad por no poder pagar el impuesto.

En el caso de Chile, el Gráfico N°1 muestra un patrón particularmente relevante: los avalúos fiscales han crecido con fuerza en la última década. De hecho, entre 2022 y 2023, la suma total de los avalúos a nivel nacional se mantuvo por encima del valor de mercado agregado de las viviendas. Esta relación recién se revierte nuevamente en 2024. Si bien el gráfico no permite observar directamente la desconexión entre liquidez e impuesto, sí evidencia un aumento persistente de los avalúos fiscales y valores de mercado, lo que aumenta el riesgo de que la carga tributaria no refleje la capacidad real de pago de los propietarios.

Gráfico N°1: Evolución del Valor de Mercado y del Avalúo Fiscal de Viviendas en Chile (Miles de Millones de Pesos de octubre 2025)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCCH y del Servicio de Impuestos Internos

Además, sobre la contribución “base” operan las sobretasas, entendidas como recargos que se suman al impuesto normal cuando se cumple alguna condición específica. La normativa contem-

pla: (i) una sobretasa fiscal general de 0,025 % que se adiciona a la tasa de los bienes raíces no agrícolas; (ii) una sobretasa de 100 % de la tasa vigente para sitios no edificados, propiedades abandonadas y pozos lastreros en áreas urbanas, orientada a desincentivar el suelo ocioso; y (iii) una sobretasa patrimonial progresiva, que grava con tasas adicionales a quienes concentran un patrimonio inmobiliario elevado, definido por la suma de los avalúos fiscales de todos sus bienes raíces sobre ciertos umbrales expresados en UTA.

En síntesis, de manera muy simplificada, el cálculo del impuesto territorial para una propiedad sigue tres pasos:

- Primero se determina el avalúo fiscal total del inmueble y se restan las exenciones que correspondan (tramo exento habitacional, beneficios para adultos mayores, otras exenciones legales). El resultado es la base imponible afecta.
- Luego se aplica la tasa de impuesto territorial según el tipo y destino del bien raíz y, en el caso habitacional, según el tramo de avalúo (0,893 % o 1,042 %). Así se obtiene la contribución neta anual, que se divide en cuatro cuotas trimestrales.
- Finalmente, si corresponde, se agregan las sobretasas (fiscal general, sitios no edificados/-propiedades abandonadas y sobretasa patrimonial). La suma de estos componentes da el impuesto territorial total a pagar por ese inmueble en el año.

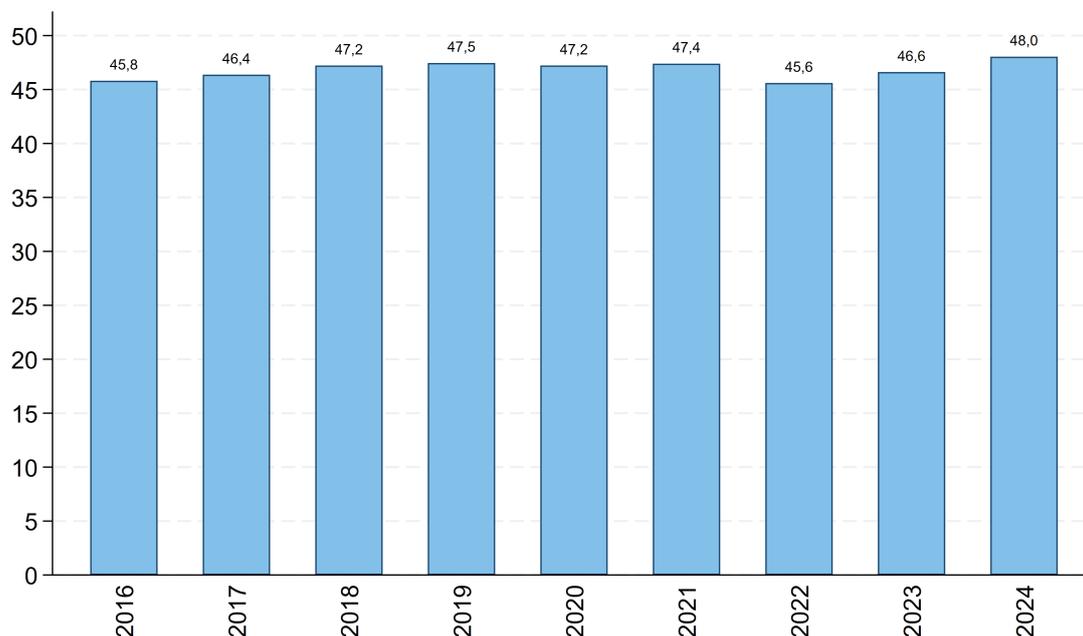
En conjunto, el sistema combina un impuesto recurrente sobre la propiedad con exenciones amplias para viviendas de menor avalúo y beneficios focalizados para contribuyentes vulnerables o actividades de interés público, reforzando su carácter redistributivo al tiempo que asegura un flujo estable de recursos para los gobiernos locales².

Impuesto Territorial ¿Progresivo o Regresivo?

Como se señaló en la sección anterior, el impuesto territorial se destina íntegramente al financiamiento de las municipalidades. De este total, un 40 % queda en la comuna que lo recauda, mientras que el 60 % restante se transfiere al Fondo Común Municipal (FCM). Una excepción son las comunas de Las Condes, Providencia y Vitacura, donde la contribución al FCM asciende al 65 %. Si bien los ingresos municipales no dependen exclusivamente del FCM, en promedio sí lo hacen en gran medida, como muestra el siguiente gráfico:

²Para más detalles, revisar documento completo de la [Biblioteca Nacional del Congreso de Chile](#).

Gráfico N°2: Fondo Común Municipal como proporción del Ingreso Total de Municipalidades (% promedio)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Biblioteca Nacional del Congreso de Chile

Desde hace casi una década, los ingresos de las municipalidades en Chile dependen en gran medida y de manera constante del FCM³. La variación en el promedio de este coeficiente es mínima: oscila entre un 45,6 % y un 48,0 % hasta 2024. A nivel individual, el promedio entre 2016 y 2024 alcanza un 46,9 %, con una desviación estándar de 19,7 puntos. Esto muestra que existen municipalidades cuya dependencia del FCM es considerablemente mayor que ese promedio.

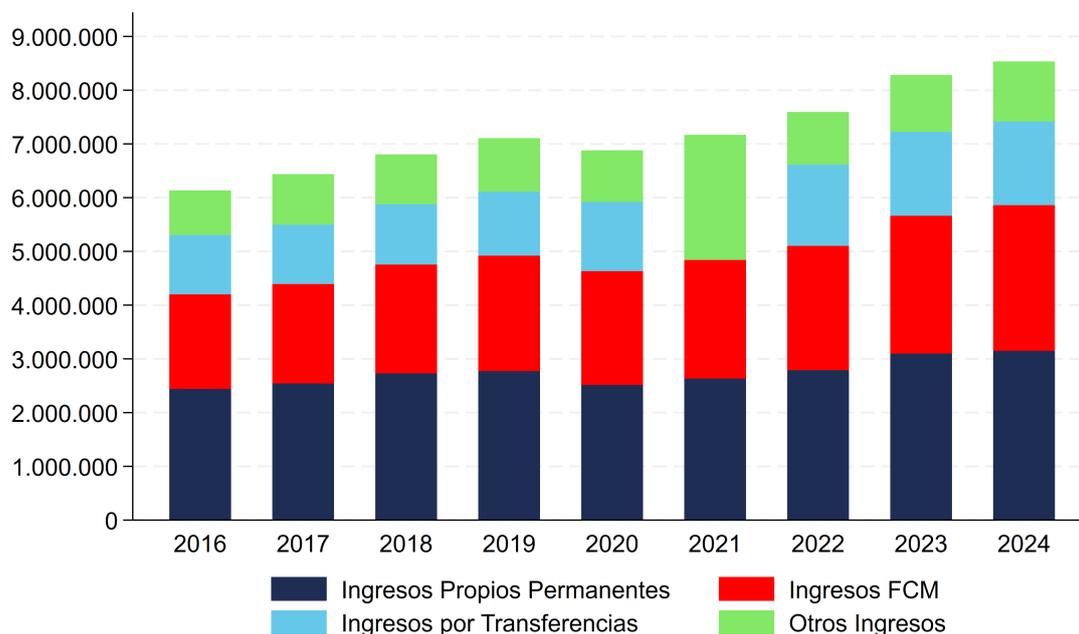
Si se excluyen casos muy particulares de comunas pequeñas y aisladas –como Isla de Pascua, cuyos ingresos han dependido en promedio en un 94 % del FCM en el período 2016-2024, o Cabo de Hornos– se observan comunas altamente pobladas cuyos ingresos provienen casi exclusivamente del FCM. Este es el caso de La Pintana y Puente Alto, con dependencias promedio de 75,3 % (variando entre 71,3 % y 76,4 %) y 65,6 % (entre 64,5 % y 66,7 %), respectivamente.

La Granja, aunque menos poblada que las anteriores –pero igualmente significativa en comparación con muchas comunas fuera de las principales conurbaciones (Coquimbo-La Serena, Viña del Mar-Valparaíso y Concepción-Talcahuano)– también presenta una fuerte dependencia: en promedio, un 63,6 % de sus ingresos provino del FCM entre 2016 y 2024. Le siguen Lo Espejo con 63,4 % y San Ramón con 62,7 %. En el extremo opuesto se encuentran Las Condes, Vitacura y Providencia, cuyas dependencias del FCM son de apenas 1,2 %, 1,8 % y 1,8 %, respectivamente. Por otro lado, si se observan los ingresos totales de las municipalidades a lo largo del tiempo, se aprecia un crecimiento de aproximadamente 103 % en términos reales entre 2016 y 2024, tal

³El monto que recibe cada comuna del FCM se calcula aplicando un coeficiente que integra cuatro dimensiones: un 25 % que se distribuye por partes iguales, un 10 % asociado al número de personas pobres de la comuna, un 30 % que compensa la existencia de predios exentos de contribuciones, y un 35 % que se asigna a las comunas con menores ingresos municipales por habitante. Al aplicar este coeficiente al total del Fondo se obtiene la asignación individual de cada comuna. La formulación matemática completa se detalla en el Apéndice Técnico.

como muestra el Gráfico N°3.

Gráfico N°3: Evolución de Ingresos Municipales – IPP, FCM, Transferencias y Otros Ingresos (Millones de Pesos de octubre 2025)



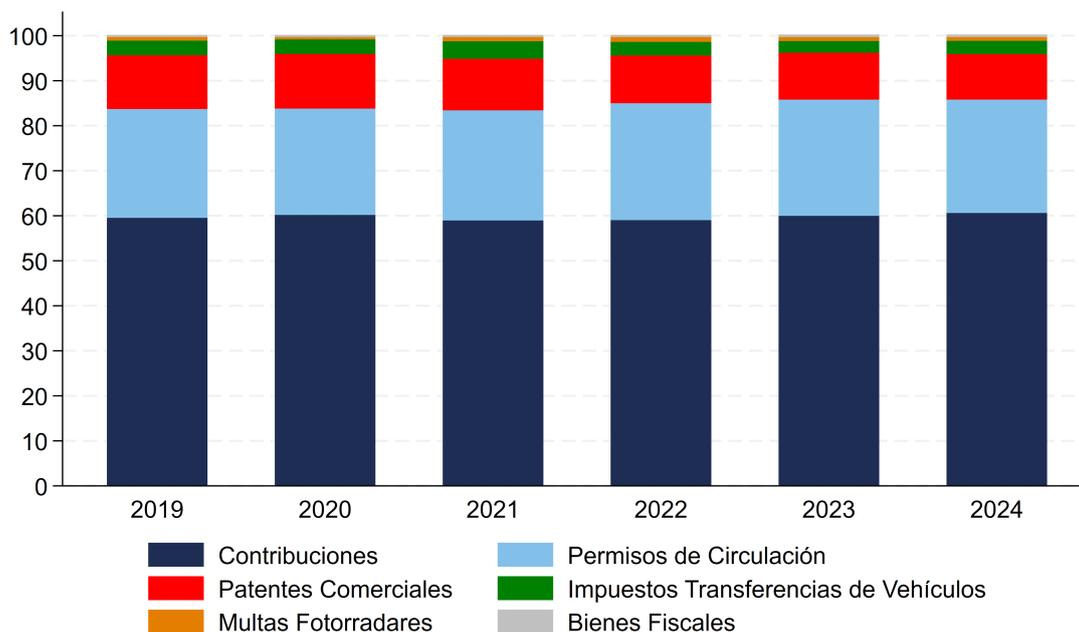
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Biblioteca Nacional del Congreso de Chile

Los ingresos municipales pueden descomponerse en Ingresos Propios Permanentes (IPP), lo proveniente del FCM, Transferencias (típicamente de gobiernos regionales, aunque puede ser de otras entidades públicas, Subdere y privados) y Otros Ingresos. Los IPP corresponden a aquellos generados directamente por la municipalidad: el porcentaje del impuesto territorial que permanece en la comuna (un 40 %, excepto en Las Condes, Providencia y Vitacura que es un 35 %), permisos de circulación, patentes municipales, otros derechos, multas, derechos de aseo, concesiones, licencias de conducir, patentes mineras, casinos de juego, patentes acuícolas y otras rentas de la propiedad.

Además, existe una brecha entre IPP e Ingresos Propios (IPP más FCM) que se ha ampliado con el tiempo. En el período 2016-2024, esta diferencia fue en promedio de 1.746.000 millones de pesos. Mientras en 2016 la brecha total era de 1.166.000 millones en total para las 345 comunas, en 2024 alcanzó los 2.620.000 millones de pesos, lo que implica un crecimiento promedio anual para la brecha entre Ingresos Propios e IPP de aproximadamente 10,47 % entre ambos años. En otras palabras, el FCM explica una porción cada vez mayor de los recursos municipales y ha crecido a un ritmo más rápido que los Ingresos Propios Permanentes.

Dado que los ingresos totales municipales han aumentado con el tiempo —y considerando que dependen en gran medida del FCM, pues en promedio 181 de las 345 comunas (52,5 %) obtuvieron más del 50 % de sus ingresos totales desde este fondo en el período 2016-2024— resulta pertinente analizar cómo se compone el FCM. El siguiente gráfico muestra dicha composición para el período 2019-2024:

Gráfico N°4: Composición del Fondo Común Municipal según origen de los ingresos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Tesorería General de la República de Chile

La gran mayoría del monto anual del FCM proviene del impuesto territorial: en promedio, un 60% entre 2019 y 2024⁴. Es decir, las transferencias que realizan las municipalidades al FCM a partir del impuesto territorial —que en 342 de las 345 comunas corresponde al 60% de lo recaudado— son tan relevantes en comparación con los demás componentes, que el propio FCM termina reflejando esa misma distribución.

En segundo y tercer lugar en importancia se encuentran los permisos de circulación y las patentes comerciales, que aportan en promedio un 25% y un 11%, respectivamente, en el período analizado. Los otros tres componentes tienen un peso marginal, ya que los tres principales representan en conjunto el 96% del FCM en promedio.

Además, la desviación estándar de cada componente es prácticamente cero. Esto significa que no solo la participación de cada fuente es la descrita, sino que dicha composición se mantiene muy estable año tras año, con variaciones mínimas.

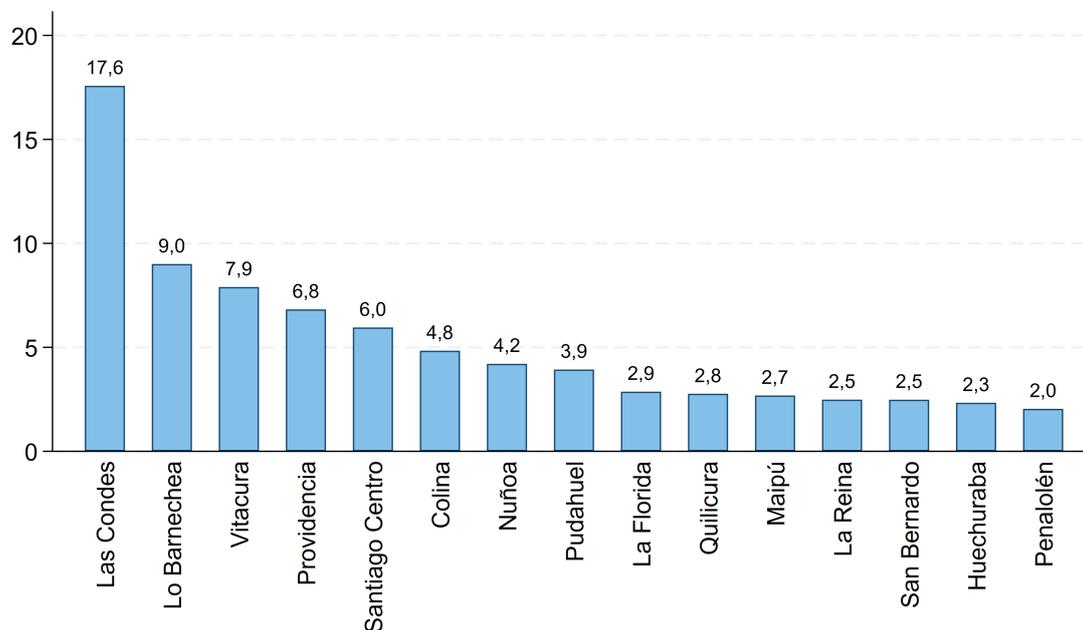
Una vez establecido que el FCM es fundamental para los ingresos municipales en Chile —y que dentro de este fondo el impuesto territorial constituye no solo su componente mayoritario, sino también uno extremadamente estable, aportando de manera constante cerca del 60%— resulta relevante identificar qué comunas son las que contribuyen en mayor medida a dicho fondo.

Como se mencionó anteriormente, tanto el FCM como el impuesto territorial (al igual que cualquier impuesto que grava el ingreso y no busca corregir externalidades) tienen como objetivo central la redistribución: que las comunas con mayores recursos aporten a aquellas con menores ingresos, permitiendo así “nivelar la cancha”. En este sentido, el siguiente gráfico presenta las quince comunas que más aportaron al total del impuesto territorial proveniente de bienes raíces

⁴Período en el cual existen datos públicos para la composición del FCM.

no agrícolas⁵ durante el primer semestre de 2025:

Gráfico N°5: Aporte comunal al Impuesto Territorial (%) – 15 comunas con mayor recaudación (1S 2025)

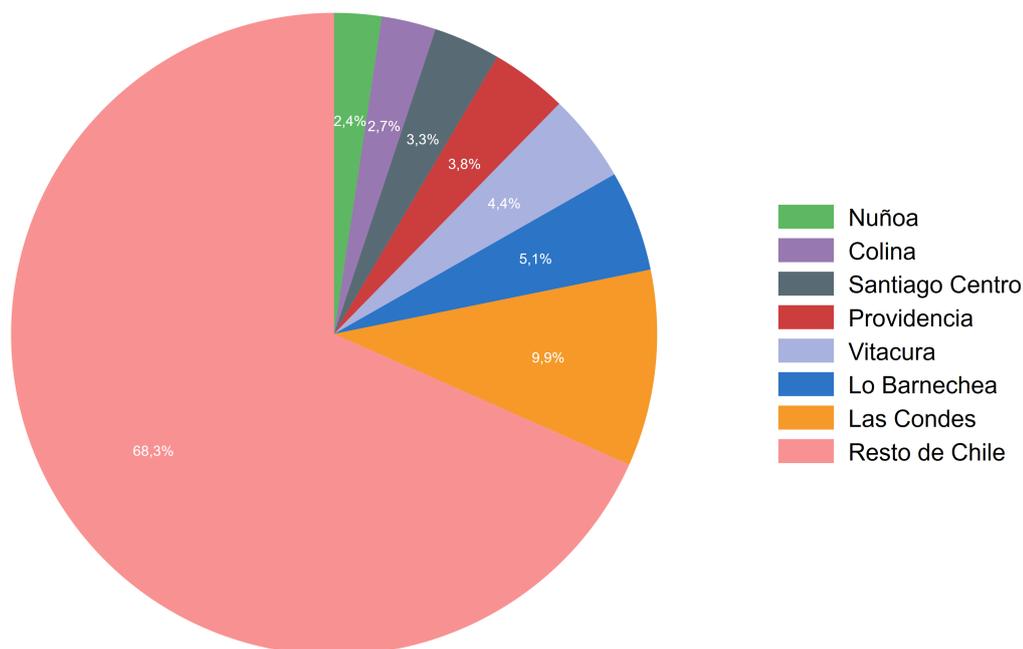


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Servicio de Impuestos Internos

En efecto, durante el primer semestre, la mayor parte de la recaudación a nivel nacional provino de quince comunas de la Región Metropolitana. En este contexto, el Gráfico N°6 resulta aún más ilustrativo, pues muestra que solo siete comunas concentraron poco más de un tercio de la recaudación total (31,7%). Al considerar las quince comunas del Gráfico N°5, esta proporción asciende a 43,8%.

⁵El análisis se centra en la contribución no agrícola, que constituye la fracción dominante del impuesto territorial (94% en promedio) durante el período 2008-2025 según datos del SII, mientras que los predios agrícolas muestran escasa variabilidad y su magnitud es insuficiente para influir en los cambios intertemporales de la recaudación.

Gráfico N°6: Aporte (%) de las comunas de mayores ingresos al Impuesto Territorial (1S 2025)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Servicio de Impuestos Internos

En otras palabras, no solo las municipalidades dependen en gran medida del FCM —que a su vez depende fuertemente del impuesto territorial—, sino que además este impuesto proviene en gran proporción de un grupo reducido de comunas concentradas en la Región Metropolitana, que corresponden naturalmente a las de mayores ingresos. Solo Las Condes, Lo Barnechea, Providencia y Vitacura aportaron en conjunto un 23,2% de la recaudación total durante el primer semestre.

No solo es cierto que una parte muy significativa de la recaudación del impuesto territorial — que financia en gran medida al FCM con fines redistributivos— proviene de un pequeño grupo de comunas de altos ingresos concentradas en la Región Metropolitana. Además, salvo en el caso de esta última región, en todas las demás regiones del país la mayoría de los predios con destino no agrícola (ya sean habitacionales o de otros usos) están exentos del pago del impuesto territorial, como muestra la siguiente tabla:

Tabla N°1: Distribución de Exenciones del Impuesto Territorial en Predios No Agrícolas por Región (1er semestre 2025)

Región	% Predios Exentos	% Predios Afectos	% total Recaudación Nacional
Región de Arica y Parinacota	76,5 %	23,5 %	0,7 %
Región de Tarapacá	52,4 %	47,6 %	2,1 %
Región de Antofagasta	54,3 %	45,7 %	3,7 %
Región de Atacama	75,7 %	24,3 %	1,1 %
Región de Coquimbo	62,2 %	37,8 %	3,4 %
Región de Valparaíso	57,9 %	42,1 %	9,9 %
Región del Libertador General Bernardo O'Higgins	67,6 %	32,4 %	3,2 %
Región del Maule	73,2 %	26,8 %	3,0 %
Región del Ñuble	69,1 %	30,9 %	1,3 %
Región del Bío Bío	71,9 %	28,1 %	6,0 %
Región de la Araucanía	64,0 %	36,0 %	3,3 %
Región de los Ríos	63,4 %	36,6 %	1,2 %
Región de los Lagos	57,5 %	42,5 %	3,6 %
Región de Aysén del General Carlos Ibáñez del Campo	59,5 %	40,5 %	0,4 %
Región de Magallanes	63,8 %	36,2 %	1,0 %
Región Metropolitana de Santiago	45,9 %	54,1 %	56,3 %
Nacional	56,2%	43,8%	100,0%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Servicio de Impuestos Internos (SII).

Además, si bien la Región Metropolitana es la única con una mayor proporción de predios no exentos —es decir, que efectivamente pagan impuesto territorial—, al excluir las quince comunas que más aportan (las del Gráfico N°5), el promedio de exención alcanza un 69 % de los predios no agrícolas (67,2 % si se consideran solo las comunas del Gráfico N°6). Esto equivale a casi 13 puntos porcentuales por sobre el promedio nacional y se sitúa en torno a los niveles de exención observados en regiones con menores ingresos —y de las más pobres a nivel nacional considerando solo ingresos y no pobreza multidimensional—, como Ñuble y La Araucanía.

En suma, no solo las comunas de mayores ingresos aportan de manera desproporcionada a la recaudación nacional del impuesto territorial, sino que, dado que este impuesto constituye el componente principal del FCM, estas mismas comunas terminan contribuyendo mayoritariamente al proceso de redistribución entre comunas. Además, en la mayoría de las comunas restantes —incluidas muchas dentro de la Región Metropolitana que no forman parte del grupo antes mencionado— la mayor parte de los predios no agrícolas (que representan casi la totalidad de la recaudación potencial) se encuentra exenta del pago de impuesto territorial.

En síntesis, para el caso del impuesto territorial, en la práctica las comunas más ricas aportan desproporcionadamente más que las de menores ingresos. A esto se suma que, en estas últimas, gran parte de los predios no contribuye porque no está afecta al impuesto.

Desde una perspectiva redistributiva, eliminar las “contribuciones”, ya sea a la primera vivienda o en cualquier grado, sería regresivo. Esto no solo otorgaría un beneficio directo a las comunas de mayores ingresos, sino que además implicaría “desfinanciar” a las municipalidades de menores recursos, muchas de las cuales obtienen más de la mitad de sus ingresos a través del FCM, altamente dependiente del impuesto territorial. Si esta fuente no fuera reemplazada por un mecanismo alternativo (de igual o mayor monto en ingresos), se produciría una fuerte disminución de los ingresos municipales, afectando especialmente a las comunas más vulnerables.

Las municipalidades son, posiblemente, una de las instituciones del Estado con mayor capacidad para influir de manera directa y rápida en la calidad de vida de las personas: desde la mantención de calles hasta la administración de CESFAM. Eliminar el impuesto territorial significaría, en la práctica, reducir de manera significativa los ingresos a las comunas de menores ingresos, impidiéndoles cumplir estas funciones, mientras aumentaría considerablemente los recursos disponibles en las comunas de mayores ingresos, ampliando aún más la brecha de oportunidades entre comunas “ricas” y “pobres”.

En la práctica, en efecto, la teoría se cumple: existe una redistribución real de ingresos entre comunas de acuerdo a los datos. Una discusión distinta —e igualmente relevante— es cómo se utilizan estos recursos. La eficiencia en el gasto municipal, así como el control y la transparencia en su uso, pertenecen a un ámbito diferente, más propio de la legislación, la regulación y la fiscalización, especialmente considerando los recientes casos de fraude y malversación de fondos públicos. Ello requiere tanto mayor supervisión institucional como de transparencia en los datos.

Sin embargo, considerando toda la evidencia expuesta —y aún teniendo presente que el impuesto territorial ya incorpora amplias exenciones, beneficios focalizados y tramos exentos que protegen a la mayoría de los hogares, tal como detalla la sección “Antecedentes y Estructura del

Impuesto Territorial en Chile”– eliminar este impuesto sería, desde el punto de vista económico y redistributivo, una medida regresiva e irresponsable fiscalmente si es que no se reemplaza por algo seguro en términos de ingresos. No solo implicaría desfinanciar a las comunas de menores ingresos que dependen altamente del FCM (en caso de no existir un reemplazo de al menos el mismo monto en ingresos), sino que, además, otorgaría un beneficio directo a los hogares y comunas de mayores ingresos que concentran la mayor parte de la recaudación y cuya capacidad contributiva es sustancialmente más alta.

Finalmente, vale la pena preguntarse qué ocurre en otros países para evaluar si este patrón es común y si la evidencia comparada con economías de altos ingresos –categoría en la que se clasifica Chile– aporta componentes que permitan sustentar la discusión sobre una eventual eliminación del impuesto territorial.

¿Tiene lógica económica eliminar las contribuciones? Experiencia Comparada

La evidencia internacional muestra que los impuestos recurrentes a la propiedad inmobiliaria (e.g el impuesto territorial en Chile) cumplen un rol central tanto para la equidad como para la estabilidad del financiamiento local. De hecho, todos los países de la OECD aplican este tipo de impuesto, aunque con diferencias en magnitud y diseño.

Esta comparación es relevante porque, como se observa en la Tabla N°2, Chile recauda por impuestos a la propiedad⁶ una fracción del PIB (1,3 %) inferior al promedio de la OECD (1,8 %) y con un peso casi idéntico dentro de la recaudación total (5,5 % en Chile vs. 5,3 % en la OECD). En contraste, los impuestos al consumo (como el IVA) representan casi la mitad de la recaudación en Chile, muy por encima del promedio de economías avanzadas.

Tabla N°2: Recaudación según tipo de Impuestos – Chile vs OECD 2022

Tipo de Impuesto	% PIB Chile	% PIB OECD	% del total Chile	% del total OECD
Renta y utilidades	10,4 %	12,3 %	43,7 %	36,5 %
Seguridad social	1,0 %	8,7 %	4,1 %	24,8 %
Payroll	0,0 %	0,5 %	0,0 %	1,3 %
Propiedad	1,3 %	1,8 %	5,5 %	5,3 %
Bienes y servicios	11,4 %	10,6 %	47,8 %	31,5 %
Otros	-0,3 %	0,2 %	-1,1 %	0,6 %

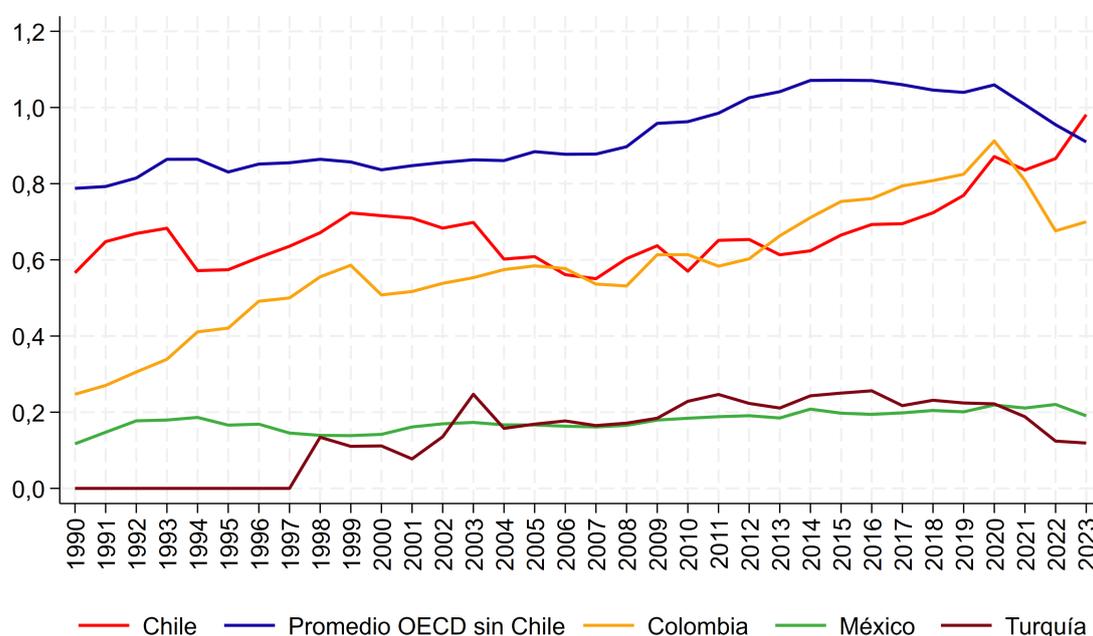
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OECD

Además, como se observa en el Gráfico N°7, a medida que Chile ha incrementado su nivel de

⁶La categoría “Propiedad” en la Tabla N°2 corresponde al agregado completo definido por la OECD (código 4000), que incluye impuestos recurrentes sobre bienes inmuebles, impuestos al patrimonio neto, herencias y donaciones, y tributos sobre transacciones financieras y de capital. En cambio, el Gráfico N°6 muestra únicamente los impuestos recurrentes a la propiedad inmobiliaria (código 4100), equivalentes al Impuesto Territorial en Chile. Por ello, la cifra de la tabla es mayor que la exhibida en el gráfico.

ingreso, también ha convergido hacia el promedio de recaudación como porcentaje del PIB de la OECD para este tipo de impuestos. Este patrón de convergencia no es exclusivo de Chile: Colombia muestra una trayectoria similar. En contraste, países con niveles de ingreso comparables, como México o Turquía (el país más parecido a Chile en términos de ingreso dentro de la OECD fuera de Latinoamérica), se mantienen muy por debajo del promedio y no muestran señales de convergencia. En otras palabras, lo que ha ocurrido en Chile es consistente con el comportamiento esperado a medida que los países se desarrollan y el caso de México o Turquía es atípico. Sin embargo, hay que señalar que el fuerte aumento de la recaudación en Chile en los últimos años sugiere que un grupo reducido de contribuyentes asumió un alza significativa, lo que pudo generar rechazo y refleja un diseño de política poco gradual.

Gráfico N°7: Evolución de Impuestos Recurrentes a la Propiedad Inmobiliaria como Porcentaje del PIB en la OECD



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OECD

Más allá de las cifras agregadas, la literatura especializada ofrece argumentos técnicos robustos que desaconsejan la eliminación de este gravamen. En primer lugar, existe un amplio consenso sobre su eficiencia económica. Blöchliger (2015) describe al impuesto territorial como “el menos amado” debido a su visibilidad política, pero enfatiza que es uno de los tributos menos perjudiciales para el crecimiento económico en comparación con los impuestos al trabajo o al capital corporativo. Coincidiendo con esta visión, Norregaard (2015) argumenta que, en un contexto globalizado donde las bases tributarias son cada vez más móviles, la propiedad inmobiliaria —al ser una base inmóvil— representa una fuente de ingresos eficiente y subutilizada que es crucial preservar para mantener la estabilidad fiscal.

En segundo lugar, la evidencia empírica advierte que eliminar o limitar artificialmente este impuesto genera distorsiones severas en el mercado de vivienda, afectando tanto los precios como

la movilidad de las personas. Estudios como el de İmrohoroğlu, Matoba y Tüzel (2018) sobre la “Propuesta 13” en California demuestran que congelar las contribuciones provoca un aumento significativo en los precios de las viviendas y reduce la movilidad residencial, ya que los propietarios evitan mudarse para no perder el beneficio fiscal. Asimismo, investigaciones de Lutz (2015) y Sommer y Sullivan (2018) indican que los beneficios tributarios asociados a la propiedad tienden a capitalizarse en precios más altos, lo que sugiere que eliminar las contribuciones probablemente transferiría ese ahorro al valor de venta de las propiedades, beneficiando a los dueños actuales, pero dificultando el acceso a la vivienda para futuros compradores.

Finalmente, este impuesto cumple una función clave como mecanismo de compensación local frente a externalidades negativas. Fraenkel y Krumholz (2025) evidencian que la recaudación proveniente de grandes infraestructuras o plantas industriales permite financiar mejoras sustanciales en servicios públicos locales, como escuelas, lo que termina elevando el valor de las viviendas circundantes y compensando a las comunidades por las molestias ambientales. Por lo tanto, suprimir este vínculo despojaría a los gobiernos locales de una herramienta esencial para gestionar el desarrollo urbano y mitigar sus impactos en la calidad de vida de los residentes.

En cuanto a las opciones de reforma, el reporte *Housing Taxation in OECD Countries (2022)* recomienda a los gobiernos fortalecer el impuesto recurrente sobre la propiedad inmobiliaria por ser el gravamen más eficiente y menos distorsionador para el crecimiento económico, sugiriendo priorizarlo por sobre los impuestos a las transacciones que tienden a reducir la movilidad laboral y residencial. Asimismo, el organismo enfatiza la urgencia de actualizar regularmente los avalúos fiscales para que reflejen los valores reales de mercado, lo cual no solo mejora la recaudación, sino que asegura la equidad horizontal del tributo. Finalmente, se aconseja revisar y reducir los subsidios fiscales regresivos —como las deducciones de intereses hipotecarios— que suelen beneficiar desproporcionadamente a los hogares de mayores ingresos, garantizando así que el sistema tributario inmobiliario cumpla efectivamente con sus objetivos de progresividad y suficiencia fiscal.

En conclusión, una propuesta de eliminar el Impuesto Territorial en Chile (en cualquier grado) carece de sustento técnico y contradice la experiencia internacional de las economías avanzadas. Como se ha mostrado a lo largo de este informe, este gravamen no solo es una herramienta relevante para la equidad territorial —financiando a las comunas más vulnerables a través del Fondo Común Municipal—, sino que su eliminación generaría efectos regresivos, transfiriendo riqueza a los propietarios de mayores ingresos y afectando la provisión de servicios públicos locales (a menos que se encuentre una alternativa que genere igual o mayor cantidad de ingresos para los municipios altamente dependientes del FCM). La evidencia comparada y académica confirma que el camino hacia un sistema más justo no es la supresión de las contribuciones, sino su perfeccionamiento mediante avalúos actualizados (especialmente relevante en Chile) y un diseño que proteja la eficiencia económica sin renunciar a la solidaridad interterritorial, que en el caso de Chile corresponde a una “solidaridad entre comunas”.

Propuestas para mejorar el diseño del Impuesto Territorial en Chile

A la luz del diagnóstico presentado —y sin comprometer la estabilidad financiera municipal ni la función redistributiva del Fondo Común Municipal— proponemos un conjunto de mejoras focalizadas en resolver el problema central identificado: la desconexión entre avalúos fiscales crecientes y la capacidad real de pago de los contribuyentes. En particular:

1. Límite al esfuerzo de pago tributario

Ningún contribuyente debería destinar más que un porcentaje razonable —por ejemplo, un 2,5 %— de su ingreso anual al pago de contribuciones de su vivienda principal.

- Este tope aplicaría tanto a adultos mayores como a contribuyentes más jóvenes.
- Si el impuesto calculado supera dicho límite, la diferencia quedaría registrada como un monto por pagar en el futuro y se liquidaría solo al momento de vender o traspasar la propiedad.
- Este mecanismo protege la liquidez de los hogares, evita ventas forzadas y mantiene la base tributaria a largo plazo.

2. Derecho a vender la vivienda al avalúo fiscal

Todo contribuyente tendría el derecho a vender su propiedad a la Tesorería General de la República al valor del avalúo fiscal vigente, y la TGR estaría obligada a comprarla.

- Este mecanismo disciplina la determinación de los avalúos y previene incrementos excesivos o discrecionales.
- Además, alinea los incentivos entre el Estado valorador y los contribuyentes afectados.

3. Transparencia total en la determinación de avalúos

El proceso de avalúo fiscal será completamente transparente en su metodología y en los cálculos anuales.

- La información deberá ser pública, accesible y replicable.
- Un panel técnico independiente —con expertos nacionales e internacionales— verificará los criterios y resultados cada año.
- Esto asegura confianza pública y mejora la legitimidad del sistema.

4. Procedimiento expedito de reclamación

Los contribuyentes contarán con un sistema rápido y accesible para impugnar su avalúo fiscal.

- Se establecerán vías de reclamación simplificadas, con plazos acotados y resolución técnica.
- Este mecanismo es especialmente relevante para hogares con variaciones bruscas en el avalúo o discrepancias verificables en la tasación.

En conjunto, estas medidas permiten corregir el desajuste entre avalúos crecientes y la capacidad real de pago de los hogares, protegiendo la liquidez de las familias sin debilitar la recaudación municipal ni la función redistributiva del impuesto territorial. Un sistema más transparente, predecible y alineado con los ingresos de los contribuyentes no solo evita situaciones injustas —como ventas forzadas de viviendas—, sino que también fortalece la legitimidad y sostenibilidad de un impuesto que es fundamental para el financiamiento municipal en Chile.

Referencias

Banzhaf, H. S., Mickey, R., & Patrick, C. (2021). *Age-based property tax exemptions.* *Journal of Urban Economics*, 121, 103303.

Blöchliger, H. (2015). *Reforming the tax on immovable property: Taking care of the unloved* (OECD Economics Department Working Paper No. 1205). OECD Publishing.

<https://doi.org/10.1787/5js30tw0n7kg-en>

Fraenkel, R., & Krumholz, S. (2025). *Property taxation as compensation for local externalities: Evidence from large plants.* *Journal of Public Economics*, 243, 105294.

İmrohoroğlu, A., Matoba, K., & Tüzel, Ş. (2018). *Proposition 13: An equilibrium analysis.* *American Economic Journal: Macroeconomics*, 10(2), 24–51.

Lutz, B. (2015). *Quasi-experimental evidence on the connection between property taxes and residential capital investment.* *American Economic Journal: Economic Policy*, 7(1), 300–330.

Norregaard, J. (2015). *Taxing immovable property: Revenue potential and implementation challenges.* En *Inequality and fiscal policy* (Cap. 11). International Monetary Fund.

<https://doi.org/10.5089/9781513567754.071.ch011>

OECD. (2022). *Housing taxation in OECD countries* (OECD Tax Policy Studies No. 29). OECD Publishing.

<https://doi.org/10.1787/03dfe007-en>

OECD. (2024). *Revenue statistics 2024: Health taxes in OECD countries.* OECD Publishing.

<https://doi.org/10.1787/c87a3da5-en>

Sommer, K., & Sullivan, P. (2018). *Implications of US tax policy for house prices, rents, and homeownership.* *American Economic Review*, 108(2), 241–274.

Apéndice: Metodología de Distribución del Fondo Común Municipal

1. Definiciones Generales

Sea el conjunto de comunas del país:

$$\mathcal{C} = \{1, 2, \dots, N\}.$$

Para cada comuna $i \in \mathcal{C}$ se definen las siguientes variables:

- PE_i : población estimada.
- PF_i : población flotante.
- $P_i = PE_i + PF_i$: población final utilizada en el cálculo.
- PC_i : porcentaje de pobreza comunal.
- $NP_i = PE_i \times PC_i$: número estimado de personas pobres.
- EX_i : número de predios exentos.
- PT_i : número total de predios.
- IPP_i : ingresos propios permanentes.
- $IPP_{hc_i} = IPP_i/P_i$: ingresos propios permanentes per cápita.
- IPP_{hp} : promedio nacional del IPP per cápita.

Totales nacionales:

$$NP^{tot} = \sum_{j=1}^N NP_j, \quad EX^{tot} = \sum_{j=1}^N EX_j.$$

2. Indicadores del Coeficiente de Distribución

El coeficiente total asignado a cada comuna se define como:

$$C_i = IPI_i + IPC_i + IXC_i + IIP_i. \quad (1)$$

2.1 Indicador por Partes Iguales (25 %)

$$IPI_i = \frac{1}{N} \times 0,25. \quad (2)$$

2.2 Indicador de Pobreza (10 %)

$$w_i^{pob} = \frac{NP_i}{NP^{tot}},$$

$$IPC_i = w_i^{pob} \times 0,10. \quad (3)$$

2.3 Indicador de Predios Exentos (30 %)

$$r_{1,i} = \frac{EX_i}{EX^{tot}}, \quad r_{2,i} = \frac{EX_i}{PT_i}.$$

$$F_i = r_{1,i} \times r_{2,i}.$$

$$w_i^{EX} = \frac{F_i}{\sum_{j=1}^N F_j}.$$

$$IXC_i = w_i^{EX} \times 0,30. \quad (4)$$

2.4 Indicador de Menores Ingresos Permanentes (35 %)

Participan las comunas cuya condición es:

$$IPPhc_i < IPPhp.$$

Para estas comunas se define:

$$D_i = (IPPhp - IPPhc_i) \times P_i, \quad D^{tot} = \sum_{j: IPPhc_j < IPPhp} D_j.$$

$$w_i^{IPP} = \frac{D_i}{D^{tot}}.$$

$$IIP_i = w_i^{IPP} \times 0,35. \quad (5)$$

3. Monto Provisorio de Participación

Sea M el monto total neto del Fondo:

$$MP_i = C_i \times M. \quad (6)$$

4. Mecanismo de Estabilización

Sea A_i el monto asignado a la comuna i en el año del cálculo. Defínanse los conjuntos:

$$\mathcal{G} = \{i : MP_i > A_i\}, \quad \mathcal{L} = \{i : MP_i < A_i\}.$$

Montos agregados:

$$Inc = \sum_{i \in \mathcal{G}} (MP_i - A_i), \quad Red = \sum_{i \in \mathcal{L}} (A_i - MP_i).$$

Caso 1: $Red < Inc$

$$E_i = (MP_i - A_i)\lambda.$$

Caso 2: $Red \geq Inc$

$$E_i = (A_i - MP_i)\mu.$$

5. Monto Definitivo de Participación

$$MD_i = \begin{cases} A_i + E_i, & \text{si } MP_i > A_i, \\ A_i, & \text{si } MP_i < A_i \text{ y } Red < Inc, \\ MP_i + E_i, & \text{si } MP_i < A_i \text{ y } Red \geq Inc. \end{cases}$$

6. Compensación a la Municipalidad de Isla de Pascua

Antes de distribuir el FCM entre todas las comunas, se descuenta una compensación especial destinada exclusivamente a la Municipalidad de Isla de Pascua. Esta compensación existe debido a que los bienes situados en la isla están exentos de contribuciones y otros tributos, lo que reduce de manera estructural sus ingresos propios municipales.

El monto se calcula como:

$$K = \alpha \times (G_{\text{pers}} + G_{\text{bys}}), \quad (7)$$

donde:

- G_{pers} : gasto en personal del año anteprecedente,
- G_{bys} : gasto en bienes y servicios de consumo del año anteprecedente,

- $\alpha = 2$: factor establecido en la normativa vigente.

Este monto se descuenta del Fondo antes de aplicar los coeficientes al resto de las comunas.

7. Fórmula Final

La asignación final resulta de:

$$MD_i = f(IPI_i, IPC_i, IXC_i, IIP_i, MP_i, A_i, E_i).$$

MODIFICACIONES LEGALES RELEVANTES



diciembre 2025

Resumen ejecutivo

Contexto. Durante diciembre de 2025 se registraron modificaciones legales relevantes con potencial impacto para las empresas, tanto desde el ámbito contractual como desde el cumplimiento normativo. Por una parte, un reciente fallo de la Corte Suprema refuerza la importancia de una correcta calificación y redacción de los contratos. Por otra, cambios introducidos por la Ley Marco de Autorizaciones Sectoriales ampliaron el alcance de la Ley de Delitos Económicos, incorporando nuevos riesgos asociados a la tramitación de permisos.

Evidencia reciente

- La Corte Suprema confirmó el rechazo de una demanda de resolución de contrato de “know how” por falta de precisión en sus estipulaciones.
- El fallo enfatiza que los contratos deben analizarse según su contenido real y no por la denominación que las partes les asignan.
- El acuerdo en cuestión fue calificado jurídicamente como un contrato de prestación de servicios entre partes relacionadas.
- La vaguedad en la definición de obligaciones y plazos impidió configurar un incumplimiento contractual.
- El litigio se extendió por ocho años, evidenciando los costos asociados a contratos mal redactados.

Cambios normativos y riesgos

- La Ley Marco de Autorizaciones Sectoriales introdujo modificaciones a la Ley 21.595 de Delitos Económicos.
- Se incorporan nuevas conductas asociadas a la entrega de información falsa u omisión de datos en procesos de permisos.
- También se tipifica como delito económico la infracción al deber de reserva por parte de funcionarios de la Oficina de Autorizaciones, cuando beneficie a la empresa.
- Estas modificaciones amplían la exposición penal de las personas jurídicas, especialmente en proyectos de inversión.
- El cumplimiento normativo requiere actualización permanente de los modelos de prevención del delito.

Conclusión. Las recientes modificaciones legales refuerzan la necesidad de una gestión jurídica y de cumplimiento rigurosa por parte de las empresas. La experiencia judicial analizada muestra que contratos imprecisos pueden derivar en conflictos largos y costosos, mientras que los cambios normativos amplían los riesgos penales asociados a la tramitación de permisos. En este contexto, la revisión continua de contratos y la actualización permanente de los modelos de prevención del delito se vuelven elementos centrales para una adecuada gestión de riesgos legales.

MODIFICACIONES LEGALES DICIEMBRE

A continuación, reproducimos los informes elaborados por el estudio jurídico Fontaine & Cia. relativos a las últimas modificaciones legales, que pueden tener impactos financieros en las empresas.

ÁREA JUDICIAL – Cuentas (y contratos) claros conservan la amistad

Informe preparado por Georgo Peftouloglou y Daniel López

Celebrar contratos claros y precisos es una necesidad básica al momento de realizar negocios. Las consecuencias de no hacerlo suelen ser costosas, de larga duración y difíciles de resolver, como lo demuestra un reciente fallo de la Corte Suprema que confirmó el rechazo por parte de la Corte de Apelaciones de Santiago, de una demanda de resolución de contrato de “Know how” e indemnización de perjuicios por incumplimiento.

La sentencia recuerda y recurre a una máxima básica del derecho: los contratos son lo que son y no lo que las partes dicen que son. Y en este caso, pese a que el acuerdo fue nombrado por las partes como un contrato de “Know how”, su contenido real apuntaba hacia algo muy distinto y, además, estaba redactado con escasa precisión en cuanto a sus estipulaciones.

El problema no es menor. Un negocio que no produjo los resultados esperados, terminó ocho años después en un litigio infructuoso, en gran parte provocado por un contrato redactado sin la claridad necesaria para prevenir ese conflicto.

¿Qué es el contrato de “Know how”?

El aporte de conocimientos técnicos bajo el anglicismo “know how” es una figura recurrente en los negocios y emprendimientos, especialmente cuando se realizan entre amigos o conocidos. Sin embargo, lo que se conoce coloquialmente por este concepto puede diferir de lo que, jurídicamente, es realmente un acuerdo de dicha naturaleza. En este sentido, el fallo lo define como un acuerdo en que una persona (dador) con un conocimiento técnico relativamente secreto, fruto de su experiencia, se obliga a transmitirlo a otra (receptor), permitiéndole usarlo y beneficiarse de él a cambio de una regalía.

Sobre esa base, los jueces de segunda instancia concluyen que el acuerdo entre las partes del juicio no configura esta figura. En cambio, razonan que, en el marco de una colaboración empresarial para la ejecución de un negocio, se celebró un contrato de prestación de servicios entre partes relacionadas. Esta distinción resulta trascendental para el fracaso de la demanda, pues las obligaciones que nacen de uno u otro contrato son distintas y, por ende, cómo se incumplen también varía.

En la misma línea, al analizar el supuesto incumplimiento, la sentencia concluye que éste no puede configurarse, porque las obligaciones que el demandante acusó infringidas fueron redac-

tadas de manera tan vaga y general —tanto en su alcance como en su plazo— que resulta imposible precisar su contenido. Y sin contenido claro, tampoco es posible afirmar que hubo un incumplimiento.

Negocios sólidos comienzan (y terminan) con contratos claros

Este caso recuerda algo que suele olvidarse: un contrato no es un trámite u obstáculo a sortear para iniciar un negocio o emprendimiento, sino una necesidad básica para su correcta ejecución. Éste delimita a qué se obliga cada contratante y, además, sirve como un instrumento para la resolución de conflictos que son naturales y comunes en este tipo de relaciones.

La falta de precisión en el contrato no sólo puede tensionar las relaciones comerciales, sino que también abre la puerta a conflictos largos, costosos e inútiles para la finalidad propuesta por los contratantes. En definitiva, el cuidado en la redacción de un acuerdo claro desde el principio no es solo una cuestión legal, sino un acto de responsabilidad y previsión para todo negocio.

ÁREA COMPLIANCE — Ley de Delitos Económicos: Nuevos riesgos asociados a la Permisología

Informe preparado por Francisco Fontaine y Tomás Hüe

A más de dos años desde la publicación de la Ley 21.595 de Delitos Económicos, las empresas que optaron en su momento por contar con modelos de prevención del delito —a diferencia de aquellas que aún postergan esta decisión crítica— respiraron tranquilas tras ajustar sus matrices de riesgo y actualizar sus manuales de cumplimiento. Sin embargo, la Ley Marco de Autorizaciones Sectoriales (Ley 21.770), publicada hace algunos meses, nos recuerda lo obvio: el cumplimiento normativo no es estático, sino un tema en constante movimiento.

Esta última Ley, que busca regular y simplificar los procedimientos administrativos asociados a autorizaciones, introdujo modificaciones importantes a la Ley de Delitos Económicos, que amplían el catálogo de delitos económicos a los que están expuestas las personas jurídicas. En este caso, las modificaciones más importantes interesan especialmente a cualquier empresa que desarrolle proyectos de inversión, pues abordan la tediosa tramitación de permisos.

En este sentido, algunas de las conductas que se han incorporado al catálogo de delitos económicos son la entrega de información falsa u omisión de datos esenciales en declaraciones juradas para obtener permisos o acelerar trámites (el llamado fast-track); o bien, la infracción al deber de reserva y secreto por parte del personal de la nueva Oficina de Autorizaciones, que constituye un delito económico para la empresa, siempre que en la comisión del hecho hubiese intervenido, como autor o cómplice, alguna persona en ejercicio de un cargo, función o posición en la misma, o bien, cuando el hecho se comete en beneficio de ésta.

Estas modificaciones nos vuelven a demostrar que la Ley de Delitos Económicos es un estatuto vivo. Lo que ayer era una práctica tolerada o una simple falta administrativa, hoy puede comprometer la responsabilidad penal de la persona jurídica, exponer a sus directores y gatillar multas

millonarias o inhabilitaciones con el Estado.

Ante este paradigma, la única defensa eficaz para las personas jurídicas es la revisión continua. No sirve de nada tener modelos de prevención del delito si éstos no están actualizados y permiten prevenir y detectar efectivamente las conductas delictivas a las que la empresa está expuesta en el marco de sus actividades diarias.

BOOK REVIEW

Si Leonardo Da Vinci fuese tu CEO.
Cómo liderar con genialidad



diciembre 2025

“Si Leonardo Da Vinci fuese tu CEO. Cómo liderar con genialidad”

Ángel Soto

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de los Andes – Chile

“¿Qué pasaría si Leonardo da Vinci, uno de los más grandes genios de la humanidad, dirigiera tu empresa?”, se pregunta el psicólogo Javier Cantera. A partir de una descripción de un mundo disruptivo tecnológicamente e inundado de IA, en que el trabajo ya se transformó, el autor, con experiencia en empresas como Telefónica, Enagás y profesor en diversas Escuelas de Negocios, nos invita a abandonar los modelos tradicionales y reinventar nuestra cultura empresarial.

En la invitación a explorar el liderazgo inspirador del genio renacentista, la lección que nos ofrece es a conectar disciplinas y pensar creativamente: “¿Estamos ante un renacimiento humano?” ¿Volveremos a mirar la formación humanista clásica, inspirada en la Grecia y Roma antigua?, especialmente en momentos de puesta en peligro de la civilización occidental.

Las competencias claves para este siglo XXI se inspiran en los siete valores que Leonardo describió en su Tratado de Pintura y que funcionan como una arquitectura mental integrando arte, ciencia y técnica con gran profundidad. Estos son: 1) la curiosidad (*Curiosità*) que funciona como un deseo insaciable de conocer y cuestionar la todo, que busca también la explicación por entender cómo funcionan las cosas; 2) la demostración (*Dimostrazione*), es decir la validación por la experiencia directa, una cierta desconfianza a lo puramente teórico; 3) la sensación (*Sensazione*) que implica el uso pleno de los sentidos como vía de conocimiento e instrumento cognitivo; 4) la difuminación (*Sfumato*) nos lleva a resistir la necesidad de respuestas absolutas, incompletas y contradictorias, pero también convivir con lo no resuelto o poco nítido; 5) arte y ciencia (*Arte/Scienza*) una combinación entre ambas que permite a la innovación surgir cuando la lógica y la creatividad trabajan juntas; 6) la corporalidad (*Corporeità*) vale decir la conexión entre cuerpo y mente, como base para una mente lúcida; y 7) conexión (*Connessione*), que conlleva integrar disciplinas aparentemente inconexas y sus relaciones.

Para Cantera, el líder empresarial debe incluir estos siete valores, que siguiendo a Leonardo, reflejan una capacidad de generar nuevas ideas sin ser necesariamente un técnico especializado. Afirmar: “Hoy día, una empresa es un cúmulo de expertos en diferentes materias que comparten una cultura, donde lo creativo no se exige, sino que simplemente somos unos buenos expertos”. En el futuro, la excelencia no estará en la eficacia de la ejecución, sino en la imaginación que produzca eficacia y eficiencia. Sin embargo, ¿puede exigirse imaginación y creatividad como valor profesional?

El libro que comentamos no es una biografía sobre el genio renacentista, sino que es una reflexión respecto de la necesidad de hacer un cambio con urgencia sobre nuestra forma de pensar, asumiendo el hábito de cambiar a partir del aprendizaje continuo. La gran lección que nos da Leonardo es que: “El aprendizaje es lo único que la mente nunca agota, nunca teme y nunca se arrepiente”.

En la actualidad se hace necesario pasar de tener “empresas canónicas a desarrollar empresas

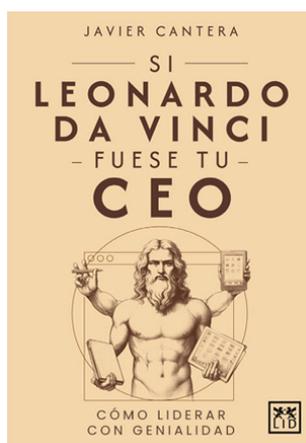
renacentistas”, es decir que asuman un cambio mental y cultural.

Hace unos días Google DeepMind publicó un aviso en LinkedIn de oferta de trabajo para filósofos y psicólogos. Varios se sorprendieron. No es raro enterarse de la contratación de lingüistas en equipos de análisis de data, y esta semana *The Wall Street Journal* (WSJ) escribió un artículo sobre cómo las empresas están contratando “narradores” (*storytellers*) en sus compañías... y no puramente como consultores externos, los necesitan “in house”. Algo está pasando que las humanidades están de moda, de regreso, o como me dijo mi hija recién titulada como Ingeniera Civil en Ciencias de la Computación, que al comentarle el libro y el artículo en WSJ me dijo: “Papá, quizás las humanidades nunca se han ido”... me dejó pensando.

Las preguntas que debiéramos hacernos a partir de esta lectura son: ¿Estamos actuando o queremos actuar como Leonardo? ¿Estás dispuesto a que, en tu empresa, ingrese un “Leonardo”? ¿Invertirías en tener como asesor a un profesional con ese perfil? O finalmente: Si pudieras contar con Leonardo en tu organización, ¿en qué puesto lo colocarías?

Javier Cantera

Si Leonardo Da Vinci fuese tu CEO. Como liderar con genialidad (LID: 2025).



UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

PUBLICACIÓN CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS ESE BUSINESS SCHOOL

DIRECTORA

María Cecilia Cifuentes,
Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
Ingeniero Comercial mención Economía, Pontificia Universidad
Católica de Chile
mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

INVESTIGADOR

Maximiliano Villalobos Andueza,
Magíster en Economía Aplicada, Pontificia Universidad Católica
de Chile
Ingeniero Comercial mención Economía, Pontificia Universidad
Católica de Chile
mrwillalobos.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo de profundizar la comprensión del mercado financiero, promover las buenas prácticas en su funcionamiento e influir, a través de la investigación y otras actividades, en las políticas públicas relacionadas.

DISCLAIMER

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, oferta, valoración de carteras o patrimonios, ni asesoría financiera o legal. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado Financiero Chileno.

El objetivo es informar, hacer propuestas de buenas prácticas o políticas públicas y generar discusión sobre el funcionamiento del mercado financiero local y la economía en general. Este informe está basado en información pública y modelos o proyecciones propias que utilizan dicha información como insumo, y por lo tanto está sujeto a error.

Los análisis y opiniones aquí presentadas, son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no representan la opinión de la Universidad.

Sus autores no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este Informativo mensual.



ESE Business School Chile



ESEUANDES